

Cattedra: **Economia e Gestione delle Imprese**

Prof. Francesca Romana Arduino

RELATORE

Simone Benassi matr. 236641

CANDIDATO

Anno Accademico **2020/2021**

Le Strategie Aziendali ESG e i limiti della finanza tradizionale nella valutazione d'impresa - il caso A2A

INTRODUZIONE.....	3
CAPITOLO 1: LE STRATEGIE AZIENDALI ESG	5
1.1) LE STRATEGIE AZIENDALI.....	5
1.1.1) <i>Definizione della strategia</i>	5
1.1.2) <i>Strategie oceano blu, oceano rosso</i>	6
1.2) I FATTORI ESG E L'INVESTIMENTO RESPONSABILE.....	7
1.2.1) <i>I fattori ESG</i>	7
1.2.2) <i>L'investimento responsabile: l'azienda</i>	9
1.3) I PIANI SULLA SOSTENIBILITÀ.....	12
1.3.1) <i>Gli accordi internazionali e le imprese</i>	12
1.3.2) <i>I piani ambientali: l'UNFCCC e le COP</i>	14
1.3.3) <i>I piani Ambientali: il Green Deal europeo</i>	16
1.3.4) <i>L'impresa sostenibile: il Global Compact ed il Libro Verde</i>	18
1.4) LA CRISI COVID-19 ED IL NEXT GENERATION EU	20
CAPITOLO 2: I FATTORI ESG: UNA RIVOLUZIONE FINANZIARIA PER IMPRESE E MERCATI.....	24
2.1) LA FINANZA SOSTENIBILE.....	24
2.1.1) <i>La finanza sostenibile, uno stimolo alla green economy</i>	24
2.1.2) <i>Una tematica sempre più attuale</i>	26
2.2) I RATING ESG.....	28
2.2.1) <i>I rating classici</i>	28
2.2.2) <i>I Rating "etici"</i>	30
2.3) I NUOVI STRUMENTI FINANZIARI.....	31
2.3.1) <i>Una nuova possibilità d'investimento</i>	31
2.3.2) <i>Le obbligazioni green</i>	35
2.3.3) <i>Gli investimenti ESG ed il rischio</i>	36
2.3.4) <i>Il rendimento degli investimenti sostenibili</i>	39
2.3.5) <i>Le aspettative sugli investimenti non sostenibili</i>	41
2.4) LE BANCHE ED I FATTORI ESG	43
2.5) LIMITI DEI METODI TRADIZIONALI NEL PROCESSO DI VALUTAZIONE D'AZIENDA	44
CAPITOLO 3: CASE STUDY A2A.....	47
3.1) A2A: A LIFE COMPANY	47
3.2) IL PIANO STRATEGICO SOSTENIBILE DI A2A.....	48
3.2.1) <i>Il nuovo business model di A2A</i>	48
3.2.2) <i>Le strategie ESG attuate da A2A</i>	51
3.3) A2A UN'AZIENDA SULLA QUALE INVESTIRE.....	56
3.3.1) <i>A2A nel portafoglio</i>	56
3.3.2) <i>Le emissioni green di A2A</i>	58
3.3.3) <i>La valutazione di A2A</i>	60
CONCLUSIONE	62
FONTI – SITOGRAFIA.....	64
FONTI – BIBLIOGRAFIA.....	66

Introduzione

Il secolo nel quale viviamo verrà probabilmente ricordato come un'era di transizione. Abitudini e comportamenti propri dello scorso millennio dovranno cambiare necessariamente, se l'essere umano vorrà continuare a vivere sulla Terra. La scelleratezza dei tempi passati dovrà essere rimpiazzata da un senso civico e ambientale mai mostrato precedentemente nei confronti del pianeta terra.

La crescita preoccupante del livello di anidride carbonica rappresenta una minaccia reale per il nostro futuro; dall'inizio degli anni Sessanta si è assistito alla crescita progressiva del livello di CO₂ all'interno dell'atmosfera, causato, in particolare, dall'aumento dell'industria pesante a cavallo del ventesimo e ventunesimo secolo.

Secondo le stime del Climate Accountability Institute, più di un terzo delle emissioni di anidride carbonica e di metano degli ultimi cinquanta anni sono state causate da venti colossi di rilevanza internazionale. In testa a questa indecorosa classifica troviamo aziende del calibro di Gazprom, Chevron e Saudi Aramco: multinazionali operanti nel settore della petrolchimica.

La riconversione industriale appare come l'unica possibilità concreta per invertire, nel lungo termine, questa tendenza e arrestare la degradazione progressiva del nostro pianeta.

Per questo motivo, sono necessarie delle variazioni nei comportamenti di ogni agente economico. Risulta essenziale, perlopiù, un cambiamento drastico all'interno delle aziende operanti nei settori tradizionali, fra le principali e responsabili della situazione attuale.

Il seguente elaborato si propone di analizzare le strategie aziendali delle imprese, tentando di promuovere quelle rispettose dei temi sociali, ambientali e di governance: le cosiddette strategie ESG, un acronimo dietro il quale si celano dei concetti innovativi che verranno approfonditi all'interno del primo capitolo.

L'elaborato si pone altresì l'obiettivo di fornire possibili suggerimenti riguardanti temi di strategia aziendale e di finanza sostenibile.

Infatti, è interessante domandarsi come le strategie aziendali di tipo ESG possano rappresentare una risposta alla crisi attuale (ambientale ed economica). Inoltre, appare pertinente provare a identificare quali siano i vantaggi, per l'azienda ed i suoi investitori, conseguiti grazie ad una strategia di matrice ESG. È necessario interrogarsi presumibilmente, sulle migliori modalità di conduzione di una strategia di questo tipo da parte di una società. Ci si domanderà per altro il perché un investitore dovrebbe allocare il proprio capitale all'interno di un titolo di un'azienda c.d. sostenibile e quali sono i vantaggi da un punto di vista di rendimento e di rischio. All'interno dell'elaborato si prenderanno spesso a riferimento le società quotate, per mostrare come i mercati azionari stiano rispondendo a queste nuove tendenze oramai generalizzate.

Per analizzare le problematiche e individuare possibili risposte, si procederà per gradi e si strutturerà il testo in tre capitoli.

All'interno del primo capitolo si illustrerà il concetto di strategie aziendali, con un focus particolare su quelle ESG. Inoltre, in questo capitolo si avrà modo di discutere dei vari piani internazionali sulla sostenibilità ma solo dopo aver discusso di come una strategia sostenibile possa essere integrata all'interno di un'azienda.

Successivamente, si discuteranno i recenti accordi nazionali ed internazionali di natura ambientale, analizzando come il portato di questi vada ad impattare direttamente le strategie delle imprese.

Nel secondo capitolo la ricerca si sposterà sulla finanza sostenibile e sui limiti della finanza tradizionale. In particolare, l'analisi e il confronto delle due "finanze" consentirà di analizzare l'impatto dei "nuovi" rating sulle società, e sulle nuove tendenze di mercato in materia. In questa parte dell'elaborato si avrà anche l'occasione di analizzare il portafoglio di un investitore e capire il vantaggio di integrare al suo interno titoli di aziende rispettose dei fattori c.d. sostenibili.

Nel terzo ed ultimo capitolo, sposteremo l'attenzione su un caso di studio pratico, approfondendo la strategia aziendale di A2A, una delle aziende italiane multi utility più importanti, studiandone la conversione verso un modello dichiaratamente sostenibile.

Capitolo 1: Le strategie Aziendali ESG

1.1) Le strategie aziendali

1.1.1) Definizione della strategia

Per comprendere correttamente il significato di strategia aziendale occorre individuare una definizione corretta della parola “strategia”. A tale proposito ci viene in aiuto la letteratura, con un esempio che riassume le complessità e le varie sfaccettature di questo termine.

Secondo il vocabolario italiano Treccani, la parola strategia è strettamente connessa all’ambito della guerra, a tal punto che lo stesso vocabolario riporta come esempio la seguente frase: “Nell’arte militare, (la strategia è) la tecnica di individuare gli obiettivi generali e finali di una guerra o di un ampio settore di operazioni, di elaborare le grandi linee di azione, predisponendo i mezzi per conseguire la vittoria”.

Il richiamo alla sfera militare è centrale per comprendere al meglio ciò che andremo ad analizzare nel prosieguo del paragrafo.

Il sistema economico liberista sul quale si fondano le principali democrazie prende spunto dal pensiero dell’economista britannico Adam Smith, che pone il libero mercato al centro della società. Nel libero mercato i consumatori acquistano beni e servizi forniti da imprese le quali, si sfidano sul mercato come se fosse un campo di battaglia, dando luogo ad una vera e propria “guerra” dei prezzi.

Le imprese migliori - che riescono a sconfiggere l’avversario - non lo fanno casualmente, bensì adottando una precisa strategia, composta da linee di azione preordinate, che permettono di raggiungere il vantaggio competitivo decisivo, ai fini della vittoria.

Il vantaggio competitivo è l’aspetto più importante da raggiungere nella corretta gestione di un’impresa. In linea generale questo concetto viene espresso, in ambito economico e di performance, sotto il profilo della profittabilità: l’azienda che saprà generare all’interno del suo settore profitti più elevati rispetto agli altri concorrenti godrà di un vantaggio competitivo. Riassumendo, possiamo affermare che sia il generale di un esercito che il manager di un’impresa vincono la loro battaglia grazie ad una strategia.

Il concetto di strategia aziendale viene spesso confuso con la *vision* e la *mission* aziendale.

Sin dalla nascita, un’impresa deve avere bene a mente ciò che vuole divenire in futuro. Questa idea non rappresenta in alcun modo una strategia, in quanto non delinea un insieme di azioni da attuare. Si tratta invece della *vision* aziendale: una proiezione di un futuro ideale, in termini di valori e di obiettivi, che la società vuole raggiungere. Ad esempio, la *vision* di un’impresa che gestisce una catena di ristoranti in franchising potrebbe essere di aprire un punto ristoro in ogni parte del mondo.

Diverso è il concetto di mission aziendale. Questa rappresenta il fine ultimo di un'impresa, vale a dire la giustificazione stessa della sua esistenza. Mentre le vision possono essere condivise tra concorrenti operanti nello stesso settore, questo non è il caso per la mission. Sempre per riprendere l'esempio del franchising, è molto probabile che la vision delle due catene di ristorazione sia la stessa (espandersi geograficamente). È invece inverosimile che la mission sia condivisa tra le due società. Una catena magari avrà come missione quella di incentivare la consumazione di una particolare tipologia di cibo salutare mentre l'altra quella di promuovere le consegne a domicilio. La *mission* è dunque ciò che contraddistingue alla base un'impresa dalle altre.

Il concetto di vision e mission attiene alla pianificazione strategica e, pertanto, pone il nostro ragionamento in un'ottica di medio-lungo periodo. Tuttavia, le aziende compiono anche azioni che hanno o avranno un impatto nel breve termine, attività che non fanno parte della pianificazione strategica di un'impresa.

Si pensi ad esempio ad una campagna pubblicitaria. Questa avrà come scopo l'incremento delle vendite di un determinato prodotto nel breve periodo. Le campagne di marketing hanno generalmente un'ottica di brevissimo termine, anche se queste possono essere finalizzate al lungo periodo, ad esempio, impattando fortemente l'immagine di un determinato brand.

I progetti di lungo periodo sono invece quelli esplicitati all'interno del piano strategico di un'impresa, hanno un'ottica periodale molto più lunga e possono essere di vario tipo. Si pensi a tutti gli investimenti di una società sulla ricerca e lo sviluppo, le innovazioni o a tutte le operazioni di carattere straordinario.

Chiaramente, quando si tratta di futuro e di obiettivi, si deve anche pensare alla strategia: quell'insieme di azioni che permetteranno all'impresa di realizzare le proprie aspettative giungendo, nella migliore delle ipotesi, al traguardo futuro desiderato.

1.1.2) Strategie oceano blu, oceano rosso

In ambito aziendale si distinguono principalmente due tipologie di strategie, cosiddette oceano blu e oceano rosso, così definite da due economisti. Il sudcoreano W. Chan Kim, e il francese Renée Mauborgne. In una prima pubblicazione del 2005 (successivamente aggiornata nel 2015) del libro “Strategia oceano blu. Vincere senza competere¹” gli autori ritengono che la forte crescita e gli alti profitti che un'azienda può generare si realizzino creando nuova domanda in uno spazio strategico incontrastato - ossia l'oceano blu - evitando i confronti che si sarebbero altrimenti verificati in un ambiente molto più competitivo e denso di concorrenti: l'oceano rosso.

¹ W. Chan Kim, Renée Mauborgne, *Strategia oceano blu. Vincere senza competere*, Rizzoli 2015, ISBN 978-8817078702

Per le aziende risulta difficile creare questo spazio di mercato, soddisfacendo e creando una nuova domanda. Non a caso le imprese che riescono a raggiungere con maggiore facilità una strategia oceano blu sono le start-up, che dopo aver lanciato una business idea innovativa, possono navigare nel nuovo oceano da loro creato. Di converso, le grandi imprese hanno difficoltà, e spesso non lo desiderano neanche, di creare un nuovo ambito di mercato.

Ciononostante, al giorno d'oggi, visto il progressivo esaurimento di risorse offerte dal nostro pianeta e il probabile perdurare della già lunga crisi economica, nei prossimi anni è indispensabile che anche le imprese più grandi, in particolare quelle più colpite dalla contrazione economica, si attivino alla ricerca di nuovi settori. L'ambito trasversale a tutti i settori di attività che al momento offre le migliori opportunità alle imprese per raggiungere il proprio oceano blu, risiede nell'integrazione dei fattori ESG nei processi aziendali, ed è il tema che andremo ad affrontare nei seguenti paragrafi.

1.2) I fattori ESG e l'investimento responsabile

1.2.1) I fattori ESG

Una delle tematiche più attuali del momento sono i fattori ESG. Spesso il loro acronimo viene associato direttamente all'ambiente. Questo collegamento è solo in parte corretto, poiché l'ambiente non è l'unico fattore che compone questo acronimo. I tre elementi richiamati con le iniziali si basano sull'impatto che un'azienda può avere sull'ambiente e all'interno della società nella quale opera. Per affrontare gli argomenti che tratteremo in seguito risulta essenziale capire cosa si intende per ESG, e per farlo ci concentreremo su ognuna delle lettere che lo compongono.

E (environmental): come detto precedentemente, gli studiosi ed accademici che trattano i temi ESG spesso si concentrano sull'ambiente. Effettivamente questo risulta essere, non a caso, il primo dei tre fattori dell'acronimo. Il criterio ambientale è collegato agli impatti diretti ed indiretti che l'impresa provoca sull'ambiente (inquinamento dell'aria, dell'acqua, deforestazione ecc.) e sulle risultanze che il cambiamento climatico può avere sulla vita dell'impresa stessa (alluvioni, uragani, desertificazione ecc.). Il fattore ambientale deve essere integrato all'interno delle strategie dell'azienda affinché quest'ultima, durante l'attività imprenditoriale, riesca a contribuire favorevolmente allo sviluppo di un ambiente sostenibile e, nel contempo, non ne venga influenzata negativamente.

Il fattore E incorpora molteplici aspetti scottanti. Il cambiamento climatico, innanzitutto, e come l'attività produttiva possa avere dei forti riflessi su di esso e/o riceverne. Un tema conseguente risiede nel grado e nell'utilizzo delle energie rinnovabili durante il processo produttivo. La stessa diminuzione delle

emissioni di anidride carbonica è un tema importante da seguire per le aziende che desiderino integrare il fattore E nelle loro strategie.

S (social): questo criterio è collegato agli impatti (siano essi diretti o indiretti) che l'impresa ha sui propri stakeholder, in particolare i propri clienti, fornitori, collaboratori e la comunità locale. La particolarità e l'importanza di questo fattore è proprio il fatto che si basa su valori universali quali l'etica, i diritti umani, l'inclusione e l'uguaglianza. Per chiarire meglio possiamo fare degli esempi pratici. Molte società stanno sviluppando spese importanti in materia di Welfare, si pensi a tutte coloro che hanno creato all'interno dei propri uffici degli asili nido dove poter accudire i figli e le figlie dei dipendenti. È il caso di Unicredit ed Enel. Un altro esempio edificante proviene da Microsoft, la multinazionale statunitense che nel 2016 ha annunciato un investimento di un miliardo di dollari di donazioni in risorse cloud computing per le ONG. Si tratta di esempi importanti che le imprese, non solo quelle più grandi, stanno realizzando nel rispetto del fattore S.

G (governance): i criteri di governance si riferiscono al modo in cui l'azienda viene diretta, controllata ed amministrata. Si fondano sulla qualità e la diversità degli organi di controllo, la corretta retribuzione dei dirigenti, i diritti degli azionisti e la trasparenza all'interno della società, nonché la lotta contro ogni forma di corruzione. Molte società si sono impegnate a far sì che i loro consigli di amministrazione siano rappresentati, attraverso percentuali obbligatorie minime, da entrambi i generi, le cosiddette quote di genere. Nel 2011 (poi rivista nel 2015) è stata emanata, con effetti sulle aziende quotate nell'indice FTSE MIB, la c.d. legge Golfo-Mosca. La norma prevede che il genere meno rappresentato nei consigli d'amministrazione e nei collegi sindacali raggiunga almeno il 30% del numero dei membri eletti. Oltre a questo, molte società sono impegnate a combattere un'altra forma di discriminazione inaccettabile, il gender pay gap. Da un'analisi portata avanti dal Sole 24 Ore sulle disuguaglianze in ambito lavorativo, emerge infatti che le dirigenti donna guadagnano in media 11.213 € in meno dei dirigenti uomini. Dati che debbono per forza tendere ad uniformarsi nelle società che integreranno al meglio il fattore G.

È essenziale sottolineare che i fattori S e G sono fortemente connessi tra loro. Sebbene uno si basi su ciò che accade all'interno della governance aziendale mentre l'altro sull'impatto che la società ha sulla comunità circostante, entrambi si influenzano l'uno con l'altro. L'impresa, infatti, si trova all'interno di un macro-ambiente composto da vari sistemi, tra cui quello sociodemografico. Qualora l'impresa compia delle azioni che vadano a modificare la sua forma, ciò avrà delle conseguenze anche sul sistema adiacente. Vale anche il fenomeno contrario: determinate azioni che impattano fortemente la comunità attorno all'impresa, saranno accompagnate da decisioni in grado di intaccare la struttura della società.

1.2.2) L'investimento responsabile: l'azienda

Precedentemente la nostra analisi è stata incentrata sul ruolo dei tre fattori E, S e G, e di quello che vuol dire per una società integrarli. Ora si può procedere a definire un altro concetto di cui si sente molto parlare in questo periodo di incertezza economica e finanziaria: l'investimento responsabile (IR) o sostenibile.

Per IR si intendono tutte le azioni che hanno la finalità di limitare il rischio dell'investimento integrandolo con fattori di natura ambientale, sociale e di governance (ESG).

Questo tipo di pratica può essere analizzata da due diversi punti di vista: del risparmiatore e dell'azienda. Del risparmiatore se ne parlerà ampiamente nel capitolo successivo.

È giunto il momento di esaminare il comportamento di un'azienda, come decide e sceglie gli investimenti responsabili.

In ambito aziendale il concetto di investimento sostenibile è fortemente legato al lungo periodo. In effetti, l'investimento responsabile ha come obiettivo primario quello di creare valore non solo per l'azienda ma anche per la comunità nel suo complesso attraverso una strategia d'investimento orientata al medio-lungo periodo.

L'azienda ha un ruolo chiave nel valutare al meglio le interazioni con l'ambiente che la circonda e, dunque, anche le relazioni con gli organi istituzionali. Inoltre, è essenziale che l'impresa rispetti appieno la normativa vigente di cui parleremo nel paragrafo successivo.

Il compito dei manager è di integrare al meglio l'analisi finanziaria con quella ambientale, sociale e di governance; è necessario che tutti i vari livelli aziendali (direzionale, gestionale ed operativo) navighino nella stessa direzione.

A livello direzionale gli amministratori concorrono alla definizione degli obiettivi strategici. In un'ottica sostenibile a medio-lungo termine è necessario che essi optino per una strategia che gli permetta di raggiungere i rendimenti sperati integrando i tre fattori precedentemente discussi. Le informazioni fornite non vengono usate solamente all'interno dell'azienda, ma sono divulgate periodicamente all'esterno in quanto di forte interesse per tutti gli stakeholder ed elemento importante di natura reputazionale per ogni azienda.

Molto interessante la frase pronunciata recentemente, durante la presentazione del nuovo piano strategico, dal Direttore Amministrazione, Finanza e Controllo di Enel Alberto De Paoli, che ha ribadito la necessità di compiere nuovi investimenti per cambiare radicalmente l'economia verso una dimensione sostenibile: "This need of new investments, and the need to change the economy are now going together".

Il mondo sta cambiando e di conseguenza le società si stanno adattando a questi mutamenti. Ci troviamo in un periodo storico caratterizzato dall'innovazione. Questi momenti storici, secondo l'economista ceco Joseph Alois Schumpeter, sono contraddistinti da due aspetti fondamentali: l'incertezza e la velocità di movimento. Schumpeter riteneva che chi resisteva e dunque non si adattasse ai mutamenti dell'economia sarebbe stato destinato a fallire.

Attraverso una rivisitazione in chiave moderna del pensiero schumpeteriano possiamo affermare che i nuovi fattori ESG siano un'innovazione alle quali le aziende si devono adeguare, di conseguenza chi non si adatta e continua a mantenere strategie aziendali oramai passate, cadrà in fallimento risucchiato dalla velocità della transazione economica.

Molte aziende, infatti, al giorno d'oggi stanno innovando la loro vision ed i loro obiettivi futuri.

Non a caso, le più grandi società mondiali, tra cui Enel Spa hanno reso disponibile il loro piano strategico per gli anni 2021-2023 nonché la loro vision per il 2030.

Questi obiettivi vengono fissati direttamente dal gradino più alto nella gerarchia societaria. Spetterà a tutti i livelli fare in modo che queste azioni vengano effettivamente attuate.

Il ruolo del livello gestionale è quello di rendere attuabili gli obiettivi strategici fissati dal gradino gerarchico più alto. È proprio all'interno di questo livello che saranno gestite le varie risorse dell'azienda. Per le grandi imprese, il modello organizzativo più utilizzato è quello multi-divisionale. Ciò significa che ogni divisione avrà il compito di allocare ottimamente le proprie risorse. Oltre a questo, le diverse divisioni aziendali dovranno costruire un proprio budget e controllare progressivamente l'attività svolta dal livello inferiore. La costruzione dei budget divisionali rappresenta un elemento chiave per integrare al meglio l'analisi finanziaria con quella ESG.

Infine, vi è il livello operativo. Anche se gerarchicamente questo è il livello più basso dell'impresa, è anche il più importante. Senza quest'ultimo strato le aziende non potrebbero vivere. Qui si compie il processo produttivo. Il livello operativo ha un compito chiave soprattutto in materia ambientale in quanto il processo industriale (compiuto a questo livello) è quello che alla fine ha effettivamente un impatto diretto sull'ambiente. Se l'impresa vuole integrare al meglio il fattore E all'interno della strategia aziendale, è determinante che vi sia un forte controllo su tutto il processo produttivo e che quest'ultimo si compia nel rispetto e nei limiti delle norme ambientali.

Appare dunque evidente che se la società vorrà realizzare al meglio i propri obiettivi in chiave ESG non potrà avvalersi di un approccio Top-Down. In questo modo le decisioni sarebbero definite al vertice senza coinvolgere in alcun modo i livelli più bassi. Tradizionalmente questo approccio era il più usato vista la facilità e la riduzione delle tempistiche. Tuttavia, l'orientamento Top-Down presenta due limiti essenziali. Prima di tutto vi è uno scarso coinvolgimento proprio di coloro al centro del processo produttivo

dell'azienda. Oltre a questo, senza integrare tutti i livelli nel processo decisionale, si osserverà un eccessivo distacco del processo di pianificazione dalla realtà operativa dell'azienda e dalle problematiche concrete.

Sembrerebbe dunque più appropriato adoperare un approccio Bottom-Up. In questo modo le decisioni verrebbero sempre prese dal livello direzionale, ma solamente dopo una fase di studio su tutte le necessità fatte emergere dai livelli sottostanti.

