

# **Il Potenziale della Finanza Sostenibile nel Promuovere l'Innovazione**

**Prof. Alfredo Pallini**

---

RELATORE

**Tommaso Bellini**

---

CANDIDATO

**277461**

---

MATRICOLA

# INDICE

<b>Introduzione .....</b>	<b>2</b>
<b>1 Cambio di paradigma.....</b>	<b>3</b>
<b>1.1 Cenni storici.....</b>	<b>3</b>
<b>1.2 Fattori ESG e valutazione delle performance non finanziarie .....</b>	<b>7</b>
1.2.1 La finanza ESG .....	7
1.2.2 MSCI.....	8
1.2.3 Sustainalytics.....	10
1.2.4 Il caso Equifax.....	12
<b>1.3 Strategie di investimento sostenibile .....</b>	<b>14</b>
<b>1.4 Sostenibilità, rischio e rendimento .....</b>	<b>16</b>
<b>1.5 L’impatto della finanza sostenibile sui sistemi finanziari .....</b>	<b>22</b>
1.5.1 Una prospettiva europea.....	22
1.5.2 Tassonomia Europea, SFDR e CSRD.....	26
<b>2 Investire nella sostenibilità.....</b>	<b>32</b>
<b>2.1 Il ruolo delle istituzioni finanziarie.....</b>	<b>32</b>
2.1.1 Imprese.....	33
2.1.2 Banche.....	35
2.1.3 Pensioni e Assicurazioni .....	38
<b>2.2 Strumenti finanziari sostenibili.....</b>	<b>41</b>
2.2.1 Green Bonds.....	41
2.2.2 Social Bonds e SIB.....	46
2.2.3 Caratteristiche finanziarie e “Greenium” .....	48
2.2.4 Quote di fondi ESG.....	51
<b>2.3 Nella pratica.....</b>	<b>53</b>
2.3.1 I green bonds di Enel.....	53
2.3.2 I social bonds della Cassa Depositi e Prestiti.....	55
2.3.3 La costruzione di un indice ESG.....	58
<b>3 Sfide e opportunità.....</b>	<b>60</b>
<b>3.1 Comparabilità e affidabilità dei parametri di valutazione della sostenibilità .....</b>	<b>60</b>
<b>3.2 Il fenomeno del “greenwashing” .....</b>	<b>63</b>
3.2.1 La <i>Green Claims Directive</i> .....	64
3.2.2 Il “greenwashing” nel settore finanziario .....	66
<b>3.3 Il futuro della finanza sostenibile .....</b>	<b>68</b>
<b>Conclusioni .....</b>	<b>71</b>
<b>Bibliografia e Sitografia .....</b>	<b>73</b>

# Introduzione

La definizione più diffusa di finanza sostenibile è quella di un modello che tiene assieme, in una visione di lungo periodo, sia il rendimento finanziario per l'investitore che la creazione di un valore sociale condiviso, comprensivo della mitigazione dei rischi ambientali e delle disuguaglianze generate dall'attività economica.

La transizione verso un'economia circolare e verso modelli di *business* più sostenibili richiede ingenti risorse finanziarie. La riduzione dell'impatto ambientale dei processi produttivi e un utilizzo più efficiente dell'energia possono essere conseguiti solamente attraverso l'innovazione tecnologica e organizzativa, che risulta estremamente onerosa per le imprese. Il supporto ai processi di crescita delle economie emergenti, affinché questi avvengano in maniera sostenibile, richiede un grande quantitativo di investimenti e mezzi finanziari. Anche le diseguaglianze sociali richiedono l'apporto di capitale pubblico e, visti i vincoli di debito dei governi e la minore efficienza, soprattutto privato nello sviluppo di politiche che siano coerenti con l'inclusione nel benessere di ampie fasce della popolazione con esigenze sempre più diffuse e nuove. In questo contesto, la finanza sostenibile, colmando il divario esistente tra domanda e offerta di capitali svolge un ruolo di primo piano nell'allocazione delle risorse finanziarie verso imprese e progetti innovativi, accelerando la transizione dell'economia e promuovendo uno sviluppo economico più sostenibile e resiliente. L'esigenza di un nuovo tipo di finanza in grado di incorporare le questioni sociali e ambientali all'interno dei modelli di valutazione finanziaria si basa sugli eccessi speculativi e manipolatori della finanza tradizionale, allontanatasi dall'economia reale investendo più su se stessa che sullo sviluppo del sistema economico. Lo scopo del presente elaborato è quello di descrivere, per quanto possibile, un'economia in evoluzione, che ha portato alla nascita di nuovi attori all'interno dei sistemi finanziari e che sta spingendo quelli esistenti a adattarsi sull'onda dello sforzo normativo delle istituzioni nazionali e sovranazionali. Il primo capitolo fornisce una panoramica sul processo di affermazione e sul funzionamento della finanza sostenibile, concentrandosi su come questa si sia tradotta nella pratica finanziaria attraverso le diverse strategie di investimento e l'integrazione di parametri ambientali, sociali e di *governance*. Il paragrafo conclusivo di questo capitolo analizza l'impatto che questa nuova branca specifica ha avuto sui sistemi finanziari, in particolare attraverso l'impegno delle autorità europee nel supportare i processi di transizione e nel preparare il sistema economico alle future sfide climatiche. Il secondo capitolo delinea il ruolo dei vari operatori finanziari in rapporto alle nuove pratiche di sostenibilità descrivendo le possibilità aperte da questo nuovo paradigma rispetto ai modi in cui questi conducono le proprie attività, per poi passare ad un'illustrazione dei principali strumenti finanziari utilizzati per finanziare l'innovazione attraverso progetti benefici dal punto di vista ambientale e sociale. Il terzo e ultimo capitolo tratta, invece, le principali fragilità e le sfide che questo nuovo tipo di finanza deve affrontare da un punto di vista tecnico e normativo, ma anche delle opportunità che ha creato e della sua importanza nella prossima fase dell'economia globale.

# 1 Cambio di paradigma

## 1.1 Cenni storici

Mentre la popolarità degli investimenti ESG è cresciuta in tempi relativamente recenti, il concetto di investimento sostenibile e le pratiche di SRI (*Sustainable and Responsible Investing*) hanno origini ben lontane. La finanza etica deriva principalmente dalla pratica comune, adottata da alcune istituzioni, di escludere investimenti in contrasto con convinzioni etiche e religiose o con valori sociali, personali e morali. Gli investimenti socialmente responsabili si diffusero principalmente attraverso i movimenti ambientalisti, pacifisti e per i diritti civili che si propagarono negli anni Sessanta e Settanta, sebbene la più antica forma di investimento etico sia riconducibile alla finanza islamica. I fondamenti di questa forma di investimento etico basato sulla religione si materializzano nel VII secolo con la nascita dell'Islam. Essenzialmente, la finanza islamica si basa su un sistema di investimenti e finanziamenti effettuati in aderenza alle regole determinate dalla legge della *Shariah*. Ad esempio, poiché non conformi alla *Shariah*, tutti gli investimenti legati al gioco d'azzardo, alla pornografia, ma anche alla vendita di alcool e carne di maiale vengono considerati proibiti, o *haram*. Anche trarre profitti dagli interessi attraverso la concessione di prestiti è vietato, così come è vietato investire in società finanziarie che ricevono cospicui interessi dagli investimenti in obbligazioni. Negli anni Sessanta gli investimenti socialmente responsabili aumentarono esponenzialmente quando le proteste contro la guerra in Vietnam spinsero una serie di fondi di investimento a disinvestire negli appaltatori della difesa statunitense. A partire dagli stessi anni le proteste antiapartheid, guidate dagli studenti sud-africani e americani, generarono una mobilitazione di massa che portò un elevato numero di istituzioni e imprese americane a disinvestire e a tagliare ogni tipo di legami con il Sud Africa, portando il paese a perdere 1 miliardo di dollari in investimenti diretti statunitensi. L'effetto delle proteste e delle conseguenti politiche di investimento diedero un enorme contributo ai processi di cambiamento a livello istituzionale e legislativo. Sempre all'inizio degli anni Settanta, le crisi petrolifere accesero i riflettori sui rischi ambientali e iniziarono a diffondersi movimenti ecologisti e campagne contro l'inquinamento; ma furono catastrofi come lo scoppio del reattore nucleare a Chernobyl, il disastro chimico a Bhopal o l'incidente della petroliera Exxon Valdez in Alaska a portare le questioni ambientali al centro dell'opinione pubblica fino ad arrivare al protocollo di Kyoto nel 1997. Sarà poi però nel 2000, con il Global Compact, che verrà data una svolta ancor più concreta verso un'economia globale sostenibile, rispettosa dei diritti del lavoro, della salvaguardia dell'ambiente e della lotta alla corruzione. Questa intesa, promossa dalle Nazioni Unite, a cui hanno ad oggi aderito migliaia di aziende provenienti da più di 160 paesi<sup>1</sup>, diede vita ad un *framework* composto da 10 principi. Principi rappresentanti una guida per imprese e governi nel dare un contributo significativo alle persone e al pianeta.