Per coinvolgere al meglio nel processo decisionale tutti i vari livelli aziendali si può utilizzare un metodo chiamato *strategic thinking*. Quest'ultimo permette un'elaborazione della strategia basata sull'interazione tra i vari attori aziendali. In questo modo, si favorisce l'adozione di innovazioni strategiche e di comportamenti più congrui nel raggiungimento degli obiettivi aziendali. Questo approccio consente di bilanciare le decisioni dei vertici con le autonomie di ogni divisione. Uno strumento utile per rafforzare l'utilizzo dello *strategic thinking* è quello dello *scenario planning*. Si tratta di un processo che permette di elaborare diverse alternative possibili di contesti futuri. In questo modo si cercherà di capire come evolverà in futuro il settore in cui opera l'impresa ed in base a ciò si proveranno ad attuare adeguate strategie. Questa attività accompagnata dallo *strategic thinking* appare essere un'ottima soluzione per raggiungere determinati obiettivi in chiave ESG. Una visione fortemente orientata al lungo termine, con una rappresentazione di un possibile scenario futuro in cui sono coinvolti tutti i diversi attori aziendali è non solo utile ad integrare al meglio i fattori ESG, ma anche ad attuare strategie che permetteranno all'impresa di sviluppare un vantaggio competitivo rispetto ai concorrenti.

L'impresa può avvalersi di strumenti specifici per fare in modo che le strategie vengano condivise e attuate al meglio dai vari livelli aziendali. Uno tra questi è la *balanced scorecard* – scheda di valutazione bilanciata.

La *balanced scorecard* è stata sviluppata negli anni '90 dai due accademici statunitensi Robert Kaplan e David Norton. La scheda di valutazione bilanciata si basa su quattro prospettive diverse: una prospettiva finanziaria, del consumatore, interna all'impresa e di innovazione.

Lo strumento in questione permette di esplicitare al meglio la strategia dell'impresa e può fare da cerniera sull'obiettivo da raggiungere in chiave finanziaria e in materia di innovazione (ESG).

Questa scheda permette non solo di determinare i fattori chiave di successo della società ma consente a tutti i vari livelli d'impresa di avere una visione globale del modello d'azienda nel quale operano.

La *balanced scorecard* è uno strumento utilizzato esclusivamente internamente all'azienda. Ciò significa che in nessun modo i dati figuranti all'interno di essa vengano divulgati esternamente.

Se l'impresa vuole esplicitare ai propri stakeholder quali sono i passi compiuti nell'ottica di un investimento sostenibile dovrà avvalersi di un altro strumento: la dichiarazione non finanziaria.

Questo documento ha molte similitudini con il bilancio di esercizio civilistico ma si riferisce esclusivamente alle attività non finanziarie dell'azienda. L'Unione Europea ha definito questo tipo di bilancio come "L'integrazione volontaria delle preoccupazioni sociali ed ecologiche delle imprese nelle loro operazioni commerciali e nei loro rapporti con le parti interessate".

In questo documento si rendiconta agli stakeholder dell'impresa tutti quelli che sono i risultati raggiunti in ottica ambientale, sociale e di governance.

L'evoluzione della normativa europea ha portato ad una standardizzazione dei bilanci di sostenibilità in modo da rendere una maggiore trasparenza e una comparabilità gli uni con gli altri. Inoltre, tutte le società quotate² hanno l'obbligo della dichiarazione non finanziaria, dal decreto legislativo 254/2016, che deve essere pubblicata una volta l'anno contestualmente al bilancio civilistico.

1.3) I Piani sulla sostenibilità

1.3.1) Gli accordi internazionali e le imprese

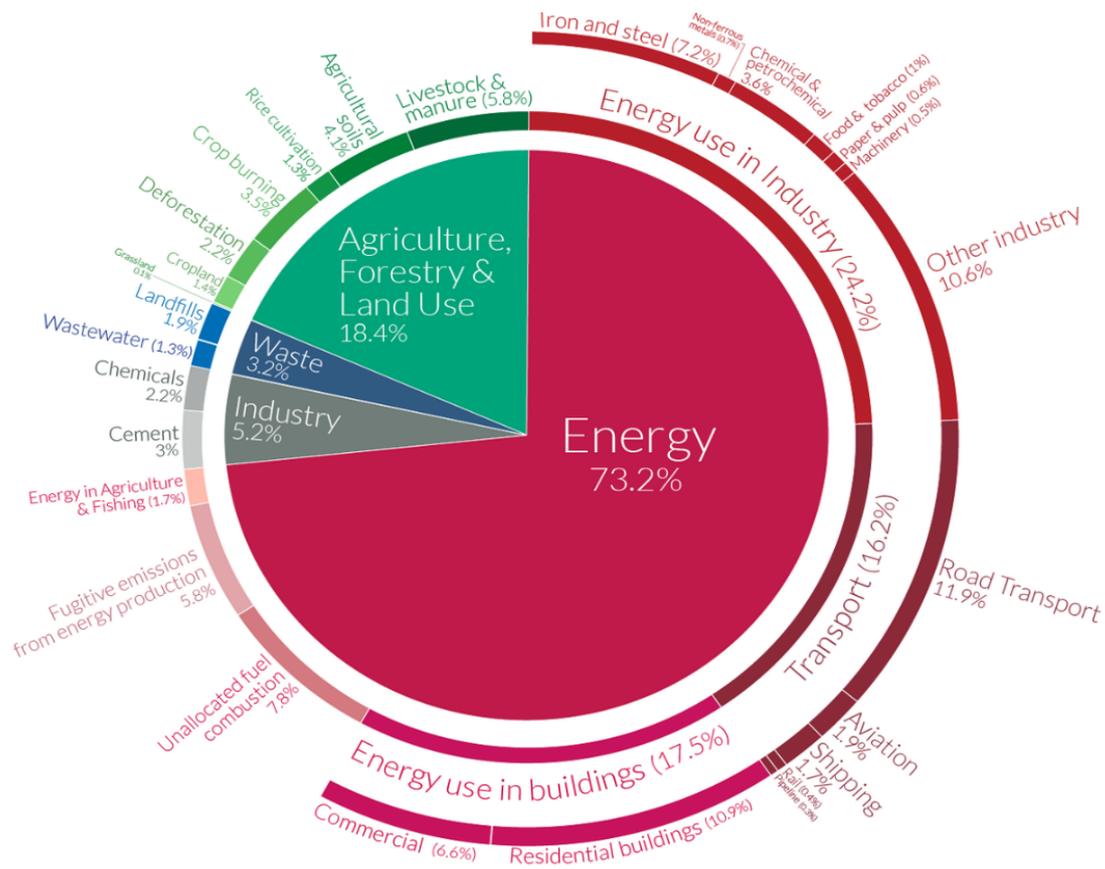
Da un po' di anni a questa parte, molti Paesi hanno compreso la necessità di attuare le misure opportune per ridurre il preoccupante aumento dell'inquinamento dell'aria e i problemi connessi al riscaldamento globale.

Dall'inizio degli anni Sessanta si è assistito ad un progressivo aumento del livello di CO₂ all'interno dell'atmosfera. Offuscata dal boom economico di quel periodo tali problematiche sono state ignorate dai vari governi internazionali. Tuttavia, alla fine degli anni '90 il problema è venuto a galla, non potendo più essere trascurato dai grandi attori mondiali. Diversi trattati ed accordi internazionali sono stati stipulati nella speranza di arginare il problema. Si ritiene essenziale riportare all'interno di questo elaborato un'analisi degli accordi raggiunti finora dai vari Stati e le conseguenze, non sempre del tutto positive, per le imprese.

Perché proprio le imprese?

² Dal 2017 la direttiva 2014/95/UE, del 22 ottobre 2014, modificativa della direttiva 2013/34/UE, rende obbligatoria la redazione del Bilancio di Sostenibilità a tutte le società quotate e taluni gruppi di grande dimensione. La direttiva 2014/95/UE è stata poi recepita in Italia con il d.lgs. 254/2016.

Grafico 1: emissioni gas a effetto serra per settore



Fonte: Global greenhouse gas emissions by sector, the World Resources Institute (2020), www.wri.com

Il grafico sovrastante, pubblicato nel 2020 dal World Resources Institute³, risponde efficacemente alla domanda, evidenziando i settori maggiormente responsabili di emissioni a effetto serra nel mondo. Si può notare come una gran parte delle emissioni di gas serra siano causate effettivamente dall'industria (24.2%). A questi vanno poi aggiunti altri cinque punti percentuali provenienti dall'industria chimica e dei materiali da costruzione (cemento). Inoltre, poco meno di un quinto delle emissioni mondiali sono dovute all'agricoltura e al sovra sfruttamento del territorio. Anche la costruzione di edifici ha un impatto non indifferente, con i suoi 6,6% di emissioni provenienti dalla costruzione di edifici commerciali.

Appare dunque evidente che più della metà delle emissioni di gas a effetto serra sono causate dall'industria. È da questa ragione che nasce la necessità dei Paesi industrializzati di essere i più impegnati a mitigarne gli effetti. In particolare, i governi hanno il compito di porre dei limiti alle emissioni, per questo motivo il soggetto economico più colpito da queste decisioni risultano le imprese.

³ Organizzazione no-profit fondata nel 1982 con sede legale a Washington D.C. È un istituto di ricerca mondiale composto da economisti, scienziati ed analisti. L'organizzazione è stata all'avanguardia della ricerca e della mobilitazione dell'opinione pubblica su questioni riguardanti il cambiamento climatico e le emissioni di gas serra.

1.3.2) I piani ambientali: l'UNFCCC e le COP

Nel 1992, a seguito della presa di coscienza da parte dei vari governi mondiali che il riscaldamento globale e l'inquinamento fossero dei problemi del pianeta, e non andassero più sottostimati, è nata l'UNFCCC⁴. Questa convenzione è nata durante il primo Earth Summit, la prima conferenza mondiale capace di riunire centoventi capi di stato e cento ottantanove paesi. Durante questo evento tenutosi a Rio de Janeiro dal 5 al 30 giugno 1992 si è definito per la prima volta il concetto di sviluppo sostenibile. “Lo sviluppo sostenibile è ciò che soddisfa le necessità delle attuali generazioni senza compromettere la capacità delle future generazioni di soddisfare le proprie”. Oltre a questo, fu redatta l'Agenda 21⁵ e instaurata la UNFCCC.

Gli accordi di Rio hanno come obiettivo principale di ridurre il surriscaldamento globale agendo sulle emissioni a effetto serra, ritenuto il principale responsabile. All'inizio, nel 1992, 154 nazioni aderirono al trattato, ad oggi i membri sono 188. Il trattato entrò in vigore solamente dopo due anni. Da quel momento i membri si sono incontrati venticinque volte in occasione delle COP⁶. In ognuna di queste conferenze vengono analizzati i progressi fatti dai diversi stati in ottica di cambiamento climatico e vengono discusse possibili nuove misure da attuare.

Il protocollo di Kyoto, discusso durante la COP 3, è il primo accordo internazionale che contiene gli impegni dei paesi industrializzati a ridurre le emissioni. Questo accordo è particolarmente importante, essendo uno dei primi a carattere vincolante. Firmato l'undici dicembre 1997 il protocollo di Kyoto è stato adottato da 37 paesi industrializzati con l'obiettivo di ridurre le emissioni di gas serra al fine di limitare il riscaldamento climatico.

Solamente otto anni dopo, nel 2005, l'accordo entra effettivamente in vigore. L'impegno dei vari governi era di ridurre di almeno il 5% le emissioni, entro il 2012, rispetto ai livelli raggiunti all'inizio degli anni Novanta.

Questo accordo, come gli altri di cui si parlerà successivamente, presenta dei limiti importanti. Molti grandi paesi industrializzati non accettano gli obiettivi prefissati dal protocollo. In effetti, la Cina, il Canada, gli Stati Uniti e l'Australia temono che queste limitazioni possano alterare ed in un qualche modo influire negativamente sul loro sviluppo economico. Gli USA hanno tuttavia firmato l'accordo nel 1997 senza mai ratificarlo. Al contrario, il Canada è uscito dal protocollo, aumentando peraltro le proprie emissioni del 18% tra il 1990 ed il 2012.

⁴ United Nations Framework Convention on Climate Change, in italiano la Convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici, anche nota come Accordi di Rio.

⁵ Un programma da attuare dai vari stati firmatari, con l'obiettivo di favorire lo sviluppo sostenibile. Il documento è costituito da quaranta capitoli e diviso in quattro parti principali, in ognuna delle quali vengono trattati temi di: dimensione economica, sociale, di governance e di conservazione e gestione delle risorse.

⁶ Conference of the Parties.

Un altro limite di questo accordo riguarda i paesi emergenti, grazie al loro status questi possono beneficiare di condizioni speciali e non rispettare alcuni paletti fissati dal Trattato.

Giunto a scadenza nel 2012 il protocollo di Kyoto è stato prolungato fino al 2020. Tuttavia, questa volta nemmeno il Giappone e la Russia lo hanno ratificato. Ciò prova la limitatezza di questo accordo, che oramai riguarda solamente il 15% delle emissioni mondiali.

Il protocollo di Kyoto è stato solo uno dei tanti accordi discussi nelle COP, tuttavia rimane uno dei più importanti vista la grande quantità di paesi che vi hanno aderito, per lo meno all'inizio.

Il trattato più attuale è stato però quello discusso durante la più recente COP 21 nel 2015 a Parigi ed infatti conosciuto come “gli Accordi di Parigi”.

Il 12 Dicembre 2015 gli stati membri dell'UNFCCC hanno raggiunto un accordo storico per far fronte al riscaldamento climatico ed intensificare le azioni in materia di emissioni. Al contrario del protocollo di Kyoto, gli Accordi di Parigi prevedono dei mezzi di sostegno finanziari e non, a favore dei paesi emergenti per aiutarli a raggiungere gli obiettivi prefissati dal trattato.

Il fine principale su cui ruota sostanzialmente l'accordo è quello di limitare l'aumento della temperatura mondiale. Entro il 2050 l'accordo vuole fare in modo che si abbia un aumento della temperatura globale inferiore agli 1,5 gradi celsius. Una crescita inferiore a questo livello permetterebbe di preservare numerosi ecosistemi e di ridurre la crescita del livello del mare.

L'accordo è entrato in vigore il 22 Aprile 2016 dopo che è stata raggiunta la condizione per la ratifica del trattato – vi devono aderire almeno 55 paesi, ed essi devono rappresentare almeno il 55% delle emissioni serra mondiali -.

Al contrario del protocollo di Kyoto, l'accordo di Parigi è entrato in vigore solamente dopo un anno invece di sette. Questa velocità prova che la rivoluzione ambientale stia decollando. Spetterà ora alle imprese attuare determinate misure per aiutare gli stati sovrani a ridurre le proprie emissioni.

Tuttavia, come si è visto precedentemente con il protocollo di Kyoto, anche questo trattato presenta dei limiti.

Questo accordo prevede che i diversi stati firmatari pubblichino ogni cinque anni gli NDC – Contributi Nazionali Determinanti -. Da quelli pubblicati nel 2020 prevale principalmente pessimismo. In effetti, il Climate Action Tracker, che analizza i progressi fatti dai trattati di Parigi, evidenzia che allo stato attuale gli NDC pubblicati dai vari governi non vanno ancora nella giusta direzione. Ciò significa che anche rispettando pienamente le misure prese dai vari stati non si riuscirebbe a ridurre l'aumento della temperatura globale al di sotto dei due gradi, come previsto dai Trattati. La maggior parte dei paesi sembrano adottare misure insufficienti o altamente insufficienti come definite dal New Climate Institute. Un altro grande limite di tutti questi trattati è il fatto che questi siano solo parzialmente coercitivi. In effetti, non sono previste sanzioni nel caso in cui uno stato non rispetti i paletti prestabiliti.

Inoltre, i paesi non sembrerebbero essere vincolati agli accordi, basti pensare al più o meno recente caso USA.

Nel 2016 Donald Trump, l'allora candidato alla presidenza degli Stati Uniti, denunciò pubblicamente gli accordi definendoli come una zavorra economica. Successivamente alla sua elezione, annunciò di voler uscire dagli accordi. Dopo un lungo processo durato più di due anni, il 4 Novembre 2019 gli USA uscirono effettivamente dagli accordi. Fortunatamente, subito dopo l'arrivo alla Casa Bianca del nuovo presidente Joe Biden gli Stati Uniti hanno aderito nuovamente ai Trattati, essenziali per la sopravvivenza del pianeta. Sebbene questi accordi presentino numerosi limiti, essi appaiono come un passo importante che si è finalmente compiuto nell'ottica di un futuro sostenibile.

1.3.3) I piani Ambientali: il Green Deal europeo

Per contrastare i problemi climatici ed ambientali sono state prese misure non solo a livello intercontinentale ma anche - più recentemente - a livello europeo.

Il 16 luglio 2019, Ursula Von der Leyen viene eletta, a maggioranza assoluta del Parlamento europeo, presidente della Commissione europea. Nel primo giorno del suo mandato, la Presidente, rappresentando la Commissione europea alla conferenza delle Nazioni Unite sul clima, annuncia il Green Deal europeo, il cui obiettivo è quello di fare dell'Europa il primo continente a impatto climatico zero entro il 2050: "la sfida è l'opportunità più grande del nostro tempo" dichiara la Von der Leyen.

Nel Dicembre del 2019 viene presentato ufficialmente dalla Commissione alle altre istituzioni europee e ai cittadini il Green Deal europeo. All'interno di questo documento sono illustrati dieci obiettivi, otto di carattere economico-ambientale e due di carattere finanziario, volti al raggiungimento e al superamento delle sfide legate al clima e all'ambiente.

Di seguito illustrati gli otto obiettivi di carattere economico-ambientale:

- 1) Rendere più ambiziosi gli obiettivi dell'UE in materia di clima per il 2030 e il 2050.

Nel marzo 2020 la Commissione Europea ha presentato la proposta per la prima 'legge per il clima' europea, volta a stabilire in modo chiaro ed efficiente le condizioni da attuare affinché l'obiettivo della neutralità climatica venga raggiunto entro il 2050. Nel settembre 2020, inoltre, la Commissione ha pubblicato una comunicazione sul piano per l'obiettivo climatico del 2030, accompagnata da una valutazione di impatto globale che ha rivisto la riduzione dell'emissione di CO2 di almeno il 55% entro il 2030.

- 2) Garantire l'approvvigionamento di energia pulita, economica e sicura.

Obiettivo centrale di questo punto è la decarbonizzazione del sistema energetico. Occorre dunque sviluppare un settore dell'energia basato prevalentemente su fonti rinnovabili, con una rapida eliminazione del carbone e la decarbonizzazione del gas.

3) Mobilitare l'industria per un'economia pulita e circolare.

Questo punto è sicuramente il più importante per l'analisi condotta dal presente elaborato. In effetti, la Commissione Europea ha stabilito che per avere in futuro un'economia circolare ad impatto zero è necessaria una piena mobilitazione dell'industria, cioè una trasformazione del settore industriale e di tutte le catene del valore. L'estrazione di risorse e i processi di trasformazione di materiali, combustibili e alimenti contribuiscono a circa la metà delle emissioni totali di gas effetto serra, per questo motivo è necessario un'intera riconversione delle catene di valore. Il Piano per il raggiungimento dell'economia circolare comprende una politica per i prodotti sostenibili volta alla riduzione e al riutilizzo dei materiali prima del loro riciclaggio, prevenendo l'immissione di prodotti nocivi per l'ambiente. Gli interventi si concentreranno sui settori ad alta intensità di risorse come quelli tessile, dell'edilizia, dell'elettronica e delle materie plastiche.

4) Costruire e ristrutturare in modo efficiente sotto il profilo energetico e delle risorse.

Per fronteggiare sia la richiesta di efficienza che di accessibilità energetica, l'UE promuove un'ondata di ristrutturazione di edifici pubblici e privati. Un'accelerazione nel progresso di ristrutturazione si muove di pari passo con un risparmio energetico e di risorse, impossibili oramai con edifici troppo vecchi.

5) Obiettivo "Inquinamento zero" per un ambiente privo di sostanze tossiche.

6) Preservare ecosistemi e biodiversità.

7) Dal produttore al consumatore, ecosistema sano e rispettoso dell'ambiente.

Questo obiettivo si basa principalmente sul settore agricolo. Molto importante soprattutto in chiave nazionale, in effetti anche nel 2020 l'agricoltura italiana è risultata essere prima in Europa per valore aggiunto⁷. Gli obiettivi che l'UE dovrà perseguire in questo ambito dovranno essere: garantire che gli europei possano contare su alimenti sani, economicamente accessibili e sostenibili; assicurare un giusto compenso economico nella catena alimentare; potenziare l'agricoltura biologica.

8) Accelerare la transazione verso mobilità sostenibile ed intelligente

La Commissione europea vede, per quanto riguarda la mobilità sostenibile e intelligente, una strategia volta a trasformare l'Unione in un'economia moderna in cui non ci siano più emissioni nette di gas serra entro il 2050. A riguardo, circa un quarto delle emissioni di gas a effetto serra dell'UE è derivante dai trasporti e per questo sono state proposte diverse manovre per limitare queste emissioni, tra cui la

⁷ Dati ISTAT 2021, stima preliminare dei conti economici dell'agricoltura anno 2020: 31,3 miliardi di euro, il valore aggiunto dell'agricoltura in Italia (17,9% del valore aggiunto all'interno dell'UE proviene dall'Italia). Flessione rispetto all'anno 2019 (-4,8%) a causa della crisi COVID-19.

realizzazione di un cielo unico europeo ed un forte incremento dell'uso delle ferrovie e delle navi per il trasporto merci.

Oltre agli obiettivi di carattere economico-ambientale vi sono anche due obiettivi finanziari, trasversali all'intero Piano. Il primo di questi è il finanziamento della transizione, che sarà sostenuta in parte dall'Unione Europea, ma non solo. Interessante il meccanismo di finanziamento di questo accordo. È stato stimato che il Green Deal abbia un costo pari ad un trilione di euro. Per attuare questo piano, 260 miliardi di € saranno stanziati direttamente dall'UE tra il 2020 ed il 2030. Per il resto sarà necessario un coinvolgimento del settore privato accanto a quello pubblico. Per raggiungere gli obiettivi prestabiliti dal Green Deal sarà dunque necessario che per ogni euro messo dal pubblico ve ne siano tre finanziati dal privato. È un meccanismo questo, basato di fatto sul modello macroeconomico IS-LM⁸ in cui un investimento pubblico è capace di fare da moltiplicatore e stimolare ulteriormente l'investimento privato. Il secondo obiettivo di carattere finanziario è quello di fornire aiuti ai paesi più indietro economicamente e per i quali risulta difficile attuare l'accordo europeo. Vi è la volontà da parte dell'Ue di non lasciare indietro nessuno, soprattutto i paesi che mirano ad una transizione ecologica giusta.

Risulta evidente quanto questo accordo europeo spinga ad una totale riconversione industriale e inciti una transizione verso la green economy da compiersi nel più breve tempo possibile. Centrale ancora una volta il ruolo delle imprese risultando sempre esse i soggetti economici più presi di mira. Non solo per il loro livello di emissioni, ma anche perché la riconversione industriale e lo stimolo alla nuova green economy deve necessariamente partire dagli attori chiave: i responsabili del processo produttivo.

Anche questo accordo è stato criticato ed alcune grandi organizzazioni mondiali ne hanno evidenziato i principali limiti. Una tra tutti l'ONG canadese Greenpeace. Le misure adottate all'interno dell'accordo non sono considerate sufficienti dall'organizzazione canadese, che considera queste proposte non in linea con gli accordi di Parigi, che si proponevano di limitare il riscaldamento globale a meno di 2°C. Per raggiungere tale obiettivo sarebbe necessaria una riduzione di almeno il 65% delle emissioni.

1.3.4) L'impresa sostenibile: il Global Compact ed il Libro Verde

Nel paragrafo precedente si è parlato di come gli stati siano giunti alla conclusione che il riscaldamento climatico fosse effettivamente un problema attuale e sono arrivati alla redazione di accordi e trattati, che se attuati dai membri firmatari avranno un forte impatto a livello mondiale.

⁸ Modello ideato da John Richard Hicks nel 1937. La curva IS rappresenta l'insieme delle combinazioni ottimali reddito equilibrio. La curva IS è data dalla relazione $Y = C + I + G + NX$. Ad un aumento di G (la spesa pubblica) aumenterà di conseguenza anche il reddito del paese (Y). Ciò avrà un effetto diretto sui consumi privati (C) e sugli investimenti (I), essendo questi ultimi correlati positivamente al reddito. Meccanismo analogo si verifica per il finanziamento del Green Deal.

Nel seguente paragrafo si cercherà di comprendere più specificatamente quali sono gli impulsi delle istituzioni internazionali a favore dell'impresa sostenibile.

Precedentemente si è data una definizione al concetto di sviluppo sostenibile e si è concluso che ciò rappresenti la capacità di soddisfare le necessità delle attuali generazioni senza compromettere la capacità delle future generazioni di soddisfare le proprie. Diverso è invece il concetto di impresa sostenibile. Una possibile definizione potrebbe essere quella data dall'indice sostenibile Dow Jones Sustainability Index: l'impresa sostenibile ha un approccio aziendale che crea valore nel lungo termine per i propri azionisti, gestendo rischi e cogliendo le opportunità derivanti da sviluppi economici, sociali ed ambientali.

Proprio per quest'ottica di lungo periodo le diverse istituzioni hanno stilato dei documenti che delineano i principi relativi all'impresa sostenibile, per incoraggiare e promuovere le aziende utilizzatrici di questo modello.

Il primo documento redatto in questa direzione è il Global Compact, o Patto Mondiale delle Nazioni Unite, stilato nel 2000 e che aveva lo scopo principale di promuovere il concetto di "cittadinanza" di impresa responsabile. Questo per fare in modo che l'impresa, insieme alle istituzioni, contribuisca alle sfide ambientali e sociali conseguenti alla globalizzazione. Il raggiungimento di tale obiettivo è possibile solamente qualora l'azienda includa valori di sostenibilità nella sua vision, nei processi produttivi e nelle azioni quotidiane.

A tale proposito il Global Compact delinea dieci principi universali in materia di diritti umani, lavoro, ambiente e lotta alla corruzione. Il Patto Mondiale non è uno strumento di regolamentazione, ma piuttosto un forum di discussione e una rete di comunicazione che include governi, aziende e organizzazioni internazionali, le cui azioni cercano di influenzare i comportamenti sostenibili delle aziende. Spetta alle singole imprese aderire a questi principi, l'applicazione dei quali viene poi controllata da un ufficio che fa diretto riferimento a sei differenti Agenzie delle Nazioni Unite, quali l'Ufficio dell'Alto Commissariato per i Diritti Umani ed il Programma delle Nazioni Unite per l'Ambiente.

Anche l'Unione Europea ha redatto un documento delineando una serie di principi da applicare per potersi definire impresa sostenibile. Pubblicato nel 2001 il Libro Verde nasce con l'obiettivo di promuovere un quadro europeo di sostenibilità per le imprese. Il documento sottolinea l'importanza della gestione delle risorse umane, la sicurezza sul lavoro e la riduzione dei consumi di risorse naturali. In primo piano, nel citato Libro Verde, le interazioni dell'azienda con l'ambiente esterno e la comunità locale, e viceversa.

Ancora in tema di sviluppo sostenibile, l'Unione Europea ha proposto una strategia denominata Europe 2020, avente a riferimento la crescita di lungo termine del continente.

Risulta evidente come non solo gli Stati, bensì anche le istituzioni internazionali, si interessino sempre di più alle tematiche della sostenibilità, ritenendole centrali anche per quanto riguarda il mondo dell'impresa. Possiamo dunque concludere che esiste un forte impulso da parte delle più rilevanti istituzioni internazionali,

finalizzato al raggiungimento di un modello di crescita sostenibile, guidato dal primo soggetto economico, le imprese.

1.4) La crisi Covid-19 ed il Next Generation EU

L'8 Marzo 2020 l'allora presidente del consiglio Giuseppe Conte fu costretto a emanare dei provvedimenti emergenziali contenenti misure stringenti volte al contenimento della pandemia Covid-19. Impossibile dimenticare quel 9 marzo 2020 in cui per la prima volta l'Italia fu chiusa in casa, in un lockdown generalizzato. La decisione del Governo costrinse le persone a restare bloccate all'interno delle proprie abitazioni rinunciando, per motivi di salute pubblica, allo scambio con il mondo esterno. La pandemia si diffuse velocemente nel resto del mondo obbligando diversi Governi ad attuare le stesse misure contenitive, costringendo gli operatori economici a sospendere le attività economiche (negozi, esercizi, attività produttive e di servizi, ritenute non essenziali) in tutto il territorio italiano e non solo.

Questa chiusura ha avuto un forte impatto sull'economia italiana mettendo a dura prova l'intero tessuto produttivo durante quei 59 giorni di lockdown.

La pandemia Covid-19 ha avuto e continua a produrre effetti devastanti sull'economia italiana poiché moltissime imprese hanno dovuto sospendere le attività, restringendo fortemente la produzione di beni e servizi durante gran parte del 2020.

Il 95% delle imprese in Italia sono microimprese, vale a dire un'azienda che occupa meno di 10 persone e realizza un fatturato annuo oppure un totale di bilancio annuo non superiori a 2 milioni di euro. Durante il lockdown la maggior parte di queste piccolissime imprese sono state costrette a chiudere contribuendo fortemente al crollo del PIL. Da un report dell'Istat del 4 Dicembre 2020 emerge che tra giugno ed ottobre 2020 oltre due terzi delle imprese italiane (il 68,4% del totale) hanno avuto riduzioni di fatturato rispetto allo stesso periodo del 2019. Per di più, 73 mila imprese sono state chiuse e tra queste, 17 mila con ogni probabilità non riusciranno a riaprire. Ciò indica che la crisi economica si sta protraendo nel tempo e sono necessarie misure volte a calmare le acque e portare un po' di serenità ai vari imprenditori.

La crisi non ha colpito solamente la produzione, ma vista la ormai nota correlazione tra i due mercati, si è riversata anche sui mercati finanziari. Basti verificare il crollo nel periodo subito antecedente al lockdown del FTSE MIB, indice di borsa che comprende le quaranta società italiane con maggiore capitalizzazione, sicuramente l'indice azionario più importante della borsa italiana. Tra il 18/02 ed il 12/03 del 2020 l'indice ha subito un crollo di circa il 41%, passando dal picco positivo di febbraio con un prezzo contrattato a 25.233€ al picco negativo di marzo pari a 14.894€. Se a febbraio l'indice ha raggiunto il suo massimo storico, a marzo ha raggiunto un picco negativo che non si verificava dall'ottobre del 2013.

Grafico 2: andamento indice FTSE-Mib su 5 anni



Fonte: Grafico 5 anni FTSE MIB, Borsa Italiana SPA, www.borsaitaliana.it

Per far fronte alla crisi economica e finanziaria si sono resi necessari interventi pubblici e misure del Governo volte a stimolare i consumi e gli investimenti. Oltre al Meccanismo Europeo di Stabilità, l'organizzazione internazionale che interviene per garantire la stabilità economica qualora vi sia il rischio di default di un Paese membro, l'Unione Europea ha deciso di adottare soluzioni condivise per il recupero economico della totalità degli stati membri. Per questo motivo nel luglio 2020 il Consiglio Europeo ha approvato il Next generation EU (NGEU).

L'obiettivo di questa c.d. facility è di arginare i danni causati fino a questo momento dalla crisi pandemica. L'intesa finale sull'accordo è arrivata il 18 dicembre 2020. Il fondo stanziato dall'UE prevede 750 miliardi per i vari stati membri. L'Italia avrà accesso a più o meno il 28% dell'intero fondo: 209 miliardi (ridotti a 195,5 l'8 marzo 2021), di cui circa il 40% in sussidi mentre la restante parte in prestiti.

Gli Stati dovranno inviare entro il 30 aprile 2021 il proprio piano nazionale di ripresa e resilienza (PNRR) che dovrà successivamente essere approvato dal consiglio dell'Unione Europea.

Nella stesura dei piani nazionali i governi dovranno seguire le linee guida predisposte dalla Commissione Europea. Tra questi criteri i principali riguardano la sostenibilità ambientale, l'equità e la stabilità economica.

È essenziale riportare alcuni dati relativi ai settori su cui punta NGEU. Ai fini del nostro elaborato giova ricordare che i piani nazionali dovranno prevedere il 37% della spesa nell'ambito della green economy. Quando si tratta di green economy non bisogna pensare solamente ad investimenti di tipo ambientale. In effetti,

l'economia verde è l'attività economica che si traduce in un miglioramento del benessere umano e dell'equità sociale, riducendo notevolmente i rischi ambientali e la scarsità di risorse. Questo modello economico si attiene alle regole, ai principi e ai criteri dello sviluppo sostenibile, al contrario degli altri modelli economici, così detti grigi o neri, che favoriscono l'inquinamento e al sovra sfruttamento di risorse non rinnovabili.

La Commissione ha inoltre previsto che almeno il 20% degli investimenti dei piani nazionali dovrà finanziare direttamente la transizione digitale.

Il fondo NGEU opera su due piani diversi: finanziario ed economico.

Sul piano finanziario, occorre premettere che la strettissima collaborazione tra gli Stati membri e i vari organi dell'UE, ha stimolato positivamente i mercati. Sebbene i fondi non siano ancora stati erogati, una delle caratteristiche dei mercati finanziari è quella di anticipare i movimenti, e così è stato anche in questa occasione. In effetti, è fortemente diminuito lo spread BTP-BUND ed i tassi d'interesse dei paesi più fragili finanziariamente.

Sul piano economico NGEU è un'opportunità epocale. Da un punto di vista di crescita potenziale e a lunghissimo periodo, infatti, NGEU rappresenta una delle opportunità più significative del nostro tempo, che renderà possibile finanziare ciò che in Italia e in molti altri Paesi non si sostiene ancora in quantità adeguata: ad esempio la green economy. La crescita degli investimenti all'interno della green economy farà da motore alla ripresa economica e potrebbe costituire l'opportunità di una vera e propria transazione economica.

Risulta dunque evidente quanto i fattori ESG di cui si è parlato precedentemente ancora una volta risultino al centro del dibattito. Le imprese dovranno integrarli al meglio, essendo questi ultimi al centro della transazione economica e rappresentando il vero motore della crescita per uscire dalla crisi.

All'interno di questo primo capitolo si è trattato di strategie aziendali e di come esse rappresentino una parte essenziale dell'attività d'impresa. Si è successivamente discusso su come queste strategie possano essere integrate con i nuovi fattori ESG. In seguito, si è andati alla ricerca di una definizione di investimento responsabile. Riguardo a questo tema ci si è posti dal lato dell'azienda, analizzando le varie sfaccettature del termine. Proseguendo il discorso si è trattato dei piani internazionali sulla sostenibilità analizzando innanzitutto il motivo per il quale le aziende costituiscano il soggetto centrale di questi accordi. In un secondo tempo, analizzando i più rilevanti Trattati internazionali in essere si è potuto delineare una sorta di nuovo quadro regolamentare "green" che le imprese dovranno seguire d'ora in avanti. Come ultimo punto, non si poteva non discutere della crisi pandemica che sta colpendo il mondo intero. Questo argomento ci ha fornito l'occasione di analizzare i piani europei per il risanamento economico, sottolineando il ruolo chiave che la green economy svolgerà in questa direzione.

Risulta dunque evidente, già dopo l'analisi affrontata all'interno di questo primo capitolo, la rilevanza finalmente riconosciuta ai fattori ESG. Le aziende non possono più permettersi di trascurarli, devono adeguarsi all'economia "ESG" e provvedere all'immediata integrazione ottimale di tutti e tre i fattori all'interno delle strategie aziendali. Importante ricordare che, sebbene la maggior parte degli accordi internazionali riguardi e si focalizzi specialmente su tematiche ambientali, le aziende dovranno integrare al meglio anche gli altri due criteri, quello sociale e di governance. La transizione economica di cui si è ampiamente discusso in precedenza non potrà compiersi senza un coinvolgimento ottimale di tutti i soggetti economici e dei tre fattori ESG. Nel capitolo seguente l'analisi si sposterà sul lato della finanza e sui nuovi strumenti sostenibili. Questo ci darà l'occasione di discutere dell'integrazione dei fattori ESG all'interno di un portafoglio di investimento e come questi siano determinanti al fine di valutare al meglio il profilo finanziario di un'impresa. Inoltre, si analizzerà il processo tradizionale di valutazione aziendale evidenziandone i limiti per cercare di comprendere il perché i tre fattori ESG risultino cruciali anche nei processi di valutazione dell'impresa.

Capitolo 2: I fattori ESG: una rivoluzione finanziaria per imprese e mercati

2.1) La finanza sostenibile

2.1.1) La finanza sostenibile, uno stimolo alla green economy

Nel capitolo precedente si è analizzato come il nuovo Recovery Plan abbia l'obiettivo di stimolare ulteriormente la green economy, a sostegno della transizione economico-finanziaria che il mondo sta vivendo negli ultimi anni, e soprattutto nell'ultimo a causa della pandemia. La finanza sostenibile è un aspetto trasversale essenziale. La green economy, infatti, viene identificata come una parte macroeconomica della transizione, e può essere studiata a livello delle politiche economiche dei vari stati che poi si riflette sul funzionamento delle imprese attraverso normative e conseguenti vincoli da rispettare. La finanza sostenibile, invece, nasce dalle aziende stesse e da altre categorie di soggetti che fanno ricorso al mercato dei capitali per finanziarsi emettendo strumenti finanziari con particolari caratteristiche. Strumenti che saranno oggetto della trattazione nei paragrafi successivi.

Prima di concentrare la riflessione sulla crescita esponenziale della finanza sostenibile e al ricorso a quest'ultima da parte delle aziende, bisogna provare a identificarne una definizione più specifica.

La finanza sostenibile si riferisce a qualsiasi forma di operazione finanziaria che integri criteri ambientali, sociali e di governance (ESG) nelle decisioni aziendali o di investimento. Con il termine finanza sostenibile si vuole conciliare il concetto di sviluppo sostenibile, pertanto non esclusivamente ambientale, a quello dell'attività finanziaria. Il legame tra sostenibilità e finanza si sta così rafforzando nel corso del tempo; sempre di più le società che devono raccogliere capitale sul mercato vengono misurate dagli investitori attraverso il modo in cui si confrontano con le tematiche riguardanti i fattori ESG. Grazie a questo meccanismo lo stesso mercato finanziario può promuovere il concetto di sostenibilità contribuendo, nel suo insieme, allo sviluppo e alla creazione di valore in termini economici, ambientali e sociali. Di conseguenza un mercato è definito come sostenibile se garantisce e migliora l'efficienza economica, la prosperità e la competitività sia nel breve che nel lungo termine, contribuendo nel contempo alla protezione e al ripristino dei sistemi ecologici e al miglioramento della diversità culturale e del benessere sociale.

Di fatto, un'operazione di finanza sostenibile viene identificata attraverso tre caratteristiche specifiche. Innanzitutto, l'economicità dell'operazione, ossia i ricavi devono coprire i costi. Un'operazione può infatti essere definita come sostenibile solamente se vi è un rendimento finale per l'investitore. In secondo luogo, un investimento è definito sostenibile solamente se orientato al medio-lungo periodo e non ha carattere temporaneo. Infine, l'investimento deve necessariamente integrare al meglio i fattori ambientali, sociali e di governance. Se risponde a questi tre punti l'investimento può essere considerato sostenibile.

Le attività che rientrano sotto questa definizione includono, ad esempio, fondi sostenibili, green bond, impact investing, microcrediti, proprietà attiva, crediti per progetti sostenibili e lo sviluppo dell'intero sistema finanziario in modo più sostenibile.

Nel marzo del 2018 la Commissione Europea ha pubblicato un Piano in cui vengono illustrate le strategie finalizzate all'adozione, all'interno dei mercati finanziari europei, delle misure necessarie alla transizione sostenibile del sistema. Il "Piano di Azione per la finanza sostenibile" segue le orme dei suoi predecessori, rafforzandone i paletti precedentemente predisposti nelle strategie intergovernative fissate nell'Accordo di Parigi e dall'Agenda 2030 delle Nazioni Unite.

All'interno del documento della Commissione vengono delineate dieci strategie da condividere dagli Stati membri all'interno dell'UE. Le finalità dettate dal piano sono sostanzialmente tre:

- canalizzare gli investimenti finanziari verso un'economia maggiormente sostenibile,
- considerare la sostenibilità nelle procedure per la gestione e la valutazione dei rischi (specialmente per gli intermediari finanziari),
- stimolare gli investimenti di lungo periodo rafforzando la trasparenza dei mercati.

Il piano di Azione si focalizza su argomenti particolarmente importanti e cruciali per favorire il raggiungimento della transizione, primo fra tutti l'obbligo della rendicontazione non finanziaria da parte delle imprese, rafforzata ancora di più dal Piano della Commissione. Il consolidamento di questa tematica nel Piano di Azione ha soprattutto natura qualitativa. Oltre alla mera rendicontazione, infatti, il documento incoraggia i soggetti economici ad integrare i fattori di sostenibilità nel processo decisionale degli organismi di governance e a rendere più stringenti gli obblighi di comunicazione (disclosure) da parte delle imprese.

Per interpretare al meglio le strategie illustrate dalla Commissione occorre fare riferimento alla pubblicazione, da parte dell'ESMA⁹, delle linee guida sui "Disclosure Requirements Applicable to Credit Ratings". Nel Piano, infatti, si fa riferimento all'integrazione dei fattori ESG nei giudizi di rating. Lo stesso vale non solo per le agenzie di rating bensì anche per la categoria degli intermediari finanziari. Questi ultimi, vengono esortati dal Piano ad integrare nel processo di valutazione del rischio anche i fattori ESG¹⁰ soprattutto per quanto riguarda il rischio fisico e il rischio di transizione. Infine, il Piano si concentra anche su quelli che sono i nuovi strumenti finanziari "green". A tale proposito la UE ha predisposto una propria tassonomia, (Regolamento UE 2020/852) mentre la Commissione Europea ha designato un gruppo di esperti di finanza sostenibile con il compito di individuare, fra le altre cose, quali titoli di debito si possano effettivamente definire come green bond. I nuovi rating ESG, l'integrazione dei fattori ESG nella valutazione del rischio da parte delle banche e i nuovi

⁹ L'ESMA è un organismo dell'Unione Europea facente parte del SEVIF (Sistema Europeo di Vigilanza Finanziaria). L'ESMA rappresenta l'autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati. Uno dei compiti principali è quello di vigilare sulle agenzie di rating del credito. Questa vigilanza deriva dall'assenza di trasparenza che vi era precedentemente all'interno di queste agenzie e che di fatto aveva fortemente contribuito all'inizio della crisi finanziaria nel 2007.

¹⁰ Direttiva 2019/2034 e il Regolamento 2019/2033. Per il controllo di ciò viene conferito mandato all'EBA di valutare la potenziale inclusione dei rischi ambientali, sociali e di governance.

strumenti finanziari risulteranno essere parte integrante dell'elaborato e verranno analizzati sequenzialmente all'interno di questo capitolo.

Nel capitolo precedente si aveva avuto modo di studiare i vari piani mondiali ed europei riguardanti l'ambiente e lo sviluppo sostenibile. In questa parte invece, ci si è concentrati su un nuovo documento riguardante la finanza sostenibile. Vista l'interrelazione tra i trattati e tra le azioni compiute dai vari attori economici si può affermare come la finanza sostenibile risulti essere effettivamente uno stimolo all'economia circolare. Risulta inoltre evidente a questo punto dell'analisi, come i diversi trattati, documenti e accordi siano interconnessi e complementari tra di loro. Ogni singola firma nel corso degli anni ha contribuito a costruire pezzo dopo pezzo un'unione sempre più sostenibile e a realizzare un'ottica di *forward looking* che lentamente sta entrando a far parte del funzionamento dei sistemi economici e nella quotidianità dei soggetti economici.

2.1.2) Una tematica sempre più attuale

Le aziende fanno sempre maggiore ricorso al mercato dei capitali per finanziarsi e sempre meno agli istituti bancari. Mentre le aziende europee tradizionalmente si sono sempre appoggiate di più alle banche per chiedere finanziamenti, al contrario le aziende americane (USA) hanno sempre avuto una forte tradizione di ricorso al capitale di rischio. Tuttavia, sebbene gli Stati Uniti siano tutt'ora il primo paese in cui il maggior numero di aziende raccoglie il capitale attraverso il mercato, anche la Francia e la Germania stanno crescendo molto in questa direzione. Inoltre, mentre tempo fa gli investitori erano scettici e vedevano con diffidenza gli investimenti sostenibili e gli strumenti finanziari green, ora il trend sembrerebbe esattamente l'inverso. Infatti, durante gli ultimi anni vi è stato un progressivo aumento del finanziamento attraverso i mercati e dunque, quale soluzione migliore se non finanziarsi a lungo termine attraverso strumenti sostenibili?

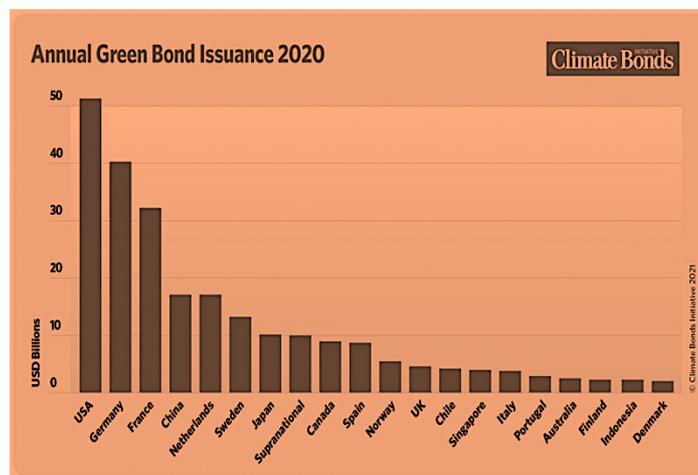
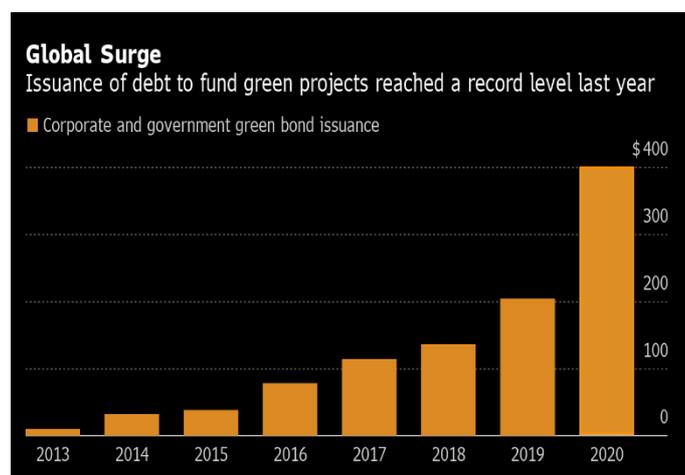
È proprio per questo motivo che oltre ad un progressivo aumento di investitori e debitori presenti sui mercati si è assistito anche a una crescita esponenziale degli investimenti sostenibili in generale.

Nel grafico sottostante di Bloomberg¹¹ si può notare come dal 2017 ad oggi siano praticamente quadruplicate le emissioni di green bonds da parte di aziende ma anche da governi. Moody's ritiene che nel 2021 da 400 miliardi si arriverà fino a 625 miliardi di titoli green emessi. È inoltre sorprendente come la Francia e la Germania risultino essere fra i primi tre paesi al mondo per l'emissione di green bonds. Una prova concreta che sempre più Paesi stiano effettivamente remando verso la direzione auspicata. La partecipazione significativa dei due grandi Paesi europei nell'emissione di strumenti green trova riscontro nel fatto che nel corso del 2020 Germania e Francia hanno rispettivamente stanziato 12,8 miliardi e 6,9 miliardi di euro. Non a caso i due paesi rappresentano all'interno dell'UE il motore della transizione green.