---

<sup>1</sup> UN, ONE GLOBAL COMPACT: *accelerating and scaling global collective impact*.



Fig. 1.1 | Global Compact, Fonte: UN

Nel giugno del 2004, un gruppo di 20 tra le più importanti istituzioni finanziarie, con più di 6 trilioni in dollari di asset in gestione, pubblicò ed approvò un *report* promosso dalle nazioni unite e dal governo svizzero. Questo *report*, denominato “Who Cares Wins: Connecting Financial Markets to Changing World” sviluppa delle linee guida volte alla più efficiente integrazione delle tematiche ambientali sociali e di *Governance* (ESG) nella gestione patrimoniale, nei servizi di intermediazione mobiliare e in tutte le varie funzioni di ricerca e analisi dei mercati associate. All’interno del *report* una serie di raccomandazioni viene indirizzata ai principali settori dell’industria finanziaria: analisti, istituzioni finanziarie, società, investitori, gestori di fondi pensione, consulenti finanziari, regolatori, borse e ONG. Gli obiettivi principali di questa pubblicazione erano incentrati sullo sviluppo di mercati



Fig. 1.2 | Raccomandazioni ai mercati finanziari, Fonte: Who Cares Win Report

finanziari più forti, resilienti e capaci di contribuire allo sviluppo sostenibile attraverso una crescita della fiducia tra e verso le varie istituzioni finanziarie. Le accurate analisi e i vari sondaggi effettuati sui principali operatori dei mercati finanziari qui contenute, dimostrarono inequivocabilmente come l’inclusione dei fattori ESG nelle decisioni di investimento e nelle *performance* aziendali fosse fondamentale per il successo delle imprese, specialmente nel lungo termine, nonché per una avveduta gestione delle risorse finanziarie e la creazione di un

mercato stabile e prevedibile nell'interesse di tutti gli investitori. Il rapporto si occupò anche di evidenziare le principali sfide e problematiche nell'adozione dei parametri ESG: dalla definizione di *standard* e normative universali fino alla difficile quantificazione di aspetti legati a queste tematiche. Iniziative come questa diedero vita ad una serie di *framework* di supporto come il PRI (*Principles for Responsible Investing*), il GRI (*Global Reporting Initiative*) e il SASB (*Sustainability Accounting Standard Board*). I PRI rappresentano una serie di principi costruiti per guidare gli investitori istituzionali in un'ottica sostenibile; GRI e SASB, invece, fornirono a governi e imprese i più utilizzati *standard* contabili per la rendicontazione dell'impatto sociale e ambientale, componente fondamentale della *disclosure* ESG. Da un progetto separato delle Nazioni Unite assieme a Freshfields Bruckhaus Deringer, studio legale internazionale, nacque inoltre nel 2005 un altro significativo rapporto denominato "Freshfield Report". Questo si pose l'obiettivo di analizzare le giurisdizioni dei paesi più sviluppati per verificare l'impatto delle normative vigenti sull'integrazione ESG nelle politiche di investimento di fondi comuni, fondi pensione e compagnie assicurative. Nel 2015, sempre le Nazioni Unite lanciarono il progetto "Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development", descrivendolo come un grande piano d'azione per le persone, il pianeta e la prosperità. L'Agenda è costituita da 17 obiettivi per lo sviluppo sostenibile (SDGs), inquadrati all'interno di un programma più vasto costituito da 169 target, ad essi associati, da raggiungere in ambito ambientale, sociale, economico e istituzionale entro il 2030. I 17 *Goals* fanno riferimento ad un insieme di questioni che prendono in considerazione in maniera equilibrata le tre dimensioni dello sviluppo sostenibile: economica, sociale ed ecologica, e mirano a porre fine alla povertà, a lottare contro l'ineguaglianza, ad affrontare i cambiamenti climatici e a costruire società pacifiche che rispettino i diritti umani.



Fig. 1.3| SDGs. Fonte: UN

La crescente rilevanza delle iniziative legate alla sostenibilità ha accelerato poi nel tempo l'attività di utilizzo dei fattori ESG. Tra le più importanti possiamo includere la COP21 (*21st Conference of Parties*), conferenza svoltasi a Parigi dove è stato raggiunto un'importante accordo di neutralità carbonica; il *Green Deal* Europeo, un enorme piano di trasformazione economica finanziato con 1800 miliardi di euro (un terzo dei fondi del *NextGenerationEU*), con l'obiettivo di ridurre le emissioni nette di gas serra di almeno il 55% entro il 2030 per

poi fare dell'Unione Europea il primo continente a impatto zero entro il 2050; la Tassonomia Europea, uno degli strumenti per la riuscita del *Green Deal*, ossia un sistema di classificazione delle attività economiche basato sul grado di sostenibilità, con lo scopo di tutelare policymakers e investitori fornendo una chiara definizione delle attività realmente sostenibili, limitando così il rischio di *greenwashing*; L'SFDR (*Sustainable Finance Disclosure Regulation*), un regolamento emanato con l'intento di aumentare la trasparenza delle imprese imponendo loro degli obblighi di *disclosure* rispetto a una vasta serie di metriche ESG.

Il primo dato disponibile a livello aggregato sullo sviluppo della finanza SRI arriva nel 2012, quando i diversi

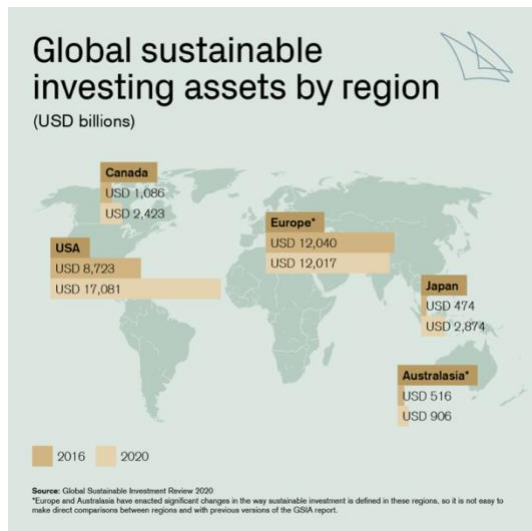


Fig. 1.4 | Investimenti sostenibili per regione geografica, Fonte: GSIA

network della finanza sostenibile europea, statunitense, asiatica e canadese confluiscono nella Global Sustainable Investment Alliance. Il primo rapporto quantifica in 13 trilioni di dollari gli Asset Under Management delle diverse strategie di investimento sostenibile, che diventeranno poi 18 trilioni nel 2014, 23 trilioni nel 2016, 30 trilioni nel 2018 fino a raggiungere i 35 trilioni nel 2020<sup>2</sup>. Sviluppo dovuto sia al numero crescente di investitori aderenti ai codici, agli *standard* e alle normative provenienti dagli enti governativi e non, sia alla generale e crescente sensibilità verso i temi della sostenibilità a seguito della crisi finanziaria del 2008 e delle molte campagne di informazione sul cambiamento climatico. Lo scoppio della pandemia da COVID-19

agli inizi del 2020 ha contribuito ulteriormente a rafforzare questa tendenza, ricordando agli investitori dei rischi dovuti alle vulnerabilità dei sistemi finanziari rispetto a minacce imprevedibili su larga scala e indirizzando le loro preferenze, specialmente quelle dei *Millennials*, verso gli investimenti sostenibili<sup>3</sup>. Negli anni seguenti invece, lo scoppio del conflitto in Ucraina ha portato a non pochi ripensamenti rispetto alle politiche di investimento sostenibile. Da una parte, le atrocità dell'invasione hanno fatto sembrare banali e irrilevanti le tradizionali questioni ambientali, sociali e di *Governance*. Dall'altra la guerra ha avuto dei risvolti strettamente legati all'energia, ai diritti umani e allo stato di diritto, risvegliando la necessità da parte dei governi di investire nell'autonomia energetica e nella difesa dei processi democratici. La popolarità degli investimenti ESG è cresciuta sulla base di condizioni favorevoli dei mercati e, ora che i mercati soffrono di fronte alle crisi energetiche e geopolitiche, il loro futuro è decisamente incerto.