¹¹ Il portale Bloomberg da cui è preso il grafico è una delle più importanti piattaforme riguardanti l'analisi e la diffusione di notizie sulla finanza ed i mercati. Il grafico sottostante è basato su dati Moody's del 2020, Bloomberg si occupa per lo più dell'aggregazione, della rielaborazione e della pubblicazione dei dati.

Grafico 3: l'aumento di emissioni di green bond dal 2013 al 2020.

Grafico 4: l'emissione di green bond nei diversi Stati del mondo.



Fonte: Bloomberg, Moody's issuance of debt to fund green projects, including social and sustainability bonds, www.bloomberg.com, 04/02/2021

Fonte: Initiative Climate Bonds, Top 20 Countries for Annual Green Bond Issuance, www.climatebonds.net, 24/01/2021

Visto il rapido sviluppo della finanza sostenibile degli ultimi anni e la crescita di strumenti finanziari aventi caratteristiche ESG scambiati sui mercati, anche Borsa Italiana S.p.A. sta compiendo innovazioni importanti in questa direzione.

Borsa Italiana è consapevole che gli investitori stiano maturando un maggiore interesse per investimenti responsabili e che le società hanno recepito che una crescita sostenibile a basso impatto ambientale sia oggi imprescindibile. Proprio per questo motivo Borsa Italiana ha voluto aumentare la consapevolezza di tutti gli operatori presenti sui mercati, attraverso la divulgazione di piani e processi riguardanti lo sviluppo sostenibile.

La Borsa, infatti, non svolge unicamente il ruolo di piattaforma di scambio, bensì agisce da intermediario per facilitare e promuovere il dialogo tra investitori e aziende, sostenendo processi di crescita sostenibile. Se da un lato le imprese integrano i fattori ESG all'interno del loro processo produttivo, e se dall'altro gli investitori propendono sempre di più per investimenti sul medio/lungo periodo in questa tipologia di imprese, la Borsa ha così la possibilità di emettere ed investire in strumenti finanziari i cui fondi raccolti siano destinati a finanziare esclusivamente progetti sostenibili. Si crea in questo modo il terreno più fertile per l'emissione di green, social e *sustainability linked* bonds.

Borsa Italiana ha creato un segmento chiamato Green & Social per fornire una vetrina agli investitori in cui vengono esposti tutti gli strumenti per finanziare progetti di natura sociale ed ambientale. Uno dei punti cardine dei progetti sostenibili è basato sulla trasparenza dei mercati. Risulta dunque necessario che all'emissione dei

titoli di debito l'emittente elabori un framework in cui descriva come verranno usati i proventi. In assenza di questa comunicazione, la Borsa Italiana non può qualificare questi strumenti come sustainable bonds. È inoltre essenziale che questo framework prima di essere pubblicato sia accompagnato da una *assurance* (revisione) esterna indipendente (*second party opinion*). La revisione si focalizzerà sull'intero programma dell'azienda che ha come volontà quella di emettere questi strumenti. Infine, le società saranno tenute ad una rendicontazione periodica sull'avanzamento dei progetti e sull'uso e l'impatto dei rispettivi proventi. Risulta dunque evidente che i titoli vengono riconosciuti green, social o sustainable solo dopo un'analisi approfondita basata su criteri oggettivi.

Borsa Italiana offre numerose opportunità agli investitori di allocare denaro in strumenti specifici con benefici di natura ambientale e sociale. Va sottolineato in questa direzione che Borsa Italiana S.p.A fa parte della Sustainable Stock Exchange Initiative¹² sostenuta dalle Nazioni Unite, iniziativa che delinea i principi fondamentali delle obbligazioni sostenibili. Inoltre, ha contribuito fortemente alla definizione del Green Bond Standard dell'Unione Europea ed è partner ufficiale di Climate Bonds Initiative.

Arrivati a questo punto dell'analisi risulta evidente come anche Borsa Italiana, il principale mercato di scambi nazionale, stia remando nella stessa direzione degli accordi, favorendo il progresso e lo sviluppo sostenibile. In effetti, Borsa Italiana sembrerebbe rispondere pienamente alle richieste dettate dalle Nazioni Unite nell'Agenda 2030. All'interno di questa agenda sono elencati 17 obiettivi per lo sviluppo sostenibile da raggiungere entro l'inizio del prossimo decennio. Ciò prova effettivamente quanto il mondo finanziario sia parte integrante della società e come esso possa fungere da motore allo sviluppo ed al cambiamento.

2.2) I Rating ESG

2.2.1) I rating classici

Quando si parla di rating in finanza si intende una valutazione del rischio di credito di un potenziale debitore, che prevede la sua capacità di rimborsare il debito e una previsione implicita della sua probabilità di insolvenza. Il rating rappresenta un vero e proprio score fornito da un'agenzia a seguito di un'analisi qualitativa e quantitativa sulle capacità di solvibilità del debitore. L'agenzia non solo analizza i dati forniti direttamente dal debitore, bensì ricerca anche altre informazioni, quali notizie e aspettative dei vari creditori, per fornire una valutazione finale completa ed esaustiva.

Esistono diversi tipi di rating. Generalmente in finanza si fa riferimento al rating di credito, nel quale le agenzie emettono un punteggio sul debito di una società, la loro capacità d'indebitamento e la loro affidabilità.

¹² SSE (Sustainable Stock Exchange Initiative) promuove gli investimenti aziendali nello sviluppo sostenibile. È un progetto delle Nazioni Unite nato nel 2009 a New York sotto la guida dell'ex segretario generale dell'ONU Ban Ki-Moon.

Tuttavia, esistono altre tre categorie di valutazione delle agenzie. Il rating di credito internazionale: ha come obiettivo quello di valutare i rischi di cambio di una valuta estera nella propria. Il rating sul debito delle nazioni: si basa sulla capacità dei paesi a rimborsare i titoli di stato emessi. Ed infine il meno comune, il cosiddetto “country ceiling rating” che esprime un giudizio sul rischio di investimento in uno Stato, che possa bloccare uscite di capitale.

Sul panorama internazionale le grandi agenzie di rating sono tre: Standard & Poor's, Moody's e Fitch. Le quote di mercato sono rispettivamente 39%, 40% e 16%. Queste società si sono sviluppate tutte all'inizio del secolo scorso per colmare le asimmetrie informative presenti sui mercati. Per stimare il rating queste agenzie si rifanno a fonti qualitative e quantitative a seconda del loro metodo di analisi. Queste società possono emettere uno score sia per il breve che per il lungo periodo. Tuttavia, l'elaborato si concentrerà in particolare sul lungo periodo, anche perché uno dei tre pilastri della finanza sostenibile, come detto precedentemente, è proprio l'orientamento al lungo termine.

Lo score assegnato è basato su una scala di valori che varia da agenzia ad agenzia. Tuttavia, la scala è sempre alfabetica. I giudizi variano da “AAA” punteggio che esprime il massimo grado di solvibilità di un debitore fino a “D” in cui l'insolvenza del debitore è praticamente certa. Si possono dividere in questo modo gli investimenti in due categorie distinte. Fino ad un minimo di tripla B gli investimenti vengono detti sicuri, e spesso anche investitori istituzionali, come ad esempio le banche commerciali, allocano denaro in titoli emessi da questi soggetti. Al contrario, al di sotto di questa soglia gli investimenti vengono detti speculativi. Questi titoli più rischiosi sono anche più redditizi e sono spesso fonte di impiego da parte di grandi fondi speculativi o piccoli investitori retail.

Queste agenzie però hanno evidenziato forti limiti nel corso degli anni, non solo impattando le imprese valutate ma anche il sistema economico più in generale. Queste perplessità sulle agenzie di rating nacquero per la prima volta nel 2001 a seguito dello scandalo Enron, una multinazionale statunitense nel campo dei servizi energetici, fu accusata di usare trucchi contabili e complessi strumenti finanziari per ingannare i propri investitori. Lo scandalo che coinvolse le agenzie di rating fu il fatto che quest'ultime valutarono la Enron positivamente pochi giorni prima del collasso, sollevando molti dubbi sulla loro effettiva trasparenza e professionalità. Ma questo caso non fu l'unico perché nel 2007 le agenzie di rating furono accusate di valutazioni sbagliate che portarono al collasso del sistema finanziario nel 2007 ed al fallimento di Lehman Brothers. Questa volta, le agenzie furono accusate di aver valutato troppo positivamente dei CDO¹³ che al loro interno detenevano strumenti derivati collegati al pagamento dei c.d. mutui subprime: ossia accessi a beneficio di soggetti con rischio di credito elevato detentori uno o più mutui. Ovviamente a seguito del collasso del mercato immobiliare e

¹³ Collateralized Debt Obligations. Sono dei pacchetti di ABS (Asset Backed Security), strumenti finanziari emessi a seguito di un'operazione di cartolarizzazione. Nel 2007 i CDO erano composti da centinaia di MBS (Mortgage Backed Security), una particolare tipologia di ABS legata al pagamento dei mutui sul mercato immobiliare.

finanziario, che in quel periodo erano fortemente legati tra loro, le agenzie vennero imputate tra le principali colpevoli della crisi finanziaria-economica del 2007/08.

La mancanza di trasparenza è però solo un limite di questi rating c.d. classici. Le valutazioni da parte delle agenzie prendono in considerazione solo indici di bilancio, il capitale di cui dispone un'azienda e la liquidità detenuta in confronto ai rischi. Le agenzie non prendono in considerazione in alcun modo in questi punteggi come l'impresa impatti l'ambiente e la comunità e viceversa.

2.2.2) I Rating “etici”

I numerosi limiti riscontrati nella metodologia di valutazione classica del credito e l'incremento dell'utilizzo di tecniche finanziariamente sostenibili hanno favorito la nascita di una nuova tipologia di rating. Questi non prendono in considerazione solamente indici reddituali e di performance aziendale, bensì si concentrano anche sui fattori di cui si è parlato fino a questo momento.

La valutazione ESG analizza la capacità di un'azienda di prepararsi ad eventuali rischi ed opportunità future. Questo nuovo metodo di scoring è uno strumento ideale per gli investitori in quanto fornisce una valutazione a lungo termine sulle imprese valutando non solo il loro bilancio, bensì anche il loro business model. In questo modo si riesce a valutare al meglio gli impatti dei fattori ESG sull'impresa nel passato, nel presente e nel futuro.

Per le aziende risulta dunque cruciale detenere dei punteggi elevati in ambito ESG a causa di varie ragioni. Innanzitutto, una valutazione etica da parte di una grande agenzia permette di amplificare il marchio dell'impresa e sottolineare come quest'ultima sia pienamente cosciente dell'importanza dei fattori ambientali, sociali e di governance. Un alto punteggio permette anche di evidenziare l'ottica di forward looking dell'azienda e come questa sia in grado di rispondere a rischi e ad opportunità future. Infine, essere presenti in alcuni rating ESG per le società rappresenterebbe un'opportunità di accrescere e migliorare le relazioni con i propri stakeholder.

Sono numerose le agenzie che forniscono rating etici. Standard & Poor's è stata una delle prime ad introdurre questa tipologia di valutazione ed è interessante studiare il loro metodo di analisi. Comprendere il metodo usato da S&P aiuterà a comprendere l'importanza di queste nuove valutazioni e come queste ultime vengono compiute. L'azienda statunitense ha creato un proprio indice di valutazione chiamato SAM ESG rating. Lo score attribuito da questo rating viene calcolato analizzando due aspetti essenziali della società: come questa integra i fattori ESG e la sua preparazione al futuro in materia di rischi ed opportunità. La valutazione finale comprende un punteggio che può andare da 1 (punteggio più basso) fino a 100.

Per ogni società vengono analizzati criteri ambientali, sociali e di governance. Sul piano ambientale S&P prende in considerazione vari fattori tra cui le emissioni di gas serra durante il processo produttivo, l'utilizzo dell'acqua e il sovra sfruttamento delle terre. A livello sociale vengono analizzati diversi parametri tra cui il

livello di relazione con la comunità in cui è presente l'impresa, il tipo di relazione con i consumatori e la sicurezza sul lavoro. Sul fattore governance la valutazione viene compiuta da un punto di vista etico e sociale. Per questo tipo di analisi viene preso in considerazione anche il Paese in cui è situata l'azienda, per misurare il livello di regolamentazione e di corruzione.

Il rating etico permette di capire come l'azienda integra i fattori ESG e sia pronta ad affrontare il futuro in confronto ai suoi concorrenti di settore. Lo score non solo fornisce un'indicazione su come l'azienda si stia comportando in questo momento bensì misura anche lo stato di preparazione "*preparedness*" per far fronte ad eventi incerti, fornendo una valutazione anche relativa al futuro dell'impresa. Il vantaggio di questo rating è proprio il fatto che fornisce una valutazione accorpando impresa, settore e Paese in cui opera l'azienda riuscendo a dare un'ottica di forward looking nel punteggio finale.

Si è parlato precedentemente del rating di Standard & Poor's, tuttavia, vi sono altre società che forniscono servizi innovativi di questo tipo. Morgan Stanley, ad esempio, ha creato un indice ESG basato su una scala alfabetica come i rating classici. Un punteggio pari ad A rappresenta le aziende leader nel settore a livello di integrazione dei tre fattori, mentre punteggi più bassi come B e C ritraggono aziende meno attente a queste tematiche. Vi sono poi altre società di valutazione più piccole, come ad esempio Sustainalytics che forniscono rating affidabili di carattere ESG.

Risulta evidente come anche le agenzie di valutazione si stiano adeguando a questo cambiamento e abbiano integrato i fattori ESG nei propri score. Sul mercato si possono trovare anche rating diversi da quelli puramente concentrati sui tre fattori, che vanno comunque nella stessa direzione del cambiamento. Ad esempio, l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato ha introdotto un rating di legalità per tutte le società operanti sul territorio italiano e con un fatturato minimo di due milioni di euro l'anno. Questa tipologia di imprese può richiedere una valutazione improntata sui propri standard di legalità interni. L'azienda richiedente otterrà un punteggio da una a tre stelle da parte dell'AGCM.

2.3) I nuovi strumenti finanziari

2.3.1) Una nuova possibilità d'investimento

Precedentemente abbiamo compreso il ruolo dei tre fattori ESG nel processo di valutazione da parte di un'agenzia esterna e nel capitolo 1 si è parlato di quello che vuol dire per una società integrarli. Procedendo in questa direzione si possono citare vari strumenti finanziari e le numerose opportunità di

investimento che questo nuovo modo di intendere la finanza offre. Si analizzerà in un primo momento il processo di investimento responsabile dal punto di vista di un risparmiatore¹⁴.

Per IR si intendono tutte le azioni che hanno la finalità di limitare il rischio dell'investimento integrandolo con fattori di natura ambientale, sociale e di governance (ESG).

Poniamoci nell'ottica dell'investitore che dopo aver accumulato una certa somma di capitale decide di investirlo ed opta per una strategia responsabile. Vuole limitare i propri rischi e preferisce che il suo investimento rispetti ed integri pienamente i fattori ESG.

Il risparmiatore dovrà innanzitutto escludere l'investimento in società collegate a settori e attività controverse. Ad esempio, un filtro importante di esclusione per attività potrebbe riguardare tutti i settori che hanno a che fare con le armi, i combustibili fossili ed il tabacco.

L'investitore sarà incline a rafforzare gli investimenti di lungo periodo che si concentrano su tematiche E, S o G. Tra queste vi sono tutte le strategie aziendali su trend di lungo termine legate alla sostenibilità. Il risparmiatore potrà scegliere fra varie categorie quali i trasporti del futuro, energie rinnovabili e capitale umano. Un'altra possibilità potrebbe essere quella di investire su strumenti finanziari specifici il cui rendimento è commisurato al loro impatto sull'ambiente, come i green bond, di cui discuteremo più approfonditamente nel prossimo paragrafo.

Il risparmiatore a questo punto ha due possibili soluzioni. Gli investitori più esperti faranno riferimento alle loro conoscenze e dunque tenderanno a puntare sulle aziende che ritengono più forti in questo ambito. Ad esempio, un risparmiatore che abbia studiato il nuovo business model di A2A, ritenendolo adeguato alla sua strategia e visione, deciderà di investire in azioni della multi utility italiana.

Esiste un'altra opzione per lo stesso soggetto che vuole allocare in modo più sicuro i propri risparmi. Può affidarsi ad un fondo.

Esistono infatti degli intermediari finanziari, per lo più banche d'investimento, società di gestione del risparmio (SGR) ed hedge fund¹⁵, che offrono possibilità ai soggetti economici in surplus di allocare i propri risparmi.

In questa parte andremo ad analizzare un fondo ESG e gli elementi che lo compongono. Un'indagine più approfondita sul rendimento di questo strumento finanziario verrà proposta successivamente.

Possiamo prendere come esempio per l'analisi uno dei più importanti hedge fund a livello mondiale: Blackrock.

Questa società permette ai risparmiatori, di investire in determinati fondi controllati e gestiti direttamente da Blackrock.

¹⁴ Per risparmiatore si intendono vari soggetti economici in surplus di risorse (siano essi di grande o piccola dimensione) che intendano allocare e far fruttare il proprio capitale.

¹⁵ Fondo comune di investimento privato. Generalmente gli investimenti di questo tipo di società sono rischiosi – in quanto l'hedge fund si propone di generare rendimenti più alti di quelli attesi dal mercato – e fortemente speculativi.

Visitando il sito ufficiale della multinazionale newyorkese vengono proposte varie alternative in cui poter impiegare il capitale. Tra questi vi è un fondo chiamato: BGF Sustainable Energy Fund.

Come indica il nome stesso, il fondo è composto principalmente da asset provenienti dal settore energetico.

Si può osservare più nel dettaglio da cosa è formato questo fondo.

Prima di investire il risparmiatore deve accertarsi dove sta allocando il proprio denaro e dunque capire quali asset comprende il fondo. Per questo si possono trovare su Blackrock tutte le informazioni necessarie al soggetto prima che investa il proprio capitale. Nella descrizione principale viene riportato che il fondo è composto soltanto da equity – vale a dire azioni di società quotate.

Come discusso precedentemente, gli investimenti ESG tendono ad escludere attività di settori controversi. Stessa cosa vale per il fondo BGF che, come si può osservare dalla tabella sottostante, non include asset provenienti da settori controversi quali armi, tabacco ed energie fossili.

Grafico 5: attività controverse in un fondo d'investimento ESG

MSCI - Controversial Weapons ⓘ as of 29-Jan-2021	0.00%	MSCI - UN Global Compact Violators ⓘ as of 29-Jan-2021	0.00%
MSCI - Nuclear Weapons ⓘ as of 29-Jan-2021	0.00%	MSCI - Thermal Coal ⓘ as of 29-Jan-2021	0.00%
MSCI - Civilian Firearms ⓘ as of 29-Jan-2021	0.00%	MSCI - Oil Sands ⓘ as of 29-Jan-2021	0.00%
MSCI - Tabacco ⓘ as of 29-Jan-2021	0.00%		

Fonte: BGF Sustainable Energy Fund, Blackrock, www.blackrock.com

Qualora il soggetto economico in surplus decida di allocare i suoi risparmi all'interno del fondo firmerà un contratto che vincolerà il capitale investito. Ciò significa che Blackrock avrà piena disponibilità del denaro e potrà allocarlo come desidera. Si legge infatti che questo insieme di capitale sarà gestito e amministrato da due portfolio manager che potranno compiere tutte le azioni disponibili in grado, a detta loro, di far fruttare al meglio le risorse investite. Tuttavia, la società statunitense rende disponibile una tabella in cui elenca le principali aziende in cui il fondo investirà.

Grafico 6: composizione di un fondo ESG, asset con rispettivi pesi

Name	Weight (%)	Name	Weight (%)
ENEL SPA	5.06	VESTAS WIND SYSTEMS A/S	3.06
NEXTERA ENERGY INC	4.84	IBERDROLA SA	3.05
SCHNEIDER ELECTRIC SE	3.75	MAXIM INTEGRATED PRODUCTS INC	2.98
INFINEON TECHNOLOGIES AG	3.66	SAMSUNG SDI CO LTD	2.95
RWE AG	3.57	JOHNSON CONTROLS INTERNATIONAL PLC	2.63

Holdings subject to change

Fonte: BGF Sustainable Energy Fund, Blackrock, www.blackrock.com

Come si può notare nella parte inferiore della tabella vi è la scritta “Holdings subject to change”, dunque, gli asset in cui il fondo investirà possono cambiare a discrezione dei gestori del portafoglio.

Il fondo ha un punteggio pari a 7,65/10 in ambito ESG, un punteggio abbastanza elevato. Tuttavia, questo score è fornito direttamente da Blackrock, il risparmiatore più prudente dovrebbe ricercare ulteriori conferme.

Infatti, qualora l’investitore non sia convinto che questo fondo integri al meglio e rispetti i fattori ESG, può compiere un’analisi per conto proprio andando a verificare le varie strategie aziendali degli asset in cui Blackrock ha deciso di investire.

Come prima cosa il risparmiatore si informerà su quelle che sono le azioni intraprese da Enel Spa (in quanto rappresenta l’asset maggiore in cui il fondo investe – 5.06 %) in tema ambientale, sociale e di governance.

L’investitore più scrupoloso che vuole andare a fondo e capire quali effettivamente siano le strategie adottate dall’Enel potrà studiare il relativo business model. Altrimenti, affidarsi ai vari indici e rating ESG riportati da Enel sul proprio sito, alla sezione “Investor Relations”.

Osservando il bilancio sostenibile di Enel Spa dell’anno 2019 possiamo constatare che l’azienda italiana sia stata valutata positivamente da tre rating importanti quali MSCI, Sustainalytics e SAM ESG Rating (indice ESG di Standard & Poor’s).

Grafico 7: rating ESG nella valutazione di Enel S.p.A.



Fonte: Sustainability report 2019 Enel S.p.A, Enel S.p.A., <https://sustainabilityreport2019.enel.com>

Con una valutazione pari ad AAA da parte di MSCI, un rating pari a 80/100 e 87/100 rispettivamente da Sustainalytics e SAM ESG Rating, il risparmiatore può ricavare maggiori certezze sul fatto che l'azienda integri i fattori ESG nelle proprie strategie aziendali.

Gli investitori più pignoli continueranno l'analisi studiando i rating, i bilanci o i business model delle altre società in cui investe il fondo (Nextera, Schneider, Infineon...).

2.3.2) Le obbligazioni green

Vista la crescita di investimenti sostenibili come si è analizzato precedentemente, sono aumentati anche gli strumenti finanziari green e social. Oltre all'investimento in azioni di aziende che integrano al meglio criteri ESG un investitore può anche optare per l'acquisto di strumenti di debito emessi dalle aziende stesse. Uno dei più importanti e di cui si parla molto vista la forte crescita nei mercati, come evidenziato dal Grafico 3, sono i green bond.

Le obbligazioni green sono dei particolari strumenti di debito che hanno come obiettivo quello di finanziare progetti che possono avere un risvolto positivo sull'ambiente. La loro emissione è dunque legata a progetti di investimento che hanno come obiettivo: l'efficienza energetica ed il prelievo di energia pulita da fonti rinnovabili, il trattamento e lo smaltimento corretto dei rifiuti, i trasporti ecologici, l'edilizia eco-compatibile e l'uso sostenibile e non sovra intensivo di terreni ed acqua. Queste tematiche sono tutte in linea con il nuovo

green deal condividendo obiettivi e traguardi. Questo sottolinea come anche la finanza si stia non solo adeguando alle politiche economiche dell'UE, ma le stia assecondando.

I green bond a livello finanziario sono come obbligazioni aziendali. Possono essere previste cedole a determinati periodi e venire rimborsati interamente a termine. Risulterebbe allora naturale chiedersi perché investire in green bond. Come primo vantaggio vi è la minore volatilità, i green bond sono più stabili e meno volatili delle obbligazioni del mercato secondario. Come secondo beneficio vi è la tematica del rischio e il vantaggio che le obbligazioni green danno ai propri investitori in termini di diversificazione, argomento che verrà affrontato più nel dettaglio nel capitolo successivo. Oltre a ciò, vi è il vantaggio reputazionale. Per un investitore come una grande azienda potrebbe essere conveniente mostrarsi come finanziatore e partecipante di un progetto sostenibile.

I green bond, tuttavia, non sono gli unici strumenti da considerare ai fini di questo elaborato. Esistono anche i social bond i cui proventi vengono usati per finanziare progetti di natura sociale. Il funzionamento è lo stesso delle obbligazioni green. Vi sono poi i sustainable bond che coniugano iniziative ad impatto ambientale e sociale. Questi strumenti svolgono un ruolo sempre più importanti sui mercati e stanno diventando fonte di finanziamento per numerosi progetti innovativi.

Tuttavia, va ricordato che questi strumenti quali i green bond, non sono emessi solamente da imprese private, bensì possono essere messi in circolazione anche da enti pubblici e governi nazionali.

In Italia il Presidente del consiglio Mario Draghi appena giunto a Palazzo Chigi ha dichiarato che il cambiamento climatico sarà al centro dei suoi piani per l'Italia. In quest'ottica il 3 Marzo 2021 il governo italiano ha emesso la sua prima obbligazione sovrana green. Questa prima emissione di green bond ha un valore totale di 8,5 miliardi di euro con scadenza a 24 anni. Gli ordini per questo primo bond italiano hanno superato per quasi dieci volte la totalità dell'importo emesso. L'Italia è stato solamente il decimo paese europeo ad emettere un green bond a seguito dell'aumento esponenziale del debito pubblico in Europa nel 2020. È stato stimato che circa il 90% del capitale sottoscritto sarà destinato a trasporti ecologici, efficienza energetica e alla tutela dell'ambiente.

2.3.3) Gli investimenti ESG ed il rischio

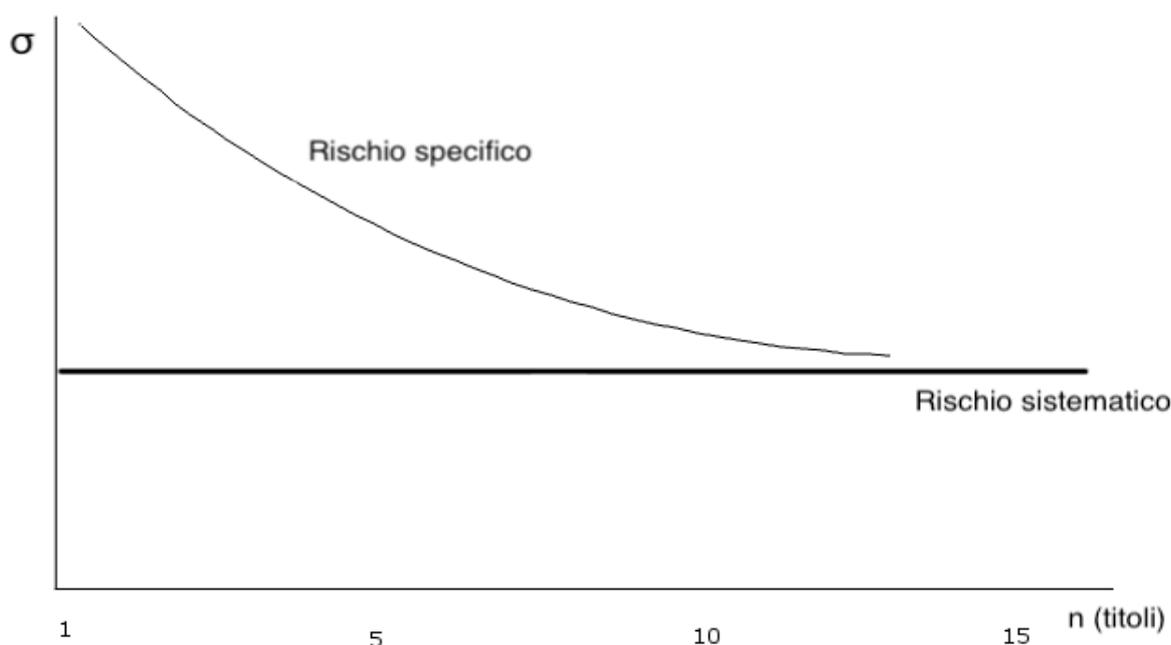
Nei precedenti paragrafi si è parlato dei nuovi strumenti finanziari. Tuttavia, non si ha avuto modo di approfondire il perché un investitore dovrebbe allocare in questi asset il proprio capitale. Vi sono due ragioni essenziali che andremo ad analizzare nei seguenti: il rischio e il rendimento.

Nella gestione di un portafoglio un investitore si espone a vari rischi. Dipenderà dal grado di avversione al rischio dell'investitore quanto allocare in titoli risk-free (privi di rischio) e quanto in titoli rischiosi. Mentre

questa scelta (tra risk-free e titoli rischiosi) è puramente personale e si basa sulla sopportazione del rischio da parte dell'investitore, non è così per la scelta fra titoli rischiosi. Vale a dire quanto allocare tra i diversi titoli rischiosi quali azioni ed obbligazioni. In quest'ottica il gestore del portafoglio deve basare la sua analisi su due rischi: il rischio sistematico ed il rischio specifico.

Il rischio sistematico è quel fattore associato all'andamento del mercato nel suo complesso. Questo fattore non può essere eliminato da parte dell'investitore poiché insito al mercato. Il rischio specifico è invece quella parte che può essere eliminata mediante la diversificazione. La diversificazione in effetti è uno strumento fondamentale di cui si avvalgono gli investitori per ridurre al massimo la quantità di rischio specifico. Al crescere del numero di asset presenti nel portafoglio, la curva del rischio specifico dei titoli tenderà ad un asintoto orizzontale pari alla quantità del rischio sistematico non diversificabile.

Grafico 8: rischio specifico e rischio sistematico



Fonte: elaborazione dell'autore

Sull'asse delle ordinate del grafico con la lettera greca σ si intende la deviazione standard. La deviazione standard corrisponde alla volatilità del rendimento dei titoli e sul grafico è associata al rischio del portafoglio composto da titoli rischiosi. Sull'asse delle ascisse sono invece presenti il numero di titoli che compongono il portafoglio dell'investitore.

Si può constatare che oltre una certa soglia il rischio non possa scendere. Questo significa che la diversificazione in titoli non permette di abbattere il rischio di mercato. Tuttavia, questo modello riguarda solo i titoli "classici" e non prende in considerazione i nuovi strumenti finanziari quali le obbligazioni green e le azioni emesse da aziende integranti al meglio i fattori ESG.

In questa direzione si può citare un documento di Morgan Stanley del 2019¹⁶ in cui viene analizzato come gli investimenti sostenibili permettano di ridurre maggiormente il rischio. I due autori di questo documento hanno analizzato il legame tra aziende integranti appieno i fattori ESG ed il loro rischio e rendimento sui mercati.

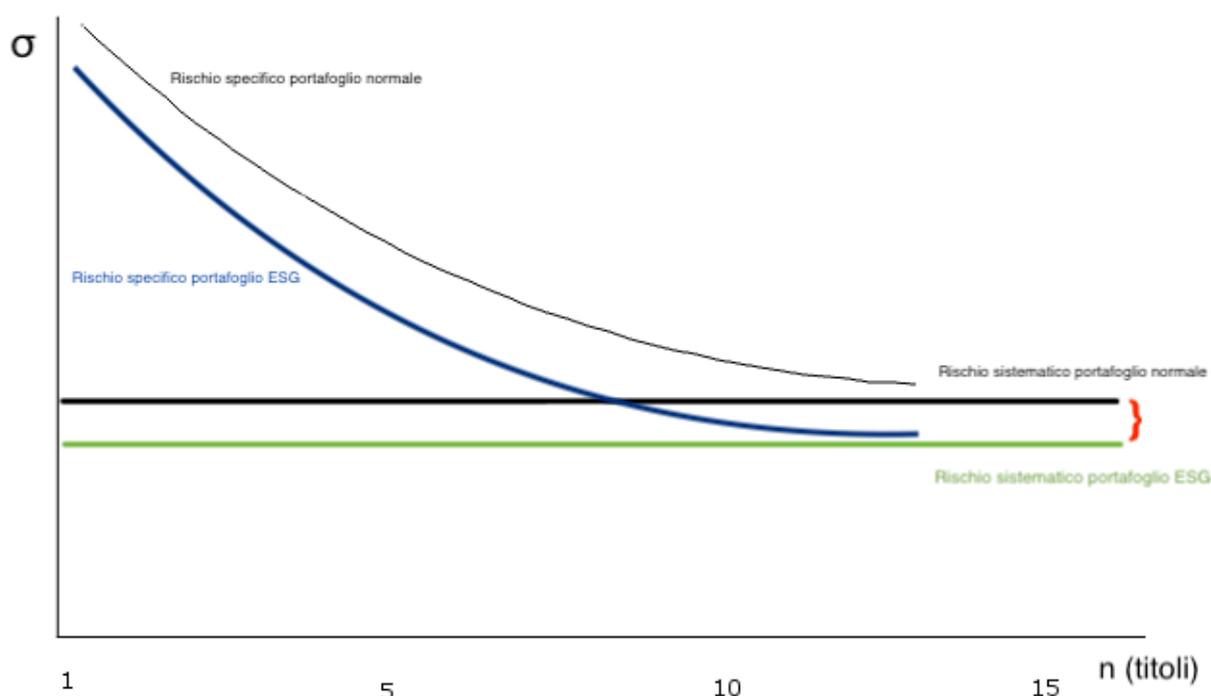
L'analisi viene posta sul rischio specifico e sul rischio sistematico.

Le aziende con valutazioni di rating etici positivi, analizzate da MSCI nel corso degli anni, hanno evidenziato minori componenti di rischio specifico rispetto ad aziende con rating ESG più bassi. Questo deriva dall'integrazione nelle strategie aziendali di azioni volte a prevedere il futuro e l'evoluzione dell'ambiente nella quale opera l'impresa.

Per quanto riguarda il rischio sistematico invece, i portafogli sostenibili presentano generalmente un rischio di mercato più basso. Questo perché integrando all'interno del portafoglio titoli sostenibili il rischio di mercato comune a tutti gli asset sarà necessariamente più basso. Ancora una volta la ragione alla base è la stessa: le società con forti caratteristiche ESG hanno dimostrato di essere più resilienti di fronte a contesti di mercato in evoluzione, come fluttuazioni nei mercati finanziari e cambiamenti nella regolamentazione.

Prendendo in considerazione il rischio specifico ed il rischio sistematico di un portafoglio ESG il grafico precedente può essere modificato nel seguente modo:

Grafico 9: rischio di un portafoglio normale e di un portafoglio integrante i fattori ESG



Fonte: elaborazione dell'autore

¹⁶ Giese, Guido. Lee, Linda-Eling. Weighing the evidence: ESG and equity returns, Morgan Stanley Capital International, Aprile 2019.

All'interno di questo grafico vengono confrontati i rischi di un portafoglio composto da titoli normali e di un portafoglio con asset quali obbligazioni ed azioni di aziende integranti i tre fattori chiave. Tre sono le conclusioni che vengono evidenziate dal grafico.

Come analizzato da Morgan Stanley risulta evidente che la componente di rischio specifico di un titolo ESG è minore di quella di un titolo normale. In effetti, la curva di rischio specifico del portafoglio ESG (blu nel grafico) intercetta l'asse delle ordinate al di sotto della curva nera. La deviazione standard nei rendimenti di un singolo asset è dunque inferiore per un titolo emesso da un soggetto integrante i tre fattori.

Il secondo punto riguarda la diversificazione. Si può notare come la pendenza della curva blu sia maggiore rispetto a quella della curva nera. Ciò significa che la diversificazione è uno strumento ancora più potente se combinato ad un investimento sostenibile, in quanto, riesce a ridurre maggiormente il rischio specifico del portafoglio per uno stesso numero di titoli. In effetti, la curva blu si trova sempre al di sotto della curva nera. La conclusione più importante riguarda il rischio sistematico. Viene evidenziato dal grafico, attraverso la parentesi graffa rossa, come il rischio sistematico di un portafoglio ESG sia inferiore a quello di un portafoglio normale. Questo perché il portafoglio detiene strumenti di debito emessi da aziende sostenibili che attraverso un'ottica di forward looking riescono a prevedere e ad affrontare al meglio i rischi futuri legati all'ambiente ed alla comunità tenendone conto nelle proprie strategie aziendali. Una parte del rischio insito al mercato legato all'ambiente ed alla comunità nella quale l'impresa opera può dunque essere ridotta.

2.3.4) Il rendimento degli investimenti sostenibili

Nel precedente paragrafo si è evidenziato come un investimento sostenibile possa essere conveniente in termini di rischio: permettendo una riduzione non solo del rischio specifico del portafoglio bensì anche di quello di mercato. Tuttavia, un investitore non si può concentrare solo sul rischio; deve anche analizzare quale rendimento è associato ai titoli detenuti all'interno del proprio portafoglio. Per fare ciò si possono confrontare i rendimenti su un anno di due aziende: una integrante al meglio i tre fattori, e dunque con un rating etico elevato, ed un'altra con un rating ESG più basso.

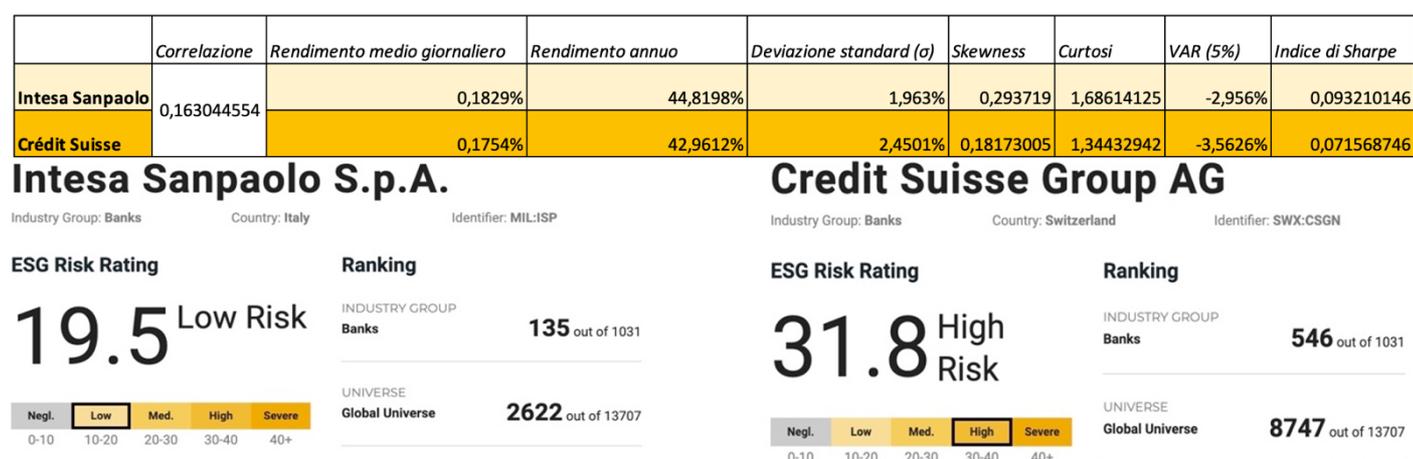
Per questo si possono prendere in considerazione due società operanti nello stesso settore ed in un contesto simile. Per analizzare i rendimenti abbiamo preso in considerazione due dei più grandi gruppi bancari europei: Crédit Suisse e Intesa Sanpaolo. Entrambe le società sono banche commerciali, facenti soprattutto raccolta del risparmio ed esercizio del credito, con una piccola parte soltanto dedicata agli investimenti. La sostanziale differenza tra i due intermediari finanziari sta nel fatto che Crédit Suisse ha un rating ESG abbastanza negativo (31,8 per Sustainalytics: vale a dire un alto rischio vista la mancanza di integrazione dei fattori) mentre Intesa ha un rating positivo (19,5 per Sustainalytics: un rischio più moderato, vista la migliore integrazione dei tre fattori).

Prima di iniziare con la seguente osservazione va sottolineato che i dati presi in considerazione vanno dal 6 Aprile 2020 fino al 24 Marzo 2021. Così facendo si ha avuto modo di escludere sia il crollo dei mercati di inizio Marzo 2020, fattore troppo esogeno per essere considerato all'interno dell'analisi, sia il crac dell'hedge fund Archegos che ha impattato fortemente la banca svizzera ad inizio aprile 2021, con perdite stimate per circa 4 miliardi e blocco dei dividendi sulle azioni.

L'analisi seguente è basata sui prezzi di chiusura giornalieri dei titoli di Intesa e Crédit Suisse prendendo in considerazione 245 giorni di scambi. I dati sono stati presi interamente da Bloomberg e riflettono i prezzi di Intesa e Crédit Suisse rispettivamente alla borsa italiana e svizzera.

In un primo momento prendendo in considerazione le quotazioni su diversi giorni, si ha avuto modo di calcolare i rendimenti giornalieri¹⁷ e annuali in capitalizzazione composta. Assumendo dunque che gli interessi guadagnati venissero reinvestiti ad ogni periodo. Con i rendimenti giornalieri sono stati poi trovati altri indicatori utili ai fini dell'analisi.

Grafico 10: Confronto Intesa Sanpaolo e Crédit Suisse



Fonte: elaborazione dell'autore su dati Bloomberg e Sustainalytics

Nel grafico si è voluto sottolineare che vi è una correlazione positiva tra i due titoli, proprio per evidenziare il fatto che l'analisi è stata compiuta tra due aziende concorrenti operanti nello stesso settore e in una simile zona geografica.

Si può evidenziare dalla tabella sovrastante come durante quest'ultimo anno il titolo integrante al meglio i fattori ESG abbia avuto migliori risultati in termini di redditività rispetto al titolo di Crédit Suisse. In effetti, sia il rendimento medio giornaliero che il rendimento annuo di Intesa risultano essere maggiori. Inoltre, come si diceva nel paragrafo precedente, il rischio specifico legato a investimenti sostenibili è minore di quello di un investimento normale. In effetti, dalla tabella risulta che la deviazione standard, vale a dire la volatilità dei

¹⁷ Ottenuti considerando il prezzo del giorno t e del giorno t+1. Utilizzando la capitalizzazione istantanea il rendimento giornaliero è dunque espresso come: $\text{Rendimento} = \ln(\text{Pt}+1/\text{Pt})$.

rendimenti, risulta nettamente inferiore per lo strumento di debito emesso da Intesa Sanpaolo. Skewness misura l'asimmetria attorno ad una distribuzione. Se la distribuzione fosse una normale standardizzata questo indicatore sarebbe perfettamente uguale a 0. Questo indice rappresenta la media dello scarto cubico dalla media divisa per il cubo dello scarto quadratico medio. In parole più semplici, essendo questo indicatore un indicatore cubico evidenzia se l'asimmetria della distribuzione è positiva o negativa. Naturalmente, in quanto si stanno analizzando dei rendimenti, un'asimmetria positiva è sempre ben accetta, un investitore di Intesa dovrebbe dunque essere soddisfatto. Curtosi, invece è un indice che ha come scopo quello di misurare l'allontanamento della distribuzione da una distribuzione normale. Questo indicatore evidenzia la possibilità di avere dei rendimenti di coda. Vale a dire variazioni di prezzo molto alte tra un giorno e l'altro. L'indice in questione risulta però essere molto impreciso in quanto, essendo un indice quadratico, non fornisce alcun dettaglio se la probabilità di rendimenti estremi sia positiva o negativa.

Infine, vi è il valore a rischio, questo indicatore stima la perdita potenziale giornaliera con un intervallo di confidenza del 95%. Questo indice per Intesa si può leggere nel seguente modo: con una probabilità del 95% l'azione Intesa non subirà una perdita giornaliera di oltre -2,956%. Ancora una volta, risulta evidente come l'investimento in Intesa risulti essere più sicuro di quello in Crédit Suisse.

Come ultimo indicatore troviamo l'indice di Sharpe. Questo misura la performance del portafoglio in confronto al rischio. Viene calcolato sottraendo un risk-free al rendimento del portafoglio rischioso e dividendo il tutto per la volatilità del portafoglio. In questo esempio stimiamo un risk-free giornaliero pari allo 0. Calcolando l'indice risulta evidente come un'azione di Intesa risulti essere più conveniente in termini di performance rispetto al rischio in confronto ad un'azione di Crédit Suisse per lo stesso anno.

2.3.5) Le aspettative sugli investimenti non sostenibili

Dall'analisi precedente viene sottolineata l'importanza di avere un portafoglio con vari titoli sostenibili. Sia in termini di rendimento che in termini di rischio. Bisogna evidenziare però che tanti altri fattori possono avere avuto un impatto sui due asset nel corso dell'anno. In effetti, le quotazioni di borsa fluttuano per vari motivi, che non sempre possono essere spiegate attraverso calcoli e modelli. Tuttavia, un'altra analisi che si può compiere riguarda le aspettative che gli investitori hanno sulle diverse aziende: quelle che integrano i fattori di sostenibilità e quelle che non lo fanno.

Sui mercati finanziari gli investitori possono assumere due posizioni: long o short. È possibile sfruttare una posizione long qualora si ritenga che il titolo verta al rialzo. Al contrario, qualora l'investitore abbia motivi a sufficienza per ritenere che il prezzo del titolo diminuirà, si avvarrà di una posizione short. Lo short trading si compie attraverso il meccanismo di vendite allo scoperto. L'investitore prende in prestito il titolo da un broker, per venderlo all'istante e successivamente riacquistarlo in futuro ad un prezzo minorato. La differenza tra il prezzo di vendita e di acquisto equivale al rendimento. L'assunzione di una delle due posizioni è basata sulle aspettative di mercato da parte degli investitori. Un investitore adotterà una posizione short se ritiene che

l'azienda sia sopravvalutata e che dunque nel futuro il suo prezzo scenderà. Generalmente i fondi di investimento si avvalgono di grandi posizioni short su aziende il cui prezzo azionario sia a loro avviso troppo elevato. Tuttavia, se queste posizioni sono importanti in termini di volumi allora saranno rese pubbliche. Grandi posizioni short possono spingere al ribasso il prezzo di un'azione, per questo motivo la CONSOB supervisiona e pubblica periodicamente le posizioni short sul mercato italiano.