<sup>2</sup> GSIA, *Global Sustainable Investment Review 2020*

<sup>3</sup> Morgan Stanley | *Sustainable Signals: Individual Investors and the COVID-19 Pandemic*

## 1.2 Fattori ESG e valutazione delle performance non finanziarie

### 1.2.1 La finanza ESG

La finanza sostenibile nasce sulla spinta di una nuova sensibilità e di novità regolamentari che hanno ampliato l'insieme di informazioni rese disponibili da parte di imprese e governi. Questo nuovo insieme di notizie ingloba la conoscenza di aree non coperte dalla finanza convenzionale, ma fondamentali per la valutazione della sostenibilità delle imprese. In questo contesto, i *rating* ESG rappresentano la modalità prevalentemente adottata dal sistema finanziario per quantificare le nuove informazioni disponibili in uno *score* facilmente integrabile con le tecniche tradizionali di composizione e gestione di portafogli titoli. I fattori ESG, dunque, sono delle metriche non finanziarie che permettono alle imprese di rendicontare le loro *performance* in termini ambientali sociali e di Governance. La E (environmental) si riferisce alla gestione dell'impatto ambientale prodotto dall'impresa, ossia, come questa si occupa degli effetti generati sull'ambiente dalle proprie attività. Alcune delle metriche utilizzate per quantificare l'impatto ambientale includono l'impronta di carbonio, le sostanze chimiche coinvolte nei processi di produzione, l'utilizzo di acqua e il consumo di energia. La S (social) riguarda l'impatto sociale prodotto dall'impresa, sia al suo interno che in un contesto più ampio e generalizzato. I fattori sociali includono tutto ciò che riguarda i diritti umani, lo sviluppo del capitale umano e le relazioni con i vari *stakeholder* che ruotano attorno alle attività dell'impresa. Alcune delle metriche utilizzate si basano sulla sicurezza e la salute degli impiegati, sui programmi di inclusione adottati e sulle pratiche utilizzate nelle assunzioni. La G (Governance) considera il modo in cui il consiglio di amministrazione guida l'operato dell'impresa. Questo criterio comprende tutto ciò che va dall'efficacia, indipendenza e retribuzione dei dirigenti, alla diversità etnica e culturale dei manager, fino al modo in cui questi ultimi rispondono e interagiscono con gli azionisti. L'evoluzione del sistema ESG può essere divisa in tre periodi principali: scarsità, abbondanza e superabbondanza<sup>4</sup>. La prima generazione di ESG era limitata alle informazioni raccolte dai media, ai documenti regolatori, alle notizie pubblicate dalle NGOs e alle normative dei governi. Le agenzie di ricerca usavano queste informazioni e le includevano manualmente in maniera non strutturata nei *report* relativi alle imprese. Queste erano le uniche informazioni disponibili per lo screening delle società in termini di sostenibilità. Agli inizi del 2000 la presenza di un quantitativo maggiore di informazioni permise alle agenzie di interpretare e sistematizzare i dati dando vita alle attuali agenzie di *Rating*. Con *report* più sofisticati l'adozione generalizzata dei criteri ESG iniziò ad

Fig. 1.5 | I pilastri ESG, Fonte: US SIF



<sup>4</sup> iShares, *An Evolution in ESG Indexing*



aumentare facendo leva su una maggiore attrattività a livello finanziario. Nell'ultima fase le nuove tecnologie hanno permesso di analizzare questo tipo di dati in maniera più dettagliata migliorando gli indicatori di valutazione e di rischio per gli investitori ESG. Al giorno d'oggi, l'ecosistema ESG è solido e comprende diverse parti che collaborano per lo sviluppo e l'elaborazione di un *framework* utilizzabile in contesti molteplici. I principali costituenti dell'ecosistema possono essere suddivisi in quattro classificazioni sulla base della loro attività principale. In primo luogo, gli *standard setter*, ovvero le organizzazioni che definiscono gli *standard* contabili di sostenibilità, come il SASB (Sustainability Accounting Standards Board) e il GRI (Global Reporting Initiative). Successivamente, vi sono gli aggregatori di dati, tra cui Bloomberg e Morningstar, che forniscono ampie serie strutturate di dati provenienti da fonti pubbliche, spesso rendendo disponibili proprie valutazioni rispetto ai dati raccolti. Alcuni *asset manager* preferiscono infatti utilizzare dati grezzi per formulare i propri giudizi, invece di rifarsi ai *rating* ESG. Esistono poi società specializzate che si concentrano su particolari tematiche ESG, come Trucost, che si occupa di dati ambientali, o RepRisk, che si occupa prevalentemente di *conduct risk* (fallimenti nei sistemi manageriali e di controllo che possono distruggere valore attraverso perdite economiche e reputazionali). Infine, agenzie di *rating* come Sustainalytics (di proprietà di Morningstar) e MSCI (di proprietà di Morgan Stanley) offrono una prospettiva composita delle questioni ambientali sociali e di governance fornendo una valutazione *standardizzata* che permette agli investitori di classificare e comparare le imprese. Queste agenzie di *rating* sono un *player* fondamentale nella costruzione del mercato della finanza SRI. Offrono le basi per l'implementazione delle strategie di investimento sostenibile e, attraverso le analisi non finanziarie, consentono di valutare l'andamento in termini ESG delle società quotate a livello temporale e in relazione ai *peers* operanti nello stesso settore. Inoltre, risultano utili anche per le aziende stesse, che possono usufruire di uno strumento di benchmarking esterno con cui valutare le proprie prestazioni operative.

### 1.2.2 MSCI

Più nel dettaglio, la metodologia di *rating* di MSCI<sup>5</sup> si concentra sui rischi e sulle opportunità connesse alla sostenibilità, che nel medio-lungo periodo possono trasformarsi in costi inattesi o in opportunità capitalizzabili. I tre pilastri E/S/G vengono valutati a partire dalle tematiche più rilevanti. Dai singoli temi scaturiscono 35 *key issues*: 13 sul lato ambientale, 16 su quello sociale e 6 riguardanti la Governance. Nel procedimento di costruzione del punteggio, vengono valutate sia l'esposizione della società verso le criticità rilevanti del settore di appartenenza, sia le modalità con cui tale esposizione viene gestita. Il *rating* finale viene poi ottenuto sommando le *performance* della società nelle varie *Key Issue* e normalizzando il valore ottenuto rispetto al settore industriale

---

<sup>5</sup> MSCI *rating* - <https://www.msci.com/our-solutions/esg-investing/esg-ratings>

di appartenenza. A seconda di questo punteggio l'impresa viene poi inserita in una classe di rischio che va da CCC (più rischiosa) ad AAA (meno rischiosa). L'obiettivo di MSCI è quindi quello di dare una valutazione della *performance* ESG, dando particolare importanza alla collocazione della società rispetto ai peer del settore. L'esposizione della società dipende dal tipo di attività svolta e di conseguenza, a seconda dei casi, alcuni indicatori saranno più rilevanti di altri e verranno ponderati nella valutazione in maniera differente. Una società mineraria, ad esempio, sarà più esposta a rischi relativi alle risorse idriche, mentre una società operante nel credito al consumo sarà più vulnerabile a minacce di sicurezza informatica.

Oltre all'esposizione, MSCI valuta anche la capacità dell'impresa di gestire rischi e opportunità. Se due

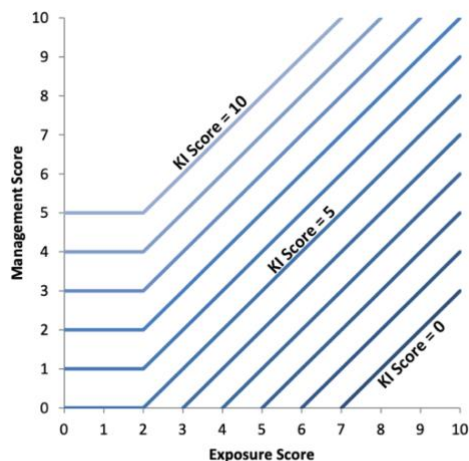
società sono esposte allo stesso rischio il punteggio dipenderà dal modo in cui lo gestiscono e viceversa, se due società gestiscono un rischio allo stesso modo il punteggio dipenderà dal grado di esposizione. Ad esempio, due aziende dello stesso settore che lavorano una in Canada, paese ricco di acqua, e una in Australia, paese ricco di zone aride, saranno esposte in maniera differente al rischio specifico legato alla gestione delle risorse idriche.

Il punteggio relativo ad ogni *key issue* si basa, come abbiamo visto, su rischi e opportunità ad essa correlati ed è dato su un *range* che varia da 0 a 10. Per le *Risk key issues*, esposizione e gestione del rischio vengono combinate in maniera tale che la società non possa ricevere un alto punteggio solamente grazie ad una bassa esposizione e limitando il punteggio massimo ottenibile nei casi di alta esposizione, poiché, nel caso di gravi rischi, le politiche di mitigazione adottate dalle imprese sono spesso insufficienti. Nel caso delle *Opportunities key issues*, esposizione e gestione delle opportunità vengono combinate secondo un modello differente. Un'alta esposizione può generare un range più ampio di risultati; c'è molto da guadagnare sfruttando l'opportunità, ma molto da perdere da un punto di vista competitivo se si fallisce nel capitalizzarla. Nel caso di una bassa esposizione invece, il punteggio assume valori intorno al 5 vista la bassa rilevanza dell'opportunità.

3 Pillars	10 Themes	35 ESG Key Issues
Environment	Climate Change	Carbon Emissions
		Climate Change Vulnerability
		Financing Environmental Impact
	Natural Capital	Product Carbon Footprint
		Biodiversity & Land Use
		Raw Material Sourcing
	Pollution & Waste	Water Stress
		Electronic Waste
		Packaging Material & Waste
	Environmental Opportunities	Toxic Emissions & Waste
		Opportunities in Clean Tech
		Opportunities in Green Building
Opportunities in Renewable Energy		
Social	Human Capital	Health & Safety
		Human Capital Development
		Labor Management
		Supply Chain Labor Standards
		Chemical Safety
	Product Liability	Consumer Financial Protection
		Insuring Health & Demographic Risk
		Privacy & Data Security
		Product Safety & Quality
		Responsible Investment
	Stakeholder Opposition	Community Relations
		Controversial Sourcing
	Social Opportunities	Access to Communications
		Access to Finance
		Access to Health Care
Governance	Corporate Governance	Opportunities in Nutrition & Health
		Board
		Pay
	Corporate Behavior	Ownership & Control
		Accounting
		Business Ethics
		Tax Transparency

Fig. 1.6 | aree tematiche per il rating di MSCI, Fonte: MSCI

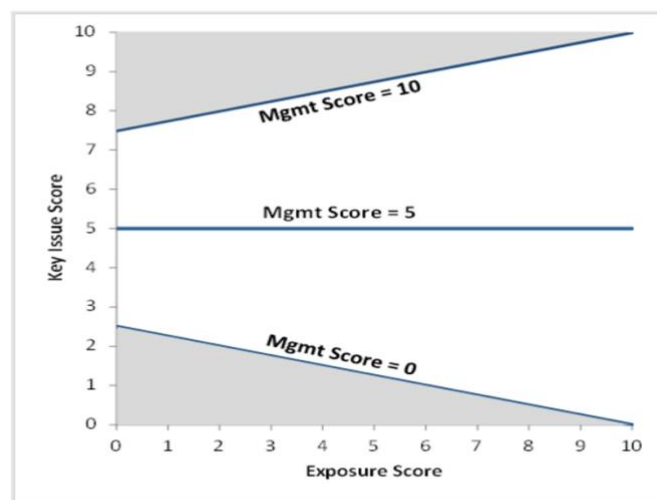
### Risk Key Issues



$$\text{Key Issue Score} = 7 - (\text{MAX}(\text{exposure}, 2) - \text{management})$$

(Constrained 0-10, rounded to one decimal)

### Opportunities Key Issues



$$\text{Key Issue Score} = \left(0.5 + \frac{\text{exposure}}{20}\right) * \text{management} + \left(0.5 - \frac{\text{exposure}}{20}\right) * 5.0$$

(Constrained 0-10, rounded to one decimal)

Fig. 1.7 | Calcolo dei punteggi delle *key issues*, Fonte: MSCI

Un giudizio a parte viene dato poi alle controversie in cui una società si trova eventualmente coinvolta. L'analisi delle controversie parte dalla determinazione delle cause che la hanno scatenata (occasionalmente o strutturali) per poi quantificare la natura dell'impatto sul valore dell'impresa e i possibili costi da essa generati.

Mentre i punteggi relativi ai fattori sociali e ambientali vengono calcolati secondo la metodologia sopra descritta, la Governance è oggetto di una valutazione specifica. Essa parte dal massimo punteggio ottenibile (10) da cui si deducono punti in base alle valutazioni attribuite alle metriche chiave in relazione al consiglio di amministrazione, alle politiche di retribuzione, alla struttura proprietaria dell'impresa e all'amministrazione delle aree di contabilità e controllo.

### 1.2.3 Sustainability

Diversa invece è la metodologia di *rating* adottata da Sustainability<sup>6</sup>. Gli *ESG Risk Ratings* in questo caso sono formati da due parti, un punteggio quantitativo e una categoria di rischio. Il punteggio dà una rappresentazione del rischio ESG rilevante non gestito dall'impresa ed è misurato partendo da zero senza limiti massimi, anche se nel 95% dei casi non supera il 50. La categoria di rischio di appartenenza (*negligible, low, medium, high, severe*) dipende da questo *score*. Le misurazioni vengono effettuate analizzando tre blocchi distinti. Il primo, *Corporate Governance*, si occupa dei possibili rischi derivanti da una serie di fattori legati all'amministrazione della società come corruzione, compensazione dei manager e scarsa trasparenza. Questo blocco concerne tutte le imprese a prescindere dal settore in cui operano e, in media, il rischio relativo ad aspetti di *Corporate Governance* pesa per

<sup>6</sup> *ESG Risk Ratings – Methodology Abstract*, Sustainability

il 20% del punteggio complessivo delle varie imprese. Il secondo blocco, denominato “*Material ESG Issues*”, viene calcolato a livello di settore industriale sulla base dei rischi relativi ad aree di gestione formate da attività strettamente correlate. Ad esempio: il reclutamento, la formazione e la gestione dei rapporti di lavoro dei dipendenti sono tutte pratiche che rientrano nell’area relativa allo sviluppo del capitale umano, poiché hanno l’obiettivo di attrarre e mantenere personale qualificato e richiedono iniziative comuni di competenza delle risorse umane; di conseguenza, tutte queste attività andranno a comporre il punteggio dell’impresa nell’area specifica relativa. Questo blocco rappresenta il fulcro della metodologia e si basa sul presupposto che le questioni ESG possano influenzare in modo prevedibile il valore economico di una società, vista la sua appartenenza ad un determinato settore. Tuttavia, esistono problematiche che possono impattare l’impresa in maniera imprevedibile; questi eventi generano per le imprese un rischio idiosincratico, ossia un rischio dovuto ad eventi fortuiti non correlati né con il settore in cui operano, né con gli specifici modelli di *business* che adottano. Ad esempio, uno scandalo contabile non è certamente un evento più prevedibile in alcuni settori rispetto ad altri e potrebbe verificarsi in qualsiasi azienda. L’ultimo blocco, *Idiosyncratic Issues*, si occupa proprio di questo tipo di rischi.