Grafico 11: posizioni short sul mercato italiano

Grafico 12: posizioni short sul mercato mondiale

Titolo singolo		Posizioni short					
Country/Region	Italia	Fonte	Indice azionario	Raggrup	Nessuno		
Valuta	EUR	Nome	View	View	Nome titolo		
Nome titolo	Nome holder	Val mercato	Poszne	% Circ	Latest Chg	Complato:	
1) BIO ON SPA	ENGADINE PARTNERS LLP	0.00	-295.56k	-1.570	15.06k	12/21/2020	
2) EUROTECH SPA	VOLEON CAPITAL MANAGE...	-2.99M	-550.5k	-1.550	39.07k	04/01/2021	
3) MAIRE TECNIMONT SPA	AKO CAPITAL LLP	-12.61M	-4.96M	-1.510	-230.05k	03/12/2021	
4) BANCA MONTE DEI PASCHI ...	GLADSTONE CAPITAL MAN...	-14.73M	-12.43M	-1.240	902.17k	04/01/2021	
5) BRUNELLO CUCINELLI SPA	AKO CAPITAL LLP	-27.72M	-734.4k	-1.080	61.2k	03/24/2021	
6) BIO ON SPA	THINK INVESTMENTS LP	0.00	-192.02k	-1.020	22.59k	08/18/2020	
7) BPER BANCA	GLADSTONE CAPITAL MAN...	-26.34M	-13.85M	-0.980	1.55M	03/23/2021	
8) BANCA MONTE DEI PASCHI ...	LANSDOWNE PARTNERS UK...	-11.40M	-9.62M	-0.960	1.4M	12/04/2020	
9) SARAS SPA	CITADEL ADVISORS LLC	-5.19M	-9.03M	-0.950	-1.43M	03/31/2021	
10) MAIRE TECNIMONT SPA	IMMERSON CAPITAL LLP	-7.85M	-3.09M	-0.940	690.15k	02/18/2021	
11) TECHNOGYM SPA	TALOMON CAPITAL LTD	-16.42M	-1.63M	-0.810	201.33k	04/05/2021	
12) SAIPEM SPA	D E SHAW & CO INC	-19.18M	-8.19M	-0.810	-1.01M	03/23/2021	
13) SAIPEM SPA	CAPITAL FUND MANAGEME...	-19.18M	-8.19M	-0.810	-202.19k	03/18/2021	
14) FINCANTIERI SPA	FOSSE CAPITAL PARTNERS...	-9.63M	-13.6M	-0.800	-1.7M	08/10/2020	
15) BANCO BPM SPA	MARSHALL WACE LLP	-28.86M	-11.82M	-0.780	454.55k	02/25/2021	
16) OLIDATA SPA	INTERMONTE SIM SPA	0.00	-301.92k	-0.740	61.2k	04/09/2020	
17) FINECOBANK SPA	MARSHALL WACE LLP	-61.25M	-4.39M	-0.720	-670.51k	03/25/2021	
18) HERA SPA	POINT72 EUROPE (LONDO...	-33.89M	-10.43M	-0.700	-446.86k	03/12/2021	
19) UNIEURO SPA	WORLDQUANT LLC	-2.88M	-132.37k	-0.653	-26.9k	03/31/2021	
20) SARAS SPA	MARSHALL WACE LLP	-3.44M	-5.99M	-0.630	-475.5k	04/01/2021	
21) DIASORIN SPA	VIKING GLOBAL INVESTOR...	-24.70M	-176.76k	-0.630	-176.76k	12/16/2020	
22) NEXI SPA	AQR CAPITAL MANAGEMEN...	-57.86M	-3.89M	-0.620	-753.33k	04/06/2021	
23) FINCANTIERI SPA	ELEVA CAPITAL SAS	-7.34M	-10.37M	-0.610	-1.02M	09/14/2020	

Titolo singolo		Posizioni short					
Country/Region	All Countries/Regions	Fonte	Indice azionario	Raggrup	Nessuno		
Valuta	EUR	Nome	View	View	Nome titolo		
Nome titolo	Nome holder	Val mercato	Poszne	% Circ	Latest Chg	Complato:	
1) IMPERIAL PACIFIC INTERN...	Cui Li Jie	-74.73M	-69.04B	-48.286	-78	02/05/2021	
2) NAN HAI CORP LTD	PIPPEN LTD	-75.87M	-13.23B	-19.267	0	07/03/2020	
3) NAN HAI CORP LTD	ROSEWOOD ASSETS LTD	-26.39M	-4.6B	-6.701	0	07/03/2020	
4) NAN HAI CORP LTD	MACRO RESOURCE LTD	-25.02M	-4.36B	-6.353	0	12/31/2019	
5) NAN HAI CORP LTD	FIRST BEST ASSETS LTD	-22.43M	-3.91B	-5.696	0	07/03/2020	
6) FDG KINETIC LTD	SINOPOLY STRATEGIC IN...	-8.27M	-3.32B	-49.169	8.64M	02/09/2021	
7) CHINA AUTOMOBILE NEW R...	Li Lixin	-21.79M	-2.29B	-28.435	1.2M	10/25/2019	
8) NAN HAI CORP LTD	K RESOURCES GROUP LTD	-12.05M	-2.1B	-3.059	0	12/31/2019	
9) CHINA COMMUNICATIONS C...	CHINA COMM CONSTRUCT...	-1.87B	-2.03B	-17.300	0	11/06/2019	
10) HANERGY THIN FILM POWE...	HANERGY INVESTMENT LTD	0.00	-1.44B	-3.417	0	03/08/2019	
11) FDG KINETIC LTD	UNION GRACE HOLDINGS ...	-3.48M	-1.4B	-20.697	12.98M	02/09/2021	
12) KUANGCHI SCIENCE LTD	NEW HORIZON WIRELESS ...	-30.63M	-1.07B	-17.344	768.77M	06/30/2020	
13) UNITED CO RUSAL INTERN...	SUAL PARTNERS LTD	-547.58M	-1.02B	-6.700	0	01/18/2021	
14) CHINA ART FINANCIAL HOL...	INTELLIGENESIS INVESTM...	-16.17M	-996M	-59.356	0	09/25/2019	
15) HANERGY THIN FILM POWE...	CHINA GENCO INVESTMEN...	0.00	-982M	-2.330	0	03/08/2019	
16) QIANHAI HEALTH HOLDING...	EXPLORER ROSY LTD	-13.04M	-892.49M	-52.724	-892.49M	01/22/2021	
17) POSTAL SAVINGS BANK OF...	BNP PARIBAS	-490.50M	-809.25M	-4.076	0	06/30/2019	
18) NEW WESTERN GROUP LTD	Mo Lau	-866.32k	-800.4M	-47.718	0	09/25/2019	
19) MEILLEURE HEALTH INTERN...	U-HOME GROUP INTERNA...	-38.46M	-764.17M	-17.889	0	12/31/2020	
20) PETROCHINA CO LTD-H	BANK OF NEW YORK MELL...	-218.13M	-719.78M	-3.411	0	12/11/2019	
21) ZHONG JI LONGEVITY SCIE...	ALLIED SUMMIT INC	-47.14M	-580.66M	-15.004	-580.66M	10/08/2021	
22) CHINA MODERN DAIRY HOL...	CENTRAL HUIJIN INVEST...	-113.92M	-548.19M	-7.712	-548.19M	03/08/2021	
23) CHINA GEN HOLDINGS LTD	CHINA GEN FINANCIAL G...	-3.65M	-511.28M	-12.030	0	02/24/2021	

Fonte: Posizioni short sul mercato italiano ed internazionale, Bloomberg, 08/04/2021

Nei grafici sovrastanti sono evidenziate le posizioni short dei grandi fondi di investimento. Sul mercato italiano, le posizioni sono ordinate per la quantità di titoli circolanti "shortati". Al contrario, sul mercato internazionale le posizioni sono ordinate per il volume dell'operazione. Sulla colonna di sinistra sono evidenziate le aziende con titoli shortati, mentre sulla colonna accanto i fondi detentori delle posizioni.

In queste tabelle troviamo società in difficoltà e sull'orlo del fallimento. Andando ad analizzare una ad una le aziende si comprende un potenziale motivo di queste posizioni short. Molte delle imprese operano in settori controversi come ad esempio Petrochina (punteggio ESG: 55,6 per Sustainalytics, molto al di sopra della soglia di rischio) o hanno un processo produttivo fortemente inquinante come Fincantieri. Sul mercato italiano molte delle società con posizioni short hanno dei rating ESG bassissimi (sempre prendendo come riferimento Sustainalytics) quali ad esempio: Saipem, Monte dei Paschi di Siena, BPM, Diasorin e Saras.

Si vedono al contrario, su questa lista, pochi titoli di aziende con punteggi ESG elevati. Si può dunque affermare che generalmente le aspettative sui mercati, soprattutto in questo momento storico, sono migliori per le aziende più sostenibili che abbiano un modello più rispettoso dell'ambiente e della comunità nella quale operano.

Al contrario, le imprese che non rispettano i fattori non solo restano indietro da un punto di vista sostenibile bensì, perdono terreno anche sui mercati finanziari. Proprio per questo motivo si parla di transazione non solo economica ma anche finanziaria: il cui futuro sta nella digitalizzazione delle informazioni, degli scambi e del lavoro.

2.4) Le banche ed i fattori ESG

Precedentemente si è parlato di come i fattori ESG vengono integrati dalle aziende e dagli investitori. Tuttavia, non ci si è ancora concentrati sulle società più importanti, che stanno alla base del sistema economico e finanziario soprattutto in Europa: le banche.

In effetti, gli intermediari finanziari non solo devono tenere conto dei fattori sostenibili, bensì la mancata integrazione potrebbe costare carissimo nei prossimi anni.

Le banche, al contrario delle altre tipologie di imprese all'interno del loro bilancio nell'attivo si trovano una grande quantità di prestiti – principale attività di rendimento per le banche, soprattutto per quelle commerciali. Risulta dunque essenziale che questi prestiti siano dati a prenditori giusti, che forniscono determinate garanzie e il cui grado di solvibilità sia abbastanza elevato, ciò che si è visto in precedenza con i rating. Da qui nasce la necessità per gli istituti di credito di integrare all'interno delle loro attività anche i fattori sostenibili e di tenerne conto nella valutazione dei prestiti concessi. Non solo la mancata integrazione potrebbe costare caro ad una banca in termini di valutazioni sbagliate di crediti, bensì a partire dal 2022 entreranno in vigore i Regulatory Technical Standards, norme sugli obblighi di informazione sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari. In materia di sostenibilità le banche con un attivo superiore agli 8 miliardi saranno dunque sorvegliate direttamente dalla Banca Centrale Europea, mentre le altre dalla Banca d'Italia.

Gli intermediari finanziari nell'istruttoria di fido dovranno necessariamente prendere in considerazione i tre fattori sostenibili. Questo per limitare i due rischi ESG a cui si espongono le banche quando concedono un credito: il rischio di transizione ed il rischio fisico. Il rischio fisico indica l'impatto finanziario che possono avere sull'intermediario i cambiamenti climatici, il degrado ambientale e l'inquinamento atmosferico. Tale rischio può causare danni materiali o un calo della produttività direttamente o indirettamente legati a fenomeni ambientali. Il rischio di transizione invece indica la perdita finanziaria a cui si espone un intermediario direttamente o indirettamente a seguito del processo di aggiustamento verso un'economia più sostenibile sotto il profilo ambientale a causa di interventi normativi o di mercato. Questi rischi possono impattare fortemente l'intermediario in termini di rientro dei propri prestiti, aumentando la quantità di Non Performing Loans presenti nell'attivo. Di conseguenza, i due rischi rappresentano fattori di rischio che si aggiungono ai rischi di

primo pilastro sottolineati da Basilea II¹⁸, con particolare riferimento ai rischi di credito, di mercato ed operativo.

È dunque essenziale per una banca integrare i fattori sostenibili in tutte le proprie attività, e non solo da un punto di vista ambientale. La banca deve anche tenere conto del fattore G e S, come ad esempio il rapporto con i lavoratori, e valutare al meglio l'esposizione ai rischi legati allo sfruttamento della manodopera e ai rischi d'incidenti. Risulta sempre più importante per gli intermediari finanziari integrare all'interno dei propri processi dei driver di valutazione per considerare al meglio i rischi a cui si espongono, non solo all'interno del loro portafoglio di prestiti e di investimenti, bensì anche come società.

2.5) Limiti dei metodi tradizionali nel processo di valutazione d'azienda

Il processo di valutazione d'azienda è la stima del valore dell'impresa ad un determinato periodo di tempo. La valutazione si basa perlopiù su dati empirici e criteri oggettivi emergenti dalle relazioni pubblicate periodicamente dall'azienda verso gli stakeholder ed avvalendosi di dati di bilancio. L'obiettivo di questo processo è quello di capire quanto un'azienda vale all'anno in cui la stima viene fatta, nonché la capacità futura dell'impresa di creare valore. Per questo motivo viene usato per la maggior parte delle valutazioni il metodo reddituale, che stima il valore dell'impresa sulla base della capacità della stessa di generare un reddito nel futuro. Il valore dell'azienda viene dunque determinato mediante l'attualizzazione dei risultati economici attesi: metodo del discounted cash flow.

Il discounted cash flow è un metodo basato sull'attualizzazione dei flussi di cassa futuri dell'impresa. Per valutare un'azienda questo processo può essere diviso in tre passaggi chiave. Nel seguito del paragrafo si evidenzieranno i limiti di questo procedimento e si evidenzierà la mancanza dell'integrazione dei fattori sostenibili in questo metodo usato dalla maggioranza degli investitori.

Come primo passaggio vi è la necessità di stimare i flussi di cassa futuri dell'impresa. Tuttavia, la stima delle entrate finanziarie future dell'azienda non sempre può essere stimata precisamente. In effetti, ci si deve fidare delle dichiarazioni degli amministratori della società che però hanno un forte interesse affinché l'azienda nella quale operano sia valutata positivamente. Non si prendono dunque in considerazione rischi che potrebbero compromettere l'effettiva entrata per l'impresa. Da qui vi è la necessità, come si è visto precedentemente per le banche, di prendere in considerazione il rischio che può impattare la futura redditività dell'azienda nella quale si desidera investire. Una società che non prende in considerazione come i fattori ambientali e sociali

¹⁸ Basilea II (2004) rappresenta la normativa più importante in termini di vigilanza prudenziale. Basilea fissa quelli che sono i requisiti minimi di capitale da detenere da una banca in confronto ai rischi assunti (RWA). I rischi di primo pilastro, vale a dire quelli stimabili da una banca e da cui si deve obbligatoriamente coprire possedendo un certo patrimonio di vigilanza, sono il rischio di credito, il rischio di controparte, il rischio di mercato ed il rischio operativo.

possano impattare le future entrate non può essere valutata come un'azienda che al contrario li integra e ne tiene conto a livello di rischi futuri. Questo è il primo limite "ESG" a livello di valutazione di un'azienda.

Secondo passaggio del discounted cash flow riguarda la stima del tasso di sconto attraverso il quale vengono attualizzati i flussi di cassa. Due imprese presentanti gli stessi flussi di cassa futuri ma operanti in settori con rischi diversi non possono avere lo stesso valore. Per questo viene calcolato il WACC¹⁹ (weighted average cost of capital) vale a dire il costo medio del capitale che l'impresa paga ai propri azionisti e creditori. A questo punto, per calcolare il WACC, deve essere stimato il tasso di rendimento atteso del capitale proprio, stimato generalmente attraverso il modello del CAPM²⁰. Questo tasso viene stimato considerando un tasso risk-free, che generalmente è associato al rendimento dei titoli di stato decennali del paese nel quale opera l'azienda. Al risk-free viene addizionato un secondo fattore dato dal β dell'azienda moltiplicato per il premio di rischio, vale a dire la differenza tra il tasso d'interesse del mercato (stimato generalmente attraverso un indice quale ad esempio lo Standard & Poor's 500) ed il tasso risk-free. Questo premio per il rischio non è altro che un rendimento aggiuntivo che gli investitori chiedono in base alla nazione nella quale investono, dovuto al contesto economico e sociale. Il β essendo il moltiplicatore di questo fattore è la variabile più importante. Il β varia in funzione del rischio ed in effetti maggiore è questa variabile maggiore è il rischio. Questo numero varia fra i settori: alcuni settori sono rischiosi mentre altri meno. In quest'ottica il β è essenziale ai fini della nostra analisi. Risulta necessario per stimare un settore in maniera ottimale integrare i rischi legati ai fattori ESG, per questo, settori come la petrolchimica, la siderurgia ed il tabacco dovrebbero avere dei β altissimi. Tuttavia, non sempre questo risulta essere il caso. Per questa ragione, nei prossimi anni, per valutare al meglio un investimento si dovrebbe considerare anche come l'ambiente e la comunità possano impattare su questo settore. Il secondo passaggio del Discounted Cash Flow deve essere corretto integrando e prendendo in considerazione nella stima del β i fattori sostenibili e se il fattore nel quale opera l'azienda li integri o meno.

Successivamente, dopo aver determinato il tasso di sconto attraverso il calcolo del WACC, si possono attualizzare tutti i flussi di cassa futuri stimati nel primo passaggio. Questa attualizzazione fornirà un numero più o meno elevato che potrà essere confrontato con quello di altre imprese compiendo la medesima analisi. Questo dato consentirà all'investitore di valutare la redditività futura della società al tempo in cui l'investimento viene compiuto. Tuttavia, questo risultato è puramente quantitativo e basato su dati empirici ma non prende in considerazione altri fattori, magari più qualitativi. Il limite di tutti i modelli basati sulla finanza tradizionale è appunto questo: si prendono in considerazione solo numeri ed indici reddituali, ma non si stima come fattori ambientali, sociali o di governance possano impattare sulla redditività futura dell'azienda

¹⁹ Il WACC viene calcolato prendendo in considerazione il tasso di rendimento atteso del capitale proprio, i debiti complessivi dell'impresa, il valore di mercato complessivo del capitale proprio ed il capitale complessivo investito nell'azienda.

²⁰ La formula matematica per trovare il tasso di rendimento atteso dal capitale proprio attraverso il CAPM è data dalla relazione per cui: $Re = Rf + \beta (Rm - Rf)$

a livello sia di rischi ma anche di rendimenti. Questo comporta che il valore finale stimato risulta essere altamente incompleto a livello qualitativo.

All'interno di questo secondo capitolo si ha avuto modo di parlare dei nuovi orizzonti della finanza e di come questi rappresentino il futuro non solo per le imprese bensì anche per gli investitori. In un primo momento si è parlato di come la finanza sostenibile rappresenti effettivamente uno stimolo alla green economy e di come questa tematica sia sempre più centrale, sottolineando come anche gli stati abbiano aumentato la loro emissione di green bond negli ultimi anni. Successivamente si è parlato dei metodi di valutazione della solvibilità delle società e si è evidenziata la necessità di adottare rating sostenibili che prendano in considerazione i tre fattori e di come questi vengano integrati dall'impresa. Nella parte centrale del capitolo si sono presi in esame i nuovi strumenti finanziari. Se nella prima parte dell'elaborato si è approfondito come un investimento sostenibile può essere posto da un'azienda, all'interno di questo capitolo ci si è posti dal lato dell'investitore. Analizzando le obbligazioni green e le azioni di aziende integranti i fattori ESG si è potuta compiere un'analisi sui rischi di un portafoglio sostenibile rispetto ad uno standard e sui rendimenti ed aspettative di azioni di imprese integranti i fattori nel corso del tempo. Successivamente si è anche sottolineato come gli attori più importanti del sistema economico, le banche, debbano integrare i tre fattori al fine di analizzare e stimare al meglio i loro rischi. Si è conclusa questa parte commentando i limiti dei metodi basati sulla finanza tradizionale ai fini della valutazione d'azienda, evidenziando la mancanza di fattori qualitativi quali i fattori sostenibili nell'analisi.

Se nel primo capitolo si è insistito sull'importanza che i tre fattori stanno assumendo all'interno delle imprese, all'interno di questa seconda parte si è evidenziato come questi stiano impattando anche i mercati e soprattutto le scelte degli investitori. D'ora in avanti sarà impossibile per un investitore non tenere conto delle tematiche ambientali, sociali e di governance nella scelta su dove allocare il proprio capitale. Una mancata considerazione potrebbe significare la valutazione sbagliata di una società nella quale si voglia investire, un accrescimento netto del rischio del portafoglio e un premio in confronto al rischio probabilmente inferiore. Vista l'importanza che i fattori stanno assumendo per le imprese ed i mercati nell'ultimo capitolo dell'elaborato si parlerà della multi utility italiana appartenente all'indice FTSE-Mib A2a, studiandone il business model ed evidenziandone l'integrazione dei fattori da parte di quest'ultima.

Capitolo 3: Case Study A2A

3.1) A2A: a life company

Nei capitoli precedenti si è trattato dell'integrazione dei fattori ESG da parte di un'azienda. In un primo momento ci si è concentrati sulle strategie aziendali e di come queste d'ora in avanti dovranno prendere obbligatoriamente in considerazione i tre fattori sostenibili, anche in ragione degli accordi e dei programmi internazionali sulla sostenibilità e l'ambiente. In un secondo momento è stata compiuta un'analisi più finanziaria nella quale ci si è focalizzati sul portafoglio dell'investitore e sui nuovi strumenti finanziari, quali ad esempio i green bond. Ne è emersa un'importante considerazione che diventerà una costante nel futuro: i fattori ESG dovranno essere integrati da tutti gli attori del sistema economico - aziende, banche ed investitori - siano essi di piccole o grandi dimensioni.

Nel seguente capitolo ci si concentrerà su un esempio pratico, analizzando il business model di una delle più importanti aziende italiane: A2A. Nel condurre l'analisi si evidenzieranno le strategie poste in essere dalla multi utility e come le stesse pongano al centro del progetto i fattori di cui si è parlato ampiamente nei precedenti capitoli.

Il gruppo A2A è uno dei più grandi operatori italiani del settore dell'energia, dell'acqua e dell'ambiente. La società conta più di 12.000 dipendenti ed è quotata alla Borsa Italiana S.p.A., è presente nell'indice FTSE Mib, il più importante indice italiano. A2A è leader nazionale nel settore ambientale, dalla raccolta differenziata alla gestione integrata dei rifiuti fino al recupero di materia ed energia. Questo traguardo è stato raggiunto grazie al modello innovativo basato sull'economia circolare che permette di trasformare i rifiuti in nuove risorse. A2A, inoltre, è il secondo operatore in Italia per capacità installata, presente con numerosi impianti soprattutto nel nord della penisola. Il gruppo cura anche la vendita e la distribuzione di energia elettrica e gas su tutto il territorio italiano e sta investendo sempre più nella ricerca e nello sviluppo delle c.d. smart cities.

Il gruppo A2A, così come lo conosciamo oggi, nasce nel 2008 a seguito della fusione di due grandi aziende di Milano: AEM e AMSA ed una di Brescia: ASM. L'Azienda Elettrica Municipale, e più avanti nel tempo, Azienda Energetica Municipale (AEM) venne costituita nel 1910 per seguire e favorire lo sviluppo della città di Milano ad inizio secolo. Si sviluppò nel corso del secolo, prima quotandosi in borsa (1996) e poi divenendo l'unico distributore di energia elettrica nella città di Milano grazie all'acquisizione della rete ENEL (2002). L'AMSA invece, è la storica azienda milanese, nata all'inizio del XIX-esimo secolo, che gestisce la raccolta e lo smaltimento dei rifiuti urbani nell'area della città di Milano. L'Azienda dei Servizi Municipalizzati (ASM) è la società che durante tutto il XX-esimo secolo ha gestito i servizi di pubblica utilità della città di Brescia. Come tutte le aziende appartenenti al settore della pubblica utilità, anche la società bresciana, nel corso degli

anni '90, ha assecondato il processo di liberalizzazione diffondendo fortemente l'azionariato, ben al di là dello Stato e del Comune di Brescia.

A partire dal 1° gennaio 2008 l'azienda nota come AEM S.p.A. ha trasformato la sua denominazione in A2A S.p.A. in seguito alla fusione per incorporazione delle citate aziende AMSA e ASM.

La società ha attualmente sede legale nella città di Brescia mentre la direzione generale si trova a Milano.

L'azionariato comunicato alla Consob è il seguente: una parte pari al 25% è detenuta dal Comune di Brescia, analogamente alla quota del Comune di Milano. Il restante 50% è per la gran parte (49,2%) collocato sul mercato, mentre lo 0,8% è detenuto da A2A S.p.A. come azioni proprie. Circa il 37% (all'interno del collocato) è detenuto da investitori istituzionali mentre l'11% da investitori retail. Essenziale sottolineare l'importante ruolo dello Stato in quanto si tratta di un'azienda che eroga e gestisce servizi di pubblica utilità. In effetti, nessun investitore al di fuori del Comune di Brescia e del Comune di Milano può possedere una quota superiore al 5%, e se ciò dovesse verificarsi, il diritto di voto in assemblea non potrebbe essere esercitato oltre la soglia in eccesso.

Il prosieguo dell'elaborato si concentrerà sul futuro dell'azienda e sulla sua mission relativamente alle tematiche fino ad ora affrontate. La mission di A2A è proprio quella di essere una *life company*, per questo A2A sin dalla sua nascita si è posta l'obiettivo di migliorare la qualità della vita per i suoi clienti, guidare la transizione energetica ed essere protagonista di una crescita sostenibile del paese. Questa mission è alla base del piano strategico a 10 anni dell'impresa in cui la sostenibilità indirizza fortemente le strategie aziendali. Le caratteristiche del business model di A2A e i numerosi investimenti previsti nei prossimi anni dall'azienda milanese verso l'economia circolare sono il motivo per il quale all'interno dell'ultimo capitolo dell'elaborato si è deciso di trattare di A2A.