I tre blocchi vengono a loro volta analizzati attraverso una lente bidimensionale. La prima dimensione, l’esposizione (*exposure*), riflette la misura in cui un’impresa è esposta ai rischi correlati ai fattori ESG, rappresenta quindi la vulnerabilità dell’impresa. L’esposizione è calcolata a livello di settore industriale e poi perfezionata a livello di singola impresa. I beta sono una parte fondamentale di ciò che rende i *Risk Ratings* ESG specifici per l’impresa. Essi comparano l’esposizione di un’azienda a una questione ESG rilevante rispetto all’esposizione media a tale questione all’interno del suo settore. Per ottenere il punteggio di esposizione di una società a una particolare tematica ESG, il punteggio di esposizione del settore viene moltiplicato per il beta della società. La seconda dimensione, la gestione (*management*), riflette il grado di gestione di questa esposizione da parte dell’impresa. Può essere considerata come un insieme di impegni, azioni e risultati aziendali che dimostrano quanto un’azienda stia gestendo i rischi ESG a cui è esposta. Il grado di gestione viene calcolato direttamente in termini quantitativi (calcolando ad esempio le emissioni effettive di CO2) o sulla base del coinvolgimento dell’impresa in controversie ambientali sociali o di Governance. Quindi, in sintesi, la procedura di costruzione dell’indice parte dalla determinazione dell’esposizione, ne valuta poi il grado di gestione per poi infine calcolare la componente di rischio non gestita.

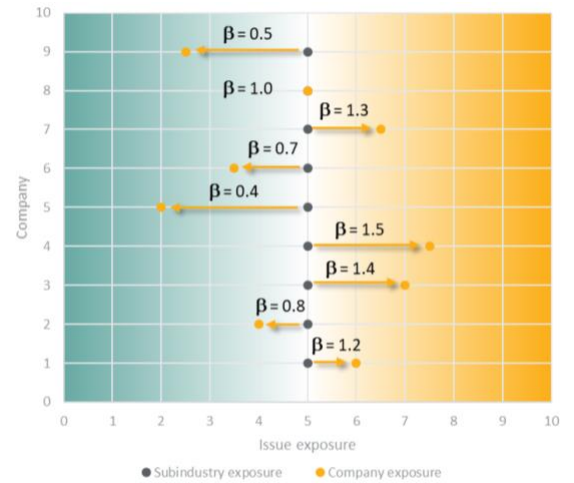


Fig. 1.8 | Determinazione del Beta di sostenibilità, Fonte: Sustainabilitycs

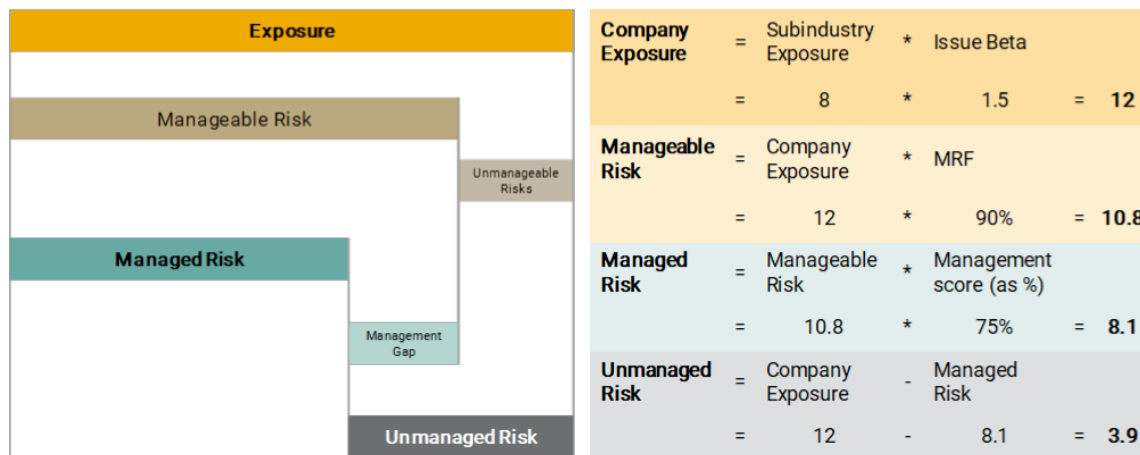


Fig. 1.9 | L'attribuzione del punteggio finale, Fonte: Sustainalytics

L'esposizione dell'impresa, come illustrato in precedenza, viene calcolata moltiplicando l'esposizione del settore per il beta (relativo al rischio ESG) della società. I rischi gestibili sono separati da quelli non gestibili con l'aiuto dell'MRF (*management risk factor*), che misura il rischio teoricamente controllabile da parte dell'impresa. Successivamente si passa al calcolo del *management gap*, che riflette l'incapacità dell'impresa di gestire i rischi in modo sufficiente, e infine viene calcolato lo *score* complessivo come somma dei punteggi relativi al rischio non gestito nelle diverse aree ESG. Osservando le metodologie adottate da Sustainalytics e MSCI è chiaro come ancora non vi siano *standard* universalmente accettati riguardo l'analisi della *performance* non finanziaria delle imprese, ogni agenzia di *rating* utilizza metodi diversi e non tutte le imprese seguono le stesse regole di rendicontazione. Di conseguenza, gli investitori devono adeguarsi a queste differenze effettuando la propria *due diligence* al fine di comprendere le metodologie adottate nella costruzione di questi indici di valutazione. Ma come utilizzare realmente queste metriche ESG per valutare la *performance* di un'impresa e prendere decisioni di investimento?

#### 1.2.4 Il caso Equifax

Un esempio chiaro può essere rappresentato dal caso Equifax, una delle maggiori *Credit Reporting Agency* degli Stati Uniti. Nella primavera del 2017 Equifax viene allertata da parte di Apache, suo fornitore software, di una vulnerabilità presente nei software di sistema deputati alla conservazione dei dati degli utenti. Equifax fallisce nell'installazione di una *patch* di sicurezza e così, per i settantasei giorni seguenti, gli *hacker* entrano in possesso di nomi, codici fiscali, indirizzi e altri dati sensibili. Attraverso il furto di questi dati, gli utenti vengono esposti ad ulteriori frodi e crimini informatici e il numero delle persone danneggiate dall'attacco aumenta esponenzialmente, determinando un evento senza precedenti per gravità e impatto. Il 30 di luglio l'agenzia riesce a fermare gli *hacker* ma ormai, i dati personali di più di 140 milioni di americani sono stati sottratti. La fuga di informazioni non viene annunciata fino a settembre, quando il CEO Richard Smith si scusa pubblicamente con i

consumatori e con le imprese collaboratrici. A seguito dell'annuncio si verifica un crollo del valore delle azioni della società, seguito da un'inchiesta e da milioni di dollari di risarcimenti.

Analizzando la questione da un punto di vista ESG, possiamo osservare come sia MSCI che Sustainalytics avessero anticipatamente espresso serie preoccupazioni riguardo le politiche di gestione della privacy dei dati di Equifax. Già nel 2016 Equifax venne declassata da MSCI ad un *rating* CCC con un punteggio pari a 0/10 nell'area *Privacy & Data Security*, mentre Sustainalytics la classificò come un persistente "Under-performer" a livello ESG all'interno del suo settore. Gli investitori e le agenzie di *rating* prettamente finanziarie fallirono nell'integrare nelle loro valutazioni questo tipo di rischio ESG, che non veniva fra l'altro prezzato nei rendimenti richiesti dalle obbligazioni emesse da Equifax.

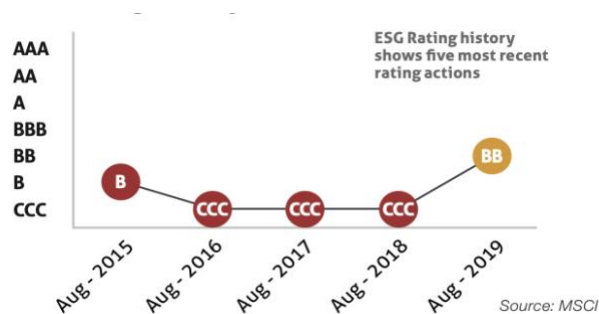


Fig. 1.10 | Evoluzione del *rating* di Equifax, Fonte: MSCI

Ancor più significativo è il *report* di aggiornamento pubblicato sempre da MSCI nel luglio 2017<sup>7</sup>, mesi prima dell'annuncio relativo alla breccia informatica. Questo *report* evidenziava chiaramente le gravi vulnerabilità dell'agenzia e l'insufficienza delle politiche di gestione adottate per risolvere la debole sicurezza dei sistemi informatici. La mancata gestione dei rischi ESG ha pesanti conseguenze finanziarie: se Equifax avesse migliorato la sicurezza dei sistemi, anche a scapito dei profitti di breve termine, sarebbe riuscita ad evitare le considerevoli perdite dovute ai risarcimenti, alle multe e al danno reputazionale. Inoltre, se gli investitori avessero prestato più attenzione agli indici ESG dell'impresa, avrebbero potuto creare un incentivo finanziario per Equifax ad agire prima. Costi finanziari più elevati per remunerare gli investitori, infatti, avrebbero spinto il *management* a ridurre i rischi rilevati dalle agenzie di *rating*.

È molto probabile che in futuro le tematiche ESG avranno un impatto sempre più significativo sulla competitività delle imprese e anche sulla loro *performance* finanziaria. La gestione dei rischi legati a questi fattori ha un forte impatto sulla reputazione delle società e costituisce una parte sempre più importante del loro valore complessivo.

<sup>7</sup> Report di MSCI su Equifax del 21 luglio 2017

A questo riguardo sono stati condotti più di 2000 studi accademici e circa il 70% ha riscontrato una relazione positiva tra l'implementazione dei punteggi ESG e maggiori ritorni finanziari, nonché una riduzione del 10% del costo del capitale dovuta alla riduzione dei rischi correlati con queste tematiche.<sup>8</sup>

### 1.3 Strategie di investimento sostenibile

Generalmente, le strategie di investimento sostenibile possono essere divise in due macrocategorie: le strategie passive di esclusione e quelle attive di integrazione. La prima categoria utilizza *screening* delle metriche ESG per individuare compagnie ad alto rischio da evitare, o in cui disinvestire. L'esempio più comune di metrica utilizzata per l'esclusione è l'intensità carbonica ma vengono osservati anche ulteriori fattori interni ed esterni come: l'efficienza dei sistemi di contabilità, la trasparenza della governance, le relazioni con i dipendenti, l'utilizzo delle risorse e le politiche di promozione dell'inclusività per quanto riguarda l'organizzazione interna; gli effetti e i risultati esterni raggiunti che riguardano la riduzione dell'inquinamento e l'impatto sociale per quanto concerne l'impatto esterno. Un'estensione delle strategie di esclusione che si è sviluppata recente, ad esempio, riguarda l'attenzione all'utilizzo attivo dei diritti di voto per controllare l'operato del *management*. La seconda categoria riguarda invece l'impegno attivo nella promozione di uno o più obiettivi di sviluppo sostenibile (SDGs). Queste strategie si concentrano principalmente nel finanziare con nuovi capitali le società che generano un alto impatto positivo su società e ambiente, e nell'aiutare la crescita di *startup* innovative con alti potenziali di crescita che si impegnano nella sostenibilità. Il mercato degli investimenti attivi è fondamentale per il raggiungimento degli obiettivi dell'Agenda delle Nazioni Unite. Osservando il *report* della GSIA del 2020<sup>9</sup>, possiamo distinguere 7 tra le più comuni e utilizzate strategie specifiche di investimento sostenibile:

- *Impact Investing*: strategia che si basa sull'investimento in società che impattano positivamente su alcune tematiche ESG ottenendo contemporaneamente un ritorno economico. Ad esempio, alcuni investitori ad impatto cercano di supportare l'educazione, l'assistenza sanitaria, l'agricoltura sostenibile o il microcredito.
- *Sustainability-Themed investing*: strategia che si concentra su specifici asset con l'obiettivo di trovare soluzioni sostenibili relative a tematiche ambientali e sociali. Esempi di questa strategia sono i fondi specializzati nelle energie rinnovabili, nella la costruzione di edifici green o nella riduzione delle emissioni.
- *Corporate Governance e Shareholder Activism*: riguarda l'utilizzo del potere degli azionisti per controllare l'operato dell'impresa attraverso la promozione della partecipazione attiva degli azionisti alle decisioni e alle delibere assembleari.
- *Positive/Best in class screening*: strategia basta sull'inclusione all'interno dei portafogli di investimento di

---

<sup>8</sup> *Why ESG is here to stay*, McKinsey & Company

<sup>9</sup> GSIA, *Global Sustainable Investment Review 2020*

società che hanno buone *performance* ESG rispetto ai peer del settore e che ottengono dei *rating* sopra una certa soglia obiettivo.

- *Norms-based screening*: strategia che parte dall'analisi delle norme fornite da iniziative o istituzioni internazionali come il global compact, la dichiarazione universale dei diritti umani o l'Organizzazione Internazionale del Lavoro per escludere le società che non rispettano questi *standard* minimi
- *Exclusionary/Ethical Screening*: comporta l'esclusione di società o industrie che si basano su attività e pratiche controverse o contrarie all'etica degli investitori. Un esempio possono essere le imprese operanti nei settori del tabacco, degli alcolici, delle armi o del gioco d'azzardo.
- *ESG integration*: ossia l'esplicita e sistematica integrazione da parte degli investment managers di fattori sociali, ambientali e di Governance nell'analisi finanziaria. I gestori dei portafogli combinano le tradizionali metriche finanziarie e i parametri ESG per determinare il valore delle società.

I programmi di investimento sostenibile ed etico solitamente non si basano su una singola strategia, ma utilizzano delle combinazioni che si adattano maggiormente alle differenti esigenze. Nel 2020, la strategia di integrazione ESG ha superato quella basata sull'esclusione etica per affermarsi come la più popolare ed utilizzata; questa diffusione, propagatasi negli anni tra il 2018 e l'anno del *report*, è probabilmente il risultato di politiche favorevoli come la Tassonomia Europea o l'SFDR. Un tema importante relativo ai costi della finanza sostenibile riguarda la strategia dell'*impact investing*, ossia la pratica di connettere il rendimento finanziario ad un obiettivo sociale o ambientale misurabile definito in precedenza. Valutare la rischiosità del progetto e monitorarne l'andamento diventa in questo caso ancora più difficile per l'investitore, sia in termini di selezione di progetto di investimento che di progettazione contrattuale. Questa strategia, per la sua onerosità e per la necessità di competenze elevate ha raccolto negli anni fino al 2020 un interesse molto basso. Tuttavia, il successo riscosso da titoli di debito come *green bond* e *social bond* rappresenta un fenomeno molto interessante al fine di connettere le esigenze di rendimento con quelle di creazione di un valore sociale e ambientale.