3.2) Il Piano strategico sostenibile di A2A

3.2.1) *Il nuovo business model di A2A*

All'interno del primo capitolo si è ampiamente discusso delle strategie aziendali messe in atto da un'impresa e si è attribuita una definizione al concetto di piano strategico. Il piano strategico è composto dall'insieme di azioni di lungo termine che permetteranno all'impresa di raggiungere, se attuate nella giusta direzione, gli obiettivi e lo status futuro desiderato. L'amministratore delegato di A2A Renato Mazzoncini ha presentato ufficialmente il piano strategico dell'impresa il 20 Gennaio 2021, rendendolo noto a tutti gli stakeholder. Il "titolo" del piano strategico, se così può essere definito, è: *life is our duty*. Durante la presentazione il CEO dell'azienda milanese ha voluto sottolineare l'importanza della parola *duty* che integra sia il concetto di lavoro

che quello di dovere. Evidenziando la vision dell'azienda che è quella di garantire una buona qualità della vita ai cittadini attraverso l'uso dell'acqua, dell'ambiente e dell'energia. Il dovere per A2A, e per il resto delle aziende in tutto il mondo, è di integrare al più presto ed al meglio i fattori di sostenibilità, per accompagnare e contribuire a una transizione economico finanziaria "giusta".

Il nuovo piano strategico di A2A rappresenta un concreto riposizionamento dell'azienda, in cui il cambio di paradigma risiede nel passare dichiaratamente dal mezzo al fine. Il piano strategico 2021-2030, anche se decennale, ha l'obiettivo di intervenire immediatamente migliorando i servizi già precedentemente offerti dall'azienda.

Il piano si basa fundamentalmente su due pilastri: l'economia circolare e la transizione energetica.

Nell'ambito dell'economia circolare l'obiettivo è di preservare le risorse del pianeta, riducendone lo spreco e riutilizzandone il più possibile. La transizione energetica ha invece come obiettivo di garantire la produzione e l'utilizzo di energia pulita velocizzando la decarbonizzazione su tutto il territorio nel quale opera A2A. Inoltre, il nuovo piano strategico evidenzia come A2A voglia espandersi ed ampliarsi verso nuovi mercati. Durante la citata conferenza stampa, infatti, l'amministratore delegato Mazzoncini ha sottolineato come il perimetro operativo di A2A non sia più limitato all'Italia ma si estende a tutta l'Europa. In quest'ottica l'azienda milanese vuole presentarsi sul mercato europeo delle rinnovabili e dello smaltimento dei rifiuti, già fortemente regolamentati, che possono fornire alla società opportunità importanti di sviluppo.

A2A si aspetta un raddoppio del valore di mercato e degli investimenti nell'economia circolare globale entro il 2030, con investimenti pari a due trilioni di euro l'anno. Anche per questa ragione la multi utility vede nell'economia circolare e nella transizione energetica il proprio futuro, e per questo motivo le due aree rappresentano i due pilastri del piano strategico 2021-2030.

Un piano a 10 anni è necessario per sviluppare gli investimenti infrastrutturali che serviranno ad accompagnare i due pilastri strategici.

Il piano sostenibile di A2A, come sottolineato dall'amministratore delegato Mazzoncini il 20 Gennaio, promuove gli obiettivi di sviluppo sostenibile fissati dalle Nazioni Unite nell'ottica dell'Agenda 2030. Di questi 17 obiettivi, fortemente interconnessi, A2A ne promuove almeno undici attraverso l'attuazione del piano strategico.

Primo fra tutti assicurare un'istruzione di qualità equa promuovendo un uguale apprendimento permanente per tutti. In quest'ottica l'azienda milanese vuole consolidare e migliorare i propri piani di attività di educazione ambientale. Nel 2018 erano 63.300 gli stakeholder di A2A coinvolti in iniziative di educazione ambientale, aumentati di circa 7.000 unità nel 2019. Il piano prevede che nel 2024 si arriverà a 80.000.

Il secondo obiettivo sostenibile è rappresentato dal raggiungimento della parità di genere. L'obiettivo principale della multi utility è quello di aumentare di almeno cinque punti percentuali la quota di genere meno rappresentata, le donne, sul totale dei dipendenti in posizioni di responsabilità.

Un altro importante obiettivo nel quale si impegna A2A, che corrisponde altresì ad uno dei core business dell'impresa, è garantire a tutti la disponibilità e la gestione sostenibile dell'acqua. Per questo motivo la società intende diminuire di circa un terzo le proprie perdite idriche lineari. Inoltre, si prevede di diminuire sostanzialmente, di circa quattordici punti percentuali, il numero di abitanti che attualmente non hanno accesso al servizio di depurazione.

In relazione all'energia pulita ed accessibile A2A promette di vendere nel 2024 circa 2100 GWh di energia verde, il doppio di quella venduta in questo momento dalla società.

Uno dei traguardi più importanti fissati dall'agenda 2030 è quello di incentivare una crescita economica duratura, inclusiva e sostenibile. In quest'ottica la multi utility milanese vuole migliorare il proprio risk management finalizzando entro il 2022 un sistema di risk governance intelligente che integri i rischi ESG. In questa direzione l'azienda vuole migliorare la propria valutazione ESG e migliorare i propri ratio in almeno due indici etici ogni anno. Si parlerà nel seguente paragrafo del primo green bond emesso da A2A nel 2019 e se ne evidenzieranno le caratteristiche, in particolare quelle che lo collegano ai *sustainable development goals*. A2A è impegnata anche in altri obiettivi sostenibili quali l'innovazione delle infrastrutture, la lotta contro il cambiamento climatico e l'uso sostenibile della Terra.

Si può dunque affermare, visto quanto detto precedentemente, che la società milanese è fortemente impegnata nel fornire il proprio contributo al raggiungimento degli obiettivi di sviluppo sostenibile fissati dalle Nazioni Unite.

Oltre che il legame con i *sustainable development goals*, il piano strategico di A2A (2021-2030) assegna ambiziosi target di sostenibilità che si conciliano perfettamente con gli obiettivi prefissati dal green deal europeo. Il 57% degli investimenti della società milanese nei prossimi 10 anni sarà orientato verso la transizione energetica e il 43% verso l'economia circolare. Inoltre, A2A investe fortemente sulla digitalizzazione e sull'innovazione, per accelerare e rendere ancora più incisivo il contributo allo sviluppo sostenibile. Si pensi che nel 2020 i contatti *digital* sul totale dei clienti sono stati circa il 21%, la previsione di A2A è di raggiungere il 37% entro il 2030.

Si può concludere che il nuovo business model di A2A è in tutti i sensi un modello sostenibile e fortemente orientato al futuro. In effetti, A2A è certificata ai sensi del Science-Based Targets Initiative²¹ e per questo motivo, uno degli obiettivi chiave entro il 2030 è quello di diminuire le emissioni di gas serra del Gruppo A2A di almeno il 30%. Questi ambiziosi target di sostenibilità sono raggiungibili solamente attraverso il perseguimento di obiettivi economici, finanziari e sociali altrettanto importanti che, di fatto, guidano il cambiamento.

²¹ Il Science-Based Target Initiative è composto da una serie di obiettivi sviluppati da *Science Based Targets* che fornisce alle imprese un percorso chiaro per ridurre le emissioni di gas serra. Un obiettivo di riduzione delle emissioni può essere definito "science-based" solamente se sviluppato in linea con la scala di riduzioni necessarie per mantenere il riscaldamento globale al di sotto dei 2 gradi.

3.2.2) Le strategie ESG attuate da A2A

Per raggiungere i target di sostenibilità di cui si è parlato precedentemente l'azienda milanese deve mantenere un comportamento congruo nei confronti dell'ambiente e della comunità nella quale opera nonché raggiungere traguardi finanziari importanti, che fondamentalmente ruotano attorno ad un unico indicatore: avere un utile netto di esercizio positivo. Generare un guadagno e integrare i tre fattori nel processo produttivo è al centro di ogni strategia sostenibile che si rispetti.

Per questa ragione all'interno del seguente paragrafo si andranno ad analizzare le strategie ESG attuate da A2A. Per compiere questa analisi non si adatterà solamente un'ottica esterna all'azienda bensì studieremo anche il processo interno di creazione del valore, sottolineandone i risultati economici e finanziari e il grado di soddisfazione dei clienti, e dunque il vantaggio concorrenziale che tali strategie generano.

Per analizzare le strategie aziendali di A2A e avere una visione generale sul processo interno utilizzato, la relazione con i clienti e la performance finanziaria dell'azienda risulta opportuno utilizzare uno strumento di cui si è già accennato nel capitolo 1: la balanced scorecard. Generalmente la scheda di valutazione viene utilizzata dalle persone operanti all'interno dell'impresa. In questo elaborato lo strumento verrà utilizzato per valutare e mettere in evidenza le strategie aziendali compiute da A2A in ottica ESG.

La balanced scorecard, come riportato nel capitolo 1 (v. p. 11) permette ai manager di esplicitare al meglio la strategia della propria impresa e può fungere da cerniera per raggiungere l'obiettivo sia in chiave finanziaria sia in materia di sostenibilità (ESG).

La scheda di valutazione bilanciata è composta da quattro macroaree diverse: la prospettiva finanziaria, la prospettiva del consumatore, la prospettiva interna dell'impresa e la prospettiva di innovazione e apprendimento. Ognuna di queste macroaree risponde a una domanda precisa che ci porremo nel prosieguo del paragrafo. In questo modo si cercherà di mostrare come A2A, per ognuna delle macroaree, in un primo momento internalizza al meglio i fattori ESG e successivamente li esternalizza verso il mercato.

La prima macroarea si riferisce alla prospettiva finanziaria dell'azienda e risponde alla seguente domanda: Cosa deve fare l'impresa per soddisfare i propri azionisti?

Una risposta può essere trovata attraverso uno studio degli indicatori finanziari di performance e di redditività dell'impresa. In quest'ottica si possono analizzare i risultati ad oggi e quelli attesi a 10 anni per provare l'effettiva sostenibilità economica del piano.

Le prime analisi di un investitore si basano principalmente sui multipli di borsa dell'azienda nella quale si vuole allocare il capitale. Il Price-Earnings ratio è il primo indicatore utile ai fini della nostra analisi; quello di A2A è stato stimato a 14,07 il 04/05/2021. Questo multiplo indica quante volte il prezzo dell'azione incorpora gli utili attesi. Un risultato pari a 14,07 è positivo, significa che il mercato è disposto a pagare molto per avere

il livello di utili (al denominatore) in quanto ritiene che l'azienda abbia delle capacità per aumentarli ulteriormente.

L'utile per Azione (EPS) invece, misura l'utile netto per azione di cui dispongono gli azionisti ordinari. L'EPS al 04/05/2021 è stimato essere 0,1167. Questa misura è stata ottenuta considerando l'utile netto dell'impresa e dividendolo per la media ponderata delle azioni in circolazione durante l'ultimo anno. Misura che secondo il piano strategico di A2A è destinata a salire; l'utile netto del gruppo, infatti, dovrebbe più che raddoppiare da qui al 2030.

Ultimo indicatore di borsa di cui ci possiamo avvalere è il Dividend per Share. Questa ratio misura quanti dividendi sono distribuiti per azione. Nel 2020 il DPS di A2A è pari a 0,08. Vale a dire che ad ogni azionista saranno distribuiti 8 centesimi per ogni azione detenuta. È stato inoltre stimato all'interno del piano strategico che il tasso di crescita dei dividendi è pari al 3%. I dividendi distribuiti aumenteranno dunque anno dopo anno, così come il Prezzo azionario il cui tasso di crescita è stato stimato intorno al 4,5%. Questo tasso è stato calcolato analizzando gli utili netti futuri attesi esposti nel piano di A2A. A questo punto si può analizzare il flusso di cassa dato dal possesso dell'azione esplicitando il dividend yield²², il capital gain²³ e l'holding period return²⁴. Per procedere a questo esercizio è preventivamente necessario stimare, con l'aiuto del CAPM, un tasso di sconto che attualizzi ad oggi il prezzo futuro dell'azione. Applicando la formula del CAPM è stato stimato che il costo medio ponderato del capitale di A2A a cui scontare i flussi di cassa è pari al 5,006%. Per calcolare questo tasso è stato preso in considerazione il sondaggio²⁵ del Professor Pablo Fernandez (IESE Business School), che è riuscito a stimare in maniera ottimale il tasso risk-free e il market risk premium per 81 paesi nel 2020.

Di seguito i risultati ottenuti ipotizzando di detenere un'azione di A2A per un periodo di tempo pari a 10 anni:

²² Il dividend yield rappresenta il rapporto tra l'ultimo dividendo per azione corrisposto agli azionisti e il prezzo in chiusura dell'anno di un'azione.

²³ Il capital gain è il guadagno che un'azionista incassa dallo smobilizzo dell'azione. Questo è dato dalla differenza tra il valore di acquisto e il valore di vendita dell'azione.

²⁴ L'holding period return è il rendimento che deriva dallo strumento finanziario durante il periodo di detenzione. Si calcola attraverso la formula in capitalizzazione composta, ipotizziamo dunque che alla fine di ogni anno gli interessi maturati possano essere reinvestiti. $HPR = (\text{Valore Finale} / \text{Valore Iniziale})^{(1/t)} - 1$.

²⁵ Fernandez, Pablo. Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 81 countries in 2020. 25/03/2020

Grafico 13: Flusso di dividendi e prezzo futuro atteso di A2A (2021-2030)

Anno	Dv attesi	Dv cumulati e attualizzati	Crescita Prezzo atteso	Prezzo attualizzato	Prezzo futuro stimato	
2021	0,0800	0,0800	1,6325	1,6325	1,7125	
2022	0,0824	0,1585	1,7060	1,6246	1,7831	
2023	0,0849	0,2354	1,7827	1,6168	1,8522	
2024	0,0874	0,3109	1,8630	1,6090	1,9200	
2025	0,0900	0,3850	1,9468	1,6013	1,9863	
2026	0,0927	0,4577	2,0344	1,5935	2,0512	
2027	0,0955	0,5289	2,1259	1,5859	2,1148	
2028	0,0984	0,5988	2,2216	1,5782	2,1770	
2029	0,1013	0,6674	2,3216	1,5706	2,2380	
2030	0,1044	0,7346	2,4261	1,5630	2,2977	
					Dividend yield	4,543%
					Capital Gain	40,745%
					HPR	3,871%

Fonte: elaborazione dell'autore su dati del Piano Strategico di A2A (2021-2030)

Dalle stime in tabella si può evidenziare come il prezzo futuro atteso di A2A sia maggiore di quello attuale, ci si aspetta dunque una crescita del titolo negli anni futuri.

Dopo aver analizzato i multipli di borsa e gli indici utilizzati principalmente dagli investitori e dagli analisti si può spostare l'analisi su altri indicatori finanziari che misurano la redditività dell'impresa. È tuttavia necessario ricordare che gli indici sono fortemente correlati tra loro. Un utile netto positivo indica una maggiore redditività dell'impresa; di conseguenza si può ipotizzare un tasso di crescita del prezzo partendo dall'aumento degli utili, e viceversa. Dal Piano Strategico di A2A emerge che l'azienda milanese nel 2020 ha concluso l'esercizio con un Ebitda pari ad 1,18 miliardi di €. Questo numero già abbastanza elevato è destinato a salire e le previsioni indicano che nel 2030 potrà giungere addirittura a 2,5 miliardi di €.

Lo stesso andamento positivo è previsto per l'utile netto del gruppo. Quest'ultimo è stato pari a 300 milioni di € nel 2020; le stime ancora una volta prevedono una crescita: nel 2030 ci si aspetta un utile netto del gruppo pari a 650 milioni.

Il RoE 2020 è stato pari a 8,94%; visti gli aumenti previsti per l'utile netto di gruppo è destinato ad aumentare nei prossimi anni.

Infine, l'ultimo indicatore da analizzare riguardagli investimenti. Dal bilancio integrato del 2020 di A2A emerge che tra il 2021 ed il 2030 saranno investiti circa 16 miliardi di €, 10 miliardi dedicati alla transizione energetica mentre 6 miliardi destinati allo sviluppo dell'economia circolare.

Dalla prospettiva economico-finanziaria di A2A emerge sostanzialmente una conclusione importante: la società è sana ed è prevista una forte crescita per i prossimi 10 anni.

La seconda macroarea si riferisce alla prospettiva del consumatore e risponde alla seguente domanda:

Cosa deve fare l'impresa per apparire al meglio nei confronti dei suoi clienti?

L'azienda milanese nel corso degli anni ha investito molto nella relazione con i propri clienti. Nel 2015 ha lanciato un programma chiamato *Forum d'ascolto* che aveva da subito l'obiettivo di strutturare un dialogo con i propri stakeholder al fine di migliorare il servizio offerto. Il gruppo A2A vuole rafforzare il radicamento nei territori in cui opera, condividere con gli stakeholder la propria strategia e sviluppare progetti che impattino positivamente la comunità attorno all'impresa. L'ultimo incontro del Forum si è tenuto il 4 Febbraio 2021 per discutere, assieme a 74 stakeholder, gli obiettivi strategici previsti dal piano industriale.

Inoltre, nel 2020 è stata avviata una campagna di green marketing con lo scopo primario di sviluppare una campagna di comunicazione e sensibilizzazione dei clienti sulle tematiche ESG. Per questo motivo si stima che nel 2024 il gruppo A2A possa raddoppiare la quota di energia verde venduta rispetto a quella dell'anno 2018.

A2A nel 2018 ha lanciato l'iniziativa Spazio A2A per informare i propri clienti sui cambiamenti in atto nei mercati energetici, attraverso l'organizzazione di 25 eventi di intrattenimento (gratuito) nei fine settimana.

I risultati del gruppo milanese sono evidenti: nel 2020 si contano circa 1,3 milioni di clienti che usufruiscono dei servizi elettrici e 1,5 milioni di clienti gas. Inoltre, pressoché 100 mila clienti sono iscritti al programma fedeltà, raddoppiati rispetto ai dati 2018.

Dalla prospettiva del consumatore emerge un'altra conclusione importante: il gruppo funziona bene, si mette a disposizione dei propri clienti ascoltandoli e assecondandoli; i risultati ne sono la prova.

La terza macroarea si riferisce alla prospettiva interna dell'impresa e prova a spiegare in cosa l'azienda dovrebbe eccellere per poter soddisfare i propri consumatori. Il fine è dunque di comprendere come migliorare i processi *core* dell'azienda.

Precedentemente si è evidenziato che uno degli obiettivi principali di A2A in ottica ESG sia quello di ridurre le emissioni in coerenza con i traguardi stabiliti dagli accordi di Parigi. In quest'ottica il gruppo milanese intende aumentare la propria quota di produzione di energia rinnovabile fino ad arrivare al 58% nel 2030 rispetto al 33% ora prodotto. Per fare ciò verranno stanziati nel corso di questi 10 anni oltre 4 miliardi di euro al fine di aumentare la capacità di generazione da fonti rinnovabili.

Per aumentare l'offerta e rendersi più appetibile nei confronti dei suoi clienti A2A desidera valorizzare la propria offerta di gas, attraverso il potenziamento di almeno due impianti entro il 2023 e la realizzazione di almeno un impianto a idrogeno di nuovissima generazione.

Per poter soddisfare i propri clienti la multi utility ha incrementato i propri servizi riguardanti la mobilità elettrica. L'obiettivo è quello di sviluppare le cosiddette *smart cities*, per questo A2A sta lavorando per introdurre nei suoi territori oltre 6000 punti di ricarica e arrivare a 200 mila contratti di servizi di ricarica entro il 2030.

Risulta evidente come l'azienda milanese voglia eccellere nelle nuove tematiche e nella transizione energetica al fine di fornire ai propri clienti un servizio *green* eccellente.

La quarta macroarea si riferisce alla prospettiva di innovazione ed apprendimento e risponde alla seguente domanda: Come può la società mantenere le proprie capacità di innovazione e sviluppo?

La prospettiva di innovazione è sicuramente quella che si sposa di più con le tematiche ESG; come si è evidenziato precedentemente A2A è un modello da seguire.

L'azienda milanese ha infatti previsto investimenti pari a 2,8 miliardi di euro nell'innovazione tecnologica e nell'innovazione digitale. Per un'azienda come A2A l'innovazione tecnologica si traduce in un maggiore recupero di energia e di materia e nel realizzare azioni atte a ridurre il consumo di acqua e la dispersione idrica. Per favorire l'innovazione e lo sviluppo la multi utility italiana ha aperto 6000 posizioni di lavoro che saranno popolate nei prossimi 10 anni. Per velocizzare e permettere l'innovazione digitale e tecnologica A2A prevede un aumento della qualità del servizio che potrà essere raggiunto solamente attraverso uno snellimento dei processi chiave e una corporate più leggera. Inoltre, sono stati previsti dei percorsi di sviluppo accelerato per dipendenti con posizione critiche.

A2A è un modello da seguire anche dal punto di vista di innovazione e sviluppo in quanto intende espandersi attraverso una crescita che parte dall'innovazione e che si adegua alle nuove richieste dei mercati e dei consumatori.

Attraverso le quattro prospettive chiave dell'impresa si può finalmente costruire il modello di Kaplan e Northon ed evidenziare come le strategie messe in atto dalla governance di A2A nelle varie aree possono aiutare l'impresa a raggiungere la *vision* desiderata.

Grafico 14: La balanced scorecard ESG di A2A



Fonte: elaborazione dell'autore

Dalla balanced scorecard sovrastante possono essere tratte varie conclusioni; prima fra tutte la strategia di A2A per raggiungere la propria vision. Si è detto precedentemente che la vision dell'azienda milanese è di garantire una buona qualità della vita ai cittadini attraverso l'uso dell'acqua, dell'ambiente e dell'energia. In questa direzione A2A sta compiendo grandi passi in avanti attraverso un rafforzamento della propria offerta e un cambiamento del modello di business rispetto al passato, ora sempre più sostenibile e innovativo. Questo approccio strategico rende la multi utility italiana un modello di riferimento per le aziende che investano nell'innovazione e nell'integrazione dei fattori ESG.

Arrivati a questo punto, risulta lecito chiedersi se A2A rappresenti effettivamente un investimento sostenibile. Nella prima parte dell'elaborato si è definito investimento sostenibile quel tipo di investimento orientato principalmente verso il medio-lungo periodo. Basti pensare alla durata del piano strategico di A2A per poter affermare che l'azienda ha quest'ottica periodale in mente.

La seconda caratteristica riguarda l'economicità dell'operazione. Vista la crescita dell'utile atteso nei prossimi anni anche in questo A2A risponde positivamente.

Infine, l'integrazione delle tematiche ESG all'interno dell'azienda. Studiando le strategie ed analizzando la balanced scorecard di A2A risulta evidente come l'azienda milanese acceleri sempre di più nella corretta integrazione dei fattori di sostenibilità.

Si può pertanto affermare che un investimento in A2A rappresenti sicuramente un investimento sostenibile e responsabile.

3.3) A2A un'azienda sulla quale investire

3.3.1) A2A nel portafoglio

Precedentemente si è parlato ampiamente delle strategie attuate da A2A, tuttavia ci si è concentrati solamente sull'azienda in un'ottica sostenibile e quasi mai in un'ottica di rendimento. Risulta dunque lecito chiedersi a questo punto dell'analisi: è conveniente detenere un titolo di A2A all'interno del nostro portafoglio?

Avendo analizzato il business model, il piano strategico e le strategie attuate da A2A si è arrivati alla conclusione che A2A rappresenti un'azienda sulla quale investire tenendo a mente un orizzonte temporale di lungo periodo.

All'interno del grafico numero 13 si è evidenziato che i dividendi futuri attesi di A2A sono destinati a crescere nei prossimi periodi. Essendo il DPS²⁶ già abbastanza elevato, una crescita dei dividendi potrebbe essere molto appetibile per gli investitori in cerca di nuove opportunità di investimento. Oltre a ciò, si è evidenziato che A2A stima per i prossimi periodi un'importante crescita reddituale. Gli utili netti, rispetto a quelli del 2021,

²⁶ Dividend per Share, dividendo per azione. Rappresenta il dividendo distribuito ad ogni detentore di titoli della società. Viene calcolato dividendo i dividendi totali distribuiti per il numero di azioni ordinarie in circolazione.

secondo le stime, saranno più che raddoppiati nel 2030. Una crescita stimata degli utili provoca delle aspettative positive sulla società nel futuro e spinge al rialzo il prezzo futuro.

Vista la crescita dei dividendi futuri e degli utili netti A2A rappresenta sicuramente una grande opportunità di investimento nel lungo periodo.