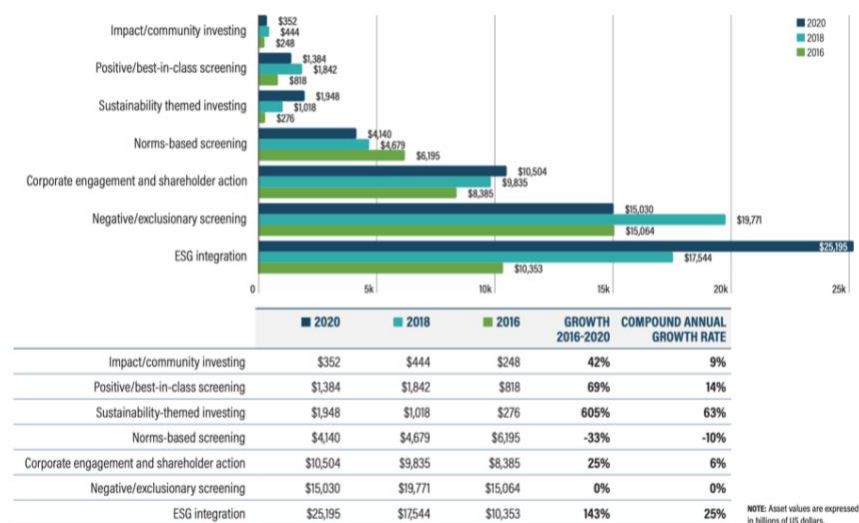


Fig. 1.11 | Crescita globale investimenti sostenibili 2016-2020, Fonte: GSIA



La crescita nell'utilizzo di queste strategie e lo sviluppo di nuove tecniche di investimento sostenibile sono fondamentali per lo sviluppo del paradigma della finanza sostenibile, pongono però non poche sfide in termini di analisi e implementazione, data la loro natura divergente e la loro complessa integrazione con le tecniche tradizionali.

#### **1.4 Sostenibilità, rischio e rendimento**

Investitori e *stakeholder* danno quindi importanza ai dati ESG per la loro rilevanza nella valutazione della *performance* finanziaria. In genere, la qualità della Governance è da sempre stata considerata nei processi di valutazione, tuttavia, negli ultimi anni anche le *performance* ambientali e sociali sono diventate più materiali a livello finanziario. La materialità finanziaria si riferisce alla rilevanza, sia positiva che negativa, dei fattori ESG sulla *performance* finanziaria delle imprese. Ritornando al caso Equifax precedentemente discusso, è chiaro come per un'agenzia di valutazione del credito le procedure e le politiche per la privacy dei dati, che ricadono sotto il fattore *Social*, siano delle metriche importanti da tenere in considerazione, visto che la protezione dei dati sensibili degli utenti impatta direttamente sul valore del *business*. La materialità finanziaria nel contesto ambientale, sociale e di Governance è un'area d'interesse su cui sono stati effettuati numerosi studi con lo scopo di comprenderne la rilevanza ai fini dell'*Asset Valuation*. Nel 2015, uno studio condotto dalla Harvard *Business School*<sup>10</sup>, fu il primo a presentare significative evidenze del fatto che le strategie di investimento sostenibile generassero maggiori ritorni delle altre strategie, qualora gli investitori avessero considerato nella valutazione la *performance* ESG delle imprese nelle aree di esposizione a questioni materiali. I risultati contenuti in questo studio trovarono soluzione ai vari tentativi falliti di documentare una connessione tra la *performance* di sostenibilità e la *performance* finanziaria di lungo termine delle imprese. Questi fallimenti erano probabilmente dovuti alla non distinzione tra questioni materiali e immateriali per le società prese in considerazione. I rischi materiali impattano sui profitti delle imprese, sono di conseguenza rilevanti per la determinazione del prezzo delle azioni e degli spread nei rendimenti obbligazionari. Le analisi di materialità, ossia i processi attraverso i quali vengono individuate e mappate le questioni materiali per l'impresa e i suoi *stakeholder*, sono di grande importanza per individuare rischi e opportunità connessi alle tematiche ESG. È proprio l'impatto sulla rischiosità dell'impresa a determinare buona parte del valore aggiunto nel lungo termine generato dalla sostenibilità. Dal punto di vista finanziario il valore di un'attività economica può essere stimato utilizzando il metodo dei flussi di cassa attualizzati (DCF). Questo modello si basa sulla determinazione dei flussi di cassa attesi generati da una specifica attività. Il flusso in questo caso può essere determinato non solo dal cash flow ma anche dai dividendi. I flussi di cassa disponibili per azionisti e creditori vengono attualizzati attraverso il costo medio ponderato del capitale. La stima della crescita di questi flussi è sintetizzata in un parametro  $g$ , dipendente dalla redditività degli investimenti (ROE) e dalle

---

<sup>10</sup> *Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality, Harvard Business School Working Paper*, Marzo 2015

politiche di reinvestimento. La proiezione di questi parametri avviene su un orizzonte temporale limitato di previsione, al termine del quale si ipotizza un valore finale che rappresenta il valore dell'impresa una volta raggiunto uno stadio stazionario di crescita. Il modello DCF può essere rappresentato dalla formula:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{FC_t}{(1 + WACC)^t} + VR$$

con W valore dell'impresa, FC flusso di cassa disponibile, *wacc* costo medio ponderato del capitale e VR rappresentante il valore dell'impresa che segue al periodo a previsione esplicita. La creazione di valore è quindi determinata, o dall'incremento dei flussi di cassa, o dalla riduzione del tasso a cui i flussi vengono scontati, o da entrambi gli effetti. I fattori ESG, considerando questo modello, possono impattare sull'impresa attraverso due canali: la creazione di nuove opportunità capitalizzabili che aumentano i flussi da una parte, e la riduzione del rischio specifico dell'impresa che riduce il costo del capitale dall'altra. Le imprese con un forte profilo ESG sono solitamente più competitive dei loro *peers* e possono incrementare i flussi per vari motivi: uso più efficiente delle risorse, migliore sviluppo del capitale umano, un migliore sfruttamento delle innovazioni o la maggiore propensione a sviluppare *business plan* di lungo termine efficaci. Questo vantaggio competitivo genera ritorni maggiori che si traducono in una maggiore profittabilità e quindi in dividendi più alti. Un'analisi empirica sulla relazione tra l'incremento dei dividendi e del margine operativo in relazione alla *performance* ESG è stata svolta dal *Journal of portfolio Management* per MSCI<sup>11</sup>. In questo studio, un campione di 1600 società quotate appartenenti all'indice MSCI ACWI è stato suddiviso in quintili sulla base dei *rating* ESG; dai dati emerge come, a quintili più elevati, e quindi migliori *performance* ESG, siano associati una maggiore redditività e tasso di dividendo.

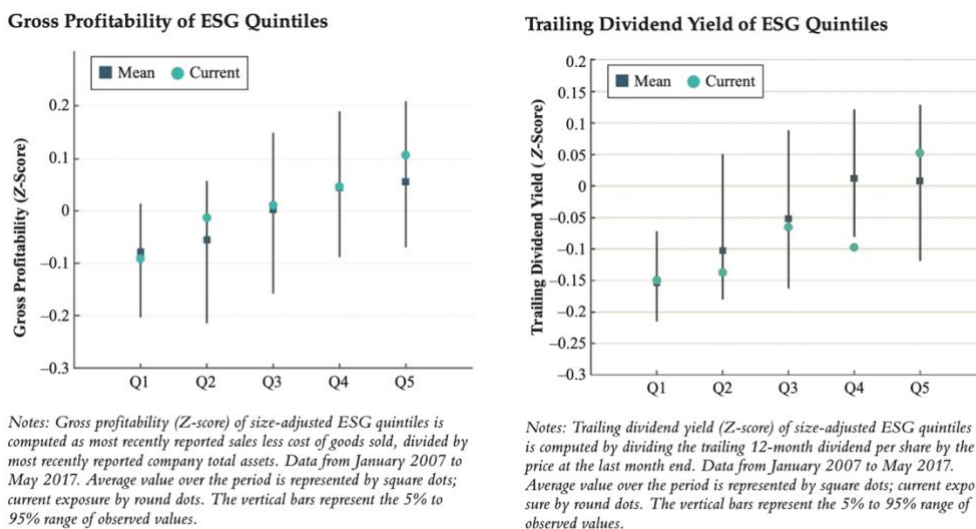
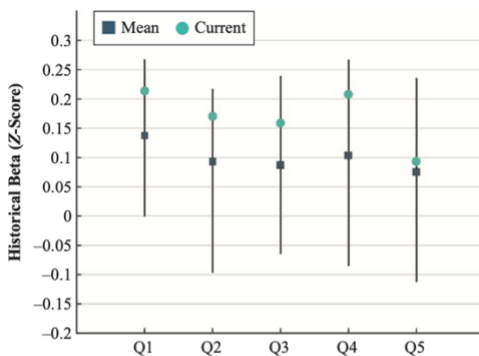


Fig. 1.12 | Analisi della redditività delle imprese sulla base dei *rating* ESG, Fonte: cfr. nota 11

<sup>11</sup> *How ESG affects Equity, Valuation, Risk and Performance* 2019 | Giese, Lee, Melas, Nagy, Nishikawa.