Inoltre, come si è detto all'interno del capitolo precedente, un investimento in un'azienda che integri al meglio i fattori ESG consente di ridurre il rischio notevolmente.

Per quanto riguarda il breve periodo è molto difficile fare previsioni, i prezzi sono principalmente mossi dalle informazioni che giungono ai mercati e spesso la volatilità non può essere spiegata attraverso analisi fondamentali sul bilancio e sugli indici della società. Per questa ragione per vedere se un investimento risulta conveniente nel breve periodo bisogna ricorrere all'analisi tecnica o a paragoni con i concorrenti del settore. Un investitore per diversificare vuole acquistare titoli di società operanti in settori diversi tra loro, per limitare fortemente il rischio c.d. specifico.

Come e quale titolo sceglierà nel caso voglia investire nel breve periodo in un titolo di un'azienda operante nel settore energetico?

In questo momento per investire nel breve periodo si potrebbe analizzare quale società ha saputo rispondere meglio e riprendersi dalla crisi Covid-19 a livello di quotazione del titolo. Si può dunque andare a confrontare A2A con le altre aziende italiane quotate operanti nel settore energetico.

Grafico 15: confronto andamento dei titoli: A2A, ENI ed ENEL (Marzo 2020 – Maggio 2021)



Fonte: grafico 3 anni andamento titoli A2A, ENEL ed ENI, Borsa Italiana S.p.A., www.borsaitaliana.it

Dal grafico sovrastante si può notare come l'azienda milanese si sia ripresa meglio dalla crisi Covid-19 rispetto alle altre due concorrenti. In effetti, le trend line tracciate evidenziano una crescita del titolo di A2A di circa il 65% da inizio marzo 2020 a maggio 2021. Al contrario, le altre due imprese operanti nello stesso settore non si sono riprese così bene nel post pandemia, con una crescita pari "solamente" al 50% rispetto al prezzo di inizio marzo.

Si può dunque affermare che detenere un titolo di A2A nel proprio portafoglio non può che essere positivo. La conclusione che emerge da questa analisi è che se si cerca un investimento di lungo periodo in questo settore A2A è un'azienda da prendere in seria considerazione. Il consiglio è dunque quello di adottare una posizione lunga e una strategia di "BUY".

3.3.2) Le emissioni green di A2A

In data 19 settembre 2012 il Consiglio di Gestione di A2A ha approvato l'adozione di un programma di emissioni obbligazionarie (EMTN) fino a un importo massimo di 2 miliardi di euro. Nel Novembre del 2014 il Consiglio di Amministrazione di A2A ha approvato il programma ed esteso l'emissione massimale a 4 miliardi di euro, tutt'ora in vigore. L'adozione del c.d. EMTN si inquadra nell'ambito della strategia finanziaria del Gruppo A2A di lungo termine finalizzata all'allungamento della vita media del debito e a garantire un'adeguata flessibilità finanziaria. In questa direzione, per la prima volta l'8 Luglio 2019 l'azienda milanese ha collocato sul mercato 400 milioni di euro di obbligazioni verdi con durata decennale. In quell'occasione sono stati ricevuti ordini superiori ai 3,2 miliardi di euro. Un'offerta importante quella della multi utility ma che non è bastata a soddisfare la totalità della domanda. L'emissione è avvenuta dopo un road show che A2A ha eseguito nelle maggiori capitali europee come Londra, Amsterdam e Parigi, suscitando in questo modo l'interesse di molti investitori. L'ampia domanda ha consentito di ridurre notevolmente lo spread (un peccato per gli investitori, ma un vantaggio per A2A che ha saputo ridurre sostanzialmente il costo del proprio debito). Questo primo green bond, vista anche la grande quantità di domanda, è stato emesso ad un prezzo pari al 98,693% del suo valore nominale e stacca una cedola pari all'1% annuo. Rendimenti così poco elevati sono dovuti a rischi bassi e stabilità finanziaria nel lungo periodo, un altro punto a favore del gruppo milanese. Il programma EMTN è ancora in corso e l'ultima emissione obbligazionaria del gruppo A2A risale al 28 Luglio 2020.

Nel capitolo precedente si è evidenziato quale fosse lo scopo dei green bond e si è spiegato che il capitale di prestito raccolto da queste obbligazioni viene utilizzato per finanziare progetti aventi un risvolto positivo sull'ambiente in cui l'impresa opera. A2A rende disponibile un documento in cui spiega in quali progetti saranno impiegati i fondi raccolti attraverso questa tipologia di obbligazioni.

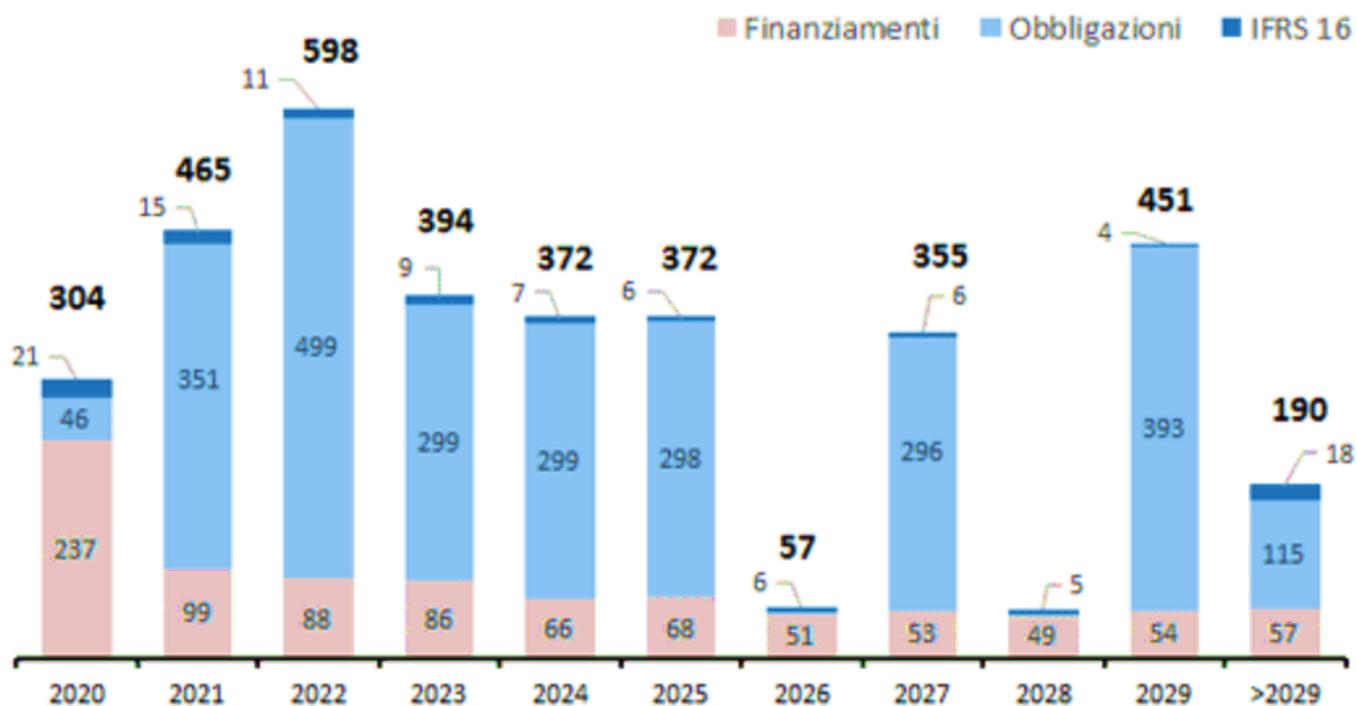
I capitali derivanti dal green bond inaugurale di A2A sono stati utilizzati per finanziare o rifinanziare, in tutto o in parte, progetti verdi idonei, nuovi o esistenti, che soddisfacevano determinati criteri ambientali e di sviluppo sostenibile descritti nel *Green Financing Framework*. Questi progetti riguardano principalmente

l'area della decarbonizzazione. Con 27 milioni di euro, ad esempio, sono stati acquistati nuovi camion spazza rifiuti a metano per l'area di Milano. Il metano in effetti ha consentito di migliorare l'efficienza energetica oltre che una sostanziale riduzione delle emissioni di gas. Con 155 milioni invece sono stati riqualificati vecchi impianti e acquistato nel 2020 l'impianto di Sant'Agata (in provincia di Foggia). L'impianto di Sant'Agata è stato acquisito dal Gruppo LGH (di proprietà di A2A) all'inizio del 2020. Ha una capacità installata di 25,2 Mw ed è alimentato esclusivamente da biomasse solide di origine vegetale, rappresentate principalmente dalla paglia di cereali, principale prodotto agricolo disponibile nella provincia di Foggia. Grazie a vari progetti, tra cui questi due nel 2019, A2A ha raggiunto già nel 2019 il 75% dell'obiettivo 2024. Questo traguardo è stato reso possibile in gran parte grazie alla raccolta di capitale attraverso obbligazioni green.

L'emissione di obbligazioni green deve essere sempre accompagnata da una *second party opinion*. Quest'ultima deve esprimere un'opinione oggettiva sui criteri di sostenibilità adottati dall'azienda e sottolineare se i progetti che saranno finanziati con il capitale verde sono in linea con i fattori ESG. La *second party opinion* sull'emissione del green bond del Luglio 2019 è stata affidata all'agenzia di rating Vigeo Eiris. Questa società ha dichiarato che A2A è ben allineata con l'ottica strategica green e che integra correttamente i fattori di sostenibilità. Inoltre, l'agenzia di valutazione ha osservato che il framework del gruppo A2A contribuisce al raggiungimento di sei obiettivi di sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite, vale a dire gli obiettivi: acqua pulita e servizi igienico-sanitari, energia pulita ed accessibile, innovazione e infrastrutture, città e comunità sostenibili produzione, e consumo responsabili e azione per il clima.

L'azienda milanese ha una struttura del debito importante, da sottolineare ai fini delle conclusioni dell'elaborato. In effetti, il canale di finanziamento maggiormente impiegato da A2A è la raccolta di capitale attraverso l'emissione di obbligazioni. Al 30/06/2020 la struttura del debito era la seguente: 29% prestiti e 71% obbligazioni. Ciò evidenzia che la multi utility ricorre molto raramente a prestiti bancari bensì preferisce raccogliere capitale sui mercati obbligazionari. Nel grafico sottostante viene evidenziata la scadenza del debito. Può essere osservato che più si va avanti con il tempo più diminuiscono i finanziamenti (prestiti bancari) più aumentano le obbligazioni da rimborsare. Questo significa che ultimamente la società sta prendendo poco a prestito dagli istituti di credito e molto dai mercati obbligazionari.

Grafico 16: scadenze e forma del debito di A2A in milioni di euro



Fonte: Bilancio integrato con supplemento 2020, A2A

Se il trend continuerà in questa direzione, nei prossimi anni saranno collocate nuove obbligazioni di A2A sui mercati. Così facendo, aumenteranno di conseguenza anche le obbligazioni green emesse. Ciò porterà dunque a un'ulteriore crescita di progetti sostenibili finanziati attraverso il capitale raccolto dal gruppo A2A. È un ciclo positivo e sostenibile dove ancora una volta A2A dimostra di saper fare da modello alla transizione economica.

3.3.3) La valutazione di A2A

Nelle pagine precedenti sono state evidenziate le strategie attuate da A2A e si è mostrato come la multi utility milanese risulti efficiente sia da un punto di vista finanziario che da un punto di vista sostenibile. Proprio per questa ragione occorre sottolineare, arrivati a questo punto, le conclusioni che possono essere tratte sulla società.

All'interno del secondo capitolo si è parlato dei rating etici. Vi sono infatti delle agenzie che forniscono degli score o conferiscono dei riconoscimenti alle imprese che integrano al meglio i tre fattori sostenibili. Queste agenzie, oltre che valutare le aziende, costituiscono degli indici in cui è possibile investire. Questi indici sono composti da un paniere di titoli provenienti da imprese rispettose nei confronti delle tematiche di cui si è parlato fino ad ora. A2A è presente principalmente in tre di questi indici come, ad esempio, l'ECPI Euro ESG Equity. Quest'ultimo è composto dalle 320 maggiori società a livello di capitalizzazione quotate sui mercati

europei che soddisfano e rispettano i parametri ESG fissati dall'agenzia ECPI. A2A è poi presente anche all'interno dell'EURO STOXX Sustainability Index e dello Standard Ethics Italian Index.

A livello di rating si può prendere in considerazione Sustainalytics, agenzia di cui si è parlato nel capitolo precedente. Sustainalytics fornisce uno score riguardante il rischio ESG dell'azienda. Più è alto, più la società risulta essere rischiosa. Con un punteggio pari a 21.0 la multi utility sembrerebbe avere un punteggio medio-basso. Se però si prende in considerazione solamente il settore utilities, delle 605 aziende valutate da Sustainalytics A2A risulta essere alla 45' posizione. Vale a dire che A2A a livello di integrazione dei fattori ESG si situa nel primo decimo percentile rispetto alle società operanti nello stesso mercato.

In questo ultimo capitolo dell'elaborato si ha avuto modo di analizzare una delle più grandi società italiane di distribuzione energetica, elettrica e gas. In un primo momento, a seguito di una breve presentazione della società si è discusso delle strategie attuate da A2A ed attraverso uno studio del piano strategico si è evidenziato come l'azienda attraverso le proprie azioni contribuisca a raggiungere gli obiettivi sostenibili fissati dalle Nazioni Unite. Mettendo in relazione le strategie con gli obiettivi si è costruita una balanced scorecard che ci ha permesso di evidenziare come l'integrazione dei fattori ESG sia per A2A presente in tutte le diverse prospettive aziendali. Dalla prospettiva finanziaria di A2A è inoltre emerso, a partire degli indici di bilancio del 2020 e attraverso un'analisi fondamentale, che i dividendi saliranno nei prossimi anni così come il prezzo. Questo ci ha permesso di caratterizzare A2A come una società nella quale investire sia nel lungo che nel breve periodo (vista la ripresa più rapida post shock Covid rispetto alle altre concorrenti). L'emissione di obbligazioni green da parte di A2A e la sua presenza in indici ESG non fa che confermare l'esistenza di un compromesso ottimale tra produzione sostenibile e raggiungimento di obiettivi finanziari.

Per questo motivo è necessario un cambiamento anche nella valutazione delle imprese che devono essere analizzate non solo da un punto di vista meramente contabile e finanziario bensì attraverso uno studio su come le strategie si conciliano con i tre fattori sostenibili, sempre più al centro dell'economia.

La scelta di un'azienda operante nel settore energetico non è stata casuale. In effetti, come dimostrato dal grafico 1 dell'elaborato, l'energia rappresenta più del 73% delle emissioni di gas serra mondiali. Dimostrare che un'azienda operante in questo settore sia uno dei modelli nazionali da seguire in ottica di transizione economica, finanziaria ed energetica evidenzia da una parte l'opportunità e al tempo stesso la fattibilità di un cambiamento strutturale che deve riguardare tutti i settori dell'economia.

Conclusione

Il seguente elaborato si è posto l'obiettivo di evidenziare le strategie aziendali c.d. sostenibili attuate dalle aziende e di trattare temi riguardanti la nuova finanza. Nell'introduzione ci si è posti alcune domande che hanno poi costituito le linee guida dell'elaborato. Ricapitolando quanto abbiamo riportato nelle pagine precedenti si possono ora trarre delle conclusioni.

All'interno del primo capitolo si è mostrata la rilevanza finalmente riconosciuta ai fattori ESG. I vari accordi e programmi internazionali hanno evidenziato la necessità e l'opportunità per le aziende di integrare al meglio i fattori di sostenibilità all'interno del loro processo produttivo. Analizzando i trattati più importanti è stato messo in evidenza che le norme e i vincoli prefissati sono soprattutto ambientali; tuttavia, la transizione non può compiersi senza il rispetto degli altri due fattori riguardanti la governance dell'azienda e le tematiche sociali.

Nella seconda parte del testo si è trattato della finanza sostenibile e si è illustrato come questa rappresenti uno stimolo concreto all'economia circolare. Trattare dei nuovi rating etici è servito a dimostrare come gli investitori guardino non solo l'aspetto finanziario di una società bensì si focalizzino anche su altri tipi di valutazioni, per comprendere appieno il rischio di un'impresa, sul lungo periodo oltre che sul breve. Si è poi giunti allo studio dei nuovi strumenti finanziari e alla possibilità per un investitore di allocare il proprio capitale in un'azienda, un fondo o un indice sostenibile. Grazie a quest'analisi è stato possibile sottolineare come il rischio si riduca e il rendimento si stabilizzi qualora un soggetto decida di investire responsabilmente. Si ha avuto modo di evidenziare come i fattori ESG stiano influenzando le banche, ossia la benzina del sistema economico nel quale viviamo. Si è conclusa la seconda parte evidenziando i limiti di una valutazione d'impresa che prenda in considerazione solamente indicatori finanziari.

Nell'ultimo capitolo si è compiuto uno studio pratico sull'azienda A2A evidenziandone le strategie, verificando come la multi utility milanese integri al meglio i fattori di sostenibilità. In questo modo è stato possibile sottolineare come un cambiamento di business abbia dei vantaggi non solo in chiave di valutazione della società, sarà sicuramente migliore, ma anche per gli investitori che sceglieranno questo tipo di azienda per allocare i propri risparmi.

Si possono fornire in questo momento delle risposte alle domande che ci si era posti all'inizio dell'elaborato, in merito ai vantaggi derivanti dall'adottare una strategia ESG sia per un'azienda sia per i suoi investitori, i cui benefici sono molteplici.

Dal punto di vista aziendale vi è un miglioramento della valutazione da parte delle agenzie esterne corrispondente ad una migliore razionalizzazione delle risorse all'interno dell'impresa e la riduzione dello spreco di materie prime, come si è dimostrato per A2A.

Per gli investitori appare evidente, dopo le analisi compiute, che allocare il capitale proprio in titoli c.d. sostenibili permette di ridurre nettamente il rischio e accrescere i rendimenti, soprattutto nel lungo periodo. Per quanto riguarda le migliori modalità di conduzione di una strategia ESG, all'interno dell'elaborato sono stati esposti vari strumenti come lo strategic thinking, lo scenario planning e la balanced scorecard, utilizzata anche per lo studio pratico su A2A.

Infine, evidenziando la straordinaria risposta alla pandemia da parte di A2A, nel momento più difficile per l'economia mondiale degli ultimi anni, è stato possibile dimostrare come una strategia sostenibile non possa che aiutare le aziende verso la ripresa economica e finanziaria. Il rispetto dei fattori da parte di tutti i soggetti economici permetterà di uscire dalla crisi il più velocemente e il meno danneggiati possibile e aiuterà, in questa direzione, il compiersi della transizione economica, ambientale, sociale e finanziaria di cui si è a lungo trattato all'interno dell'elaborato.

Fonti – Sitografia

www.a2a.eu/it/sostenibilita – A2A, Bilancio integrato con supplemento, 01/04/2021.

www.a2a.eu/it/sostenibilita – A2A, Green Bond Report Issuance 2019, 24/07/2020.

www.a2a.eu/it/sostenibilita – A2A, Green Financing Framework, 11/06/2019.

www.a2a.eu/it/sostenibilita – A2A, Piano Strategico A2A 2021 – 2030, 20/01/2021.

www.a2a.eu/it/sostenibilita – A2A, Supplement No. 1 dated 20 October 2020 to the Base Prospectus dated 28 July 2020, 20/10/2020.

www.a2a.eu/it/sostenibilita – A2A, Valore sostenibile A2A, 20/01/2021.

www.ubs.com – Anderl, M. (01/04/2020). ESG: A game changer? , UBS.

www.agcm.it – Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, Rating di legalità 2021.

www.blackrock.com – Blackrock, Soluzioni di investimento sostenibile, Blackrock sustainable investing, 01/12/2019.

www.bloomberg.com – Bloomberg, Posizioni short mercato italiano, 08/04/2021.

www.bloomberg.com – Bloomberg, Posizioni short mercato internazionale, 08/04/2021.

www.bloomberg.com – Bloomberg, (04/02/2021). Moody's issuance of debt to fund green projects, including social and sustainability bonds.

www.borsaitaliana.it – Borsa Italiana S.p.A., Finanza sostenibile: Green, Social e Sustainable Bond, 2020.

www.borsaitaliana.it – Borsa Italiana S.p.A., Grafico a 5 anni Ftse-Mib, 2016 – 2021.

www.borsaitaliana.it – Borsa Italiana S.p.A., Rating: significato e funzionamento delle agenzie di rating, 22/05/2019.

www.climatebonds.net – Climate Bonds Initiative, Top 20 Countries for Annual Green Bond Issuance, 24/01/2021.

www.consilium.europa.eu/it/ – Consiglio dell'Ue, Comunicato Stampa, Finanza sostenibile: il Consiglio conviene la sua posizione su un sistema unificato di classificazione dell'UE, 25/09/2019.

www.consob.it – Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, Il Piano di Azione per la finanza sostenibile, 2021.

www.ilsole24ore.com – Cottone, N. (14/12/2020). Coronavirus, Istat: 73mila imprese chiuse, 17mila non riapriranno. Riduzione delle attività per due terzi delle aziende, Il Sole 24 Ore.

<https://sustainabilityreport2019.enel.com> – Enel S.p.A., Bilancio sostenibile Enel S.p.A. 2019, 2019.

www.repubblica.it – Gerino, C. (11/12/2020). Clima, gli obiettivi raggiunti o no dai paesi dell'Accordo di Parigi del 2015, La Repubblica.

www.ilsole24ore.com – Gianotti, A. (03/03/2016). Lavoro, c'è differenza tra uomo e donna? Nella retribuzione sì: donne guadagnano il 10,9% in meno, Il Sole 24 Ore.

www.istat.it – ISTAT, Report stima preliminare agricoltura 2020

www.isprambiente.gov.it – Istituto Superiore per la Protezione e la Ricerca Ambientale, Protocollo di Tokyo, 2021.

www.ilsole24ore.com – Magnani, A. (09/10/2019). Clima, ecco le 20 aziende che producono un terzo delle emissioni mondiali, Il Sole 24 Ore.

www.msci.com – Morgan Stanley Capital International, How do MSCI ESG Ratings work?, 2021.

www.sciencebasedtargets.org – Science-Based Targets, What are 'science-based targets'?, 2021.

www.spglobal.com – Standard & Poor's Global Ratings, ESG Evaluation, 2021.

www.sustainalytics.com – Sustainalytics, Company ESG Risk Ratings: Intesa Sanpaolo, 07/01/2021.

www.sustainalytics.com – Sustainalytics, Company ESG Risk Ratings: Crédit Suisse, 25/09/2020.

www.treccani.it – Treccani il Vocabolario, Strategia, 2021.

<https://unfccc.int> – United Nations Climate Change, Qu'est-ce-que l'Accord de Paris, 2021.

www.unglobalcompact.org – United Nations Global Compact, The SDGS, 2021.

www.a2a.eu/it/sostenibilita – Vigeo Eiris, Second party opinion on the sustainability of A2A's green financing framework, 12/06/2019.

www.wri.org/our-work/project/climate-watch – Climate Watch, World Resources Institute, 2020.

Fonti – Bibliografia

Banca Centrale Europea (2020). Guida sui rischi climatici e ambientali. *11 - 15, 32 - 45.*

Bellavite Pellegrini, C. & Dallochio, M. & Parazzini E. (2020). Valutazione d'azienda nel mondo ESG, Egea. *25 - 45, 105 - 127.*

Berk, J. & DeMarzo, P. (2019). Corporate Finance Global Edition, Pearson.

Bodie, Z. & Kane, A. & Marcus, A. (2016). Essentials of investments, McGraw-Hill Education. *84 - 101, 111- 134, 193 - 223.*

Caroli, M. & Fontana, F. (2017). Economia e gestione delle imprese V edizione, McGraw-Hill Education. *37 - 68, 156 - 172, 205 - 245.*

Chan Kim, W. & Mauborgne, R. (2015). Strategia oceano blu. Vincere senza competere, Rizzoli.

Fernandez, P. (2020). Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 81 countries in 2020. *3 - 9.*

Giese, G. & Lee, L.E. (2019). Weighing the evidence: ESG and equity returns, Morgan Stanley Capital International. *3 - 14.*