L'incremento dei dividendi rappresenta un indicatore essenziale per le *performance* di lungo periodo e ciò si adatta alle preferenze degli investitori più attenti alla sostenibilità, che tipicamente utilizzano strategie di investimento a lungo termine. Il secondo canale di trasmissione riguarda il rischio specifico e dipende dalla gestione dei rischi specifici dell'impresa. Tipicamente le società ad alto *rating* ESG adottano politiche di mitigazione dei rischi operativi e relativi alla *supply chain* più efficaci della media. Questi elevati *standard* di controllo e di compliance comportano una minore sofferenza delle imprese rispetto a gravi scandali come frodi e corruzione, che possono avere effetti negativi sul valore dell'impresa. La minore esposizione a questi eventi a sua volta riduce il *tail risk* (rischio associato ad eventi poco probabili) e la possibilità di gravi ribassi nei prezzi azionari. Il profilo ESG impatta non solo sul rischio operativo delle imprese, ma anche sul rischio sistematico, riducendo il costo del capitale e aumentando quindi la valutazione della società. Forti profili ESG sono meno vulnerabili agli *shock* sistemici dei mercati. Ad esempio, le imprese che utilizzano più efficientemente le risorse energetiche riducendo gli sprechi sono meno soggette a repentini cambiamenti dei prezzi delle commodity e a rischi geopolitici riguardanti l'approvvigionamento delle materie prime. Un paper del 2011 relativo agli effetti della CSR (Corporate Social Responsibility) sul costo del capitale<sup>12</sup>, suggerisce inoltre come la riduzione del rischio sistematico nelle società forti a livello ESG possa essere spiegata anche guardando al tipo e alla numerosità degli investitori. Secondo quest'analisi le società con *rating* ESG bassi hanno meno investitori per tre motivi principali: l'avversione al rischio, la volontà di investire in maniera responsabile, che portano gli investitori ad evitare queste società, e l'asimmetria informativa, che spinge ad investire verso società con buoni parametri ESG,



Notes: Historical beta (Z-score) is computed as the slope coefficient from a time-series regression of stock excess returns, against the cap-weighted excess returns of the estimation universe over a trailing window of 504 trading days, with a 252-day half-life. Data from January 2007 to May 2017. Average value over the period is represented by square dots; current exposure by round dots. The vertical bars represent the 5% to 95% range of observed values.

Fig. 1.13 | Analisi del Beta in relazione al profilo ESG delle imprese. Fonte: cfr nota 11

più trasparenti relativamente all'esposizione al rischio e alle politiche di gestione. Sempre dallo studio del *Journal of portfolio Management* citato in precedenza e sempre utilizzando lo stesso metodo della divisione in quintili, emergono evidenze del fatto che a superiori *performance* ESG corrispondono anche minore volatilità sistematica e dei ricavi. Questa minore esposizione al rischio sistematico viene dimostrata utilizzando il modello del CAPM (Capital Asset Pricing Model): secondo questo modello il costo del capitale è determinato dal ritorno atteso, dato a sua volta dal tasso privo di rischio più il Beta del titolo moltiplicato per il premio al rischio del mercato; un costo del capitale ridotto corrisponde quindi ad un Beta (misura del rischio sistematico) meno elevato. Le imprese con alto *rating* ESG, secondo questa verifica empirica, dimostrano di avere livelli inferiori del Beta e quindi, nel contesto del CAPM, minore costo del capitale. Infine, di fronte a costi del capitale minori ci si aspetterà una valutazione più alta, ed infatti, empiricamente, vengono riscontrate maggiori

<sup>12</sup> Does CSR affect the cost of capital?, 2011 | El Goul, Guedhami, Kwok, Mishra

valutazioni nei rapporti E/P (Earnings to Price) e *Book to Price*. Anche dal lato obbligazionario alcuni studi<sup>13</sup> dimostrano come le imprese ad alto *rating* beneficino di debito meno costoso rispetto alle altre, emettendo obbligazioni con spread inferiore e minore esposizione ai rischi sistemati.

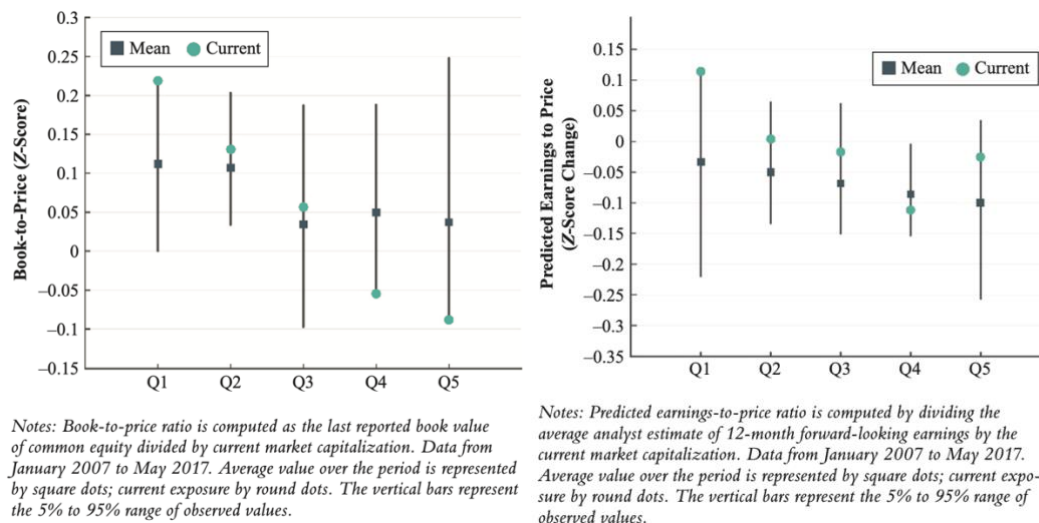


Fig. 1.14 | Effetto della *performance* ESG sulla valutazione delle imprese, Fonte: cfr. nota 11

In conclusione, la minore esposizione al rischio di natura sistematica rende le società ad alto *rating* ESG più soddisfacenti in termini di creazione di valore, poiché i flussi di cassa vengono scontati ad un costo medio ponderato del capitale inferiore, e anche più apprezzabili agli occhi degli investitori, poiché più trasparenti e conformi agli obblighi di *disclosure*. La riduzione della componente di rischio non diversificabile è importante specialmente per gli investitori istituzionali, che vedono queste società con interesse per la costruzione di un portafoglio con un Beta contenuto.

Spostando l'analisi su rischi e rendimenti dei fondi d'investimento che utilizzano strategie di investimento sostenibile, non vi sono risultati convergenti che dimostrino netti differenziali di rischio o di *performance* rispetto ai fondi tradizionali, mancanza probabilmente dovuta all'assenza di omogeneità e comparabilità dei metodi di misurazione dei risultati. Uno studio di Morgan Stanley<sup>14</sup>, relativo al periodo 2004-2018, riguardante 10 723 fondi classificati "ESG focus funds" da Morningstar non evidenzia differenze sostanziali tra le *performance* dei due tipi di fondi. Se non altro queste differenze sporadiche e inconsistenti dimostrano come non esista alcun trade-off tra fondi sostenibili e non per quanto riguarda i rendimenti, investire in maniera sostenibile non comporta quindi alcun sacrificio finanziario.

<sup>13</sup> *ESG ratings and performance of corporate Bonds*, 2016 | Polbennikov, Desclee, Dynkin, Maitra  
*Does CSR improve credit ratings?*, 2014 | Jiraporn, Jirapon, Boeprasert, Chang

<sup>14</sup> *Sustainable Reality*, 2019 | Morgan Stanley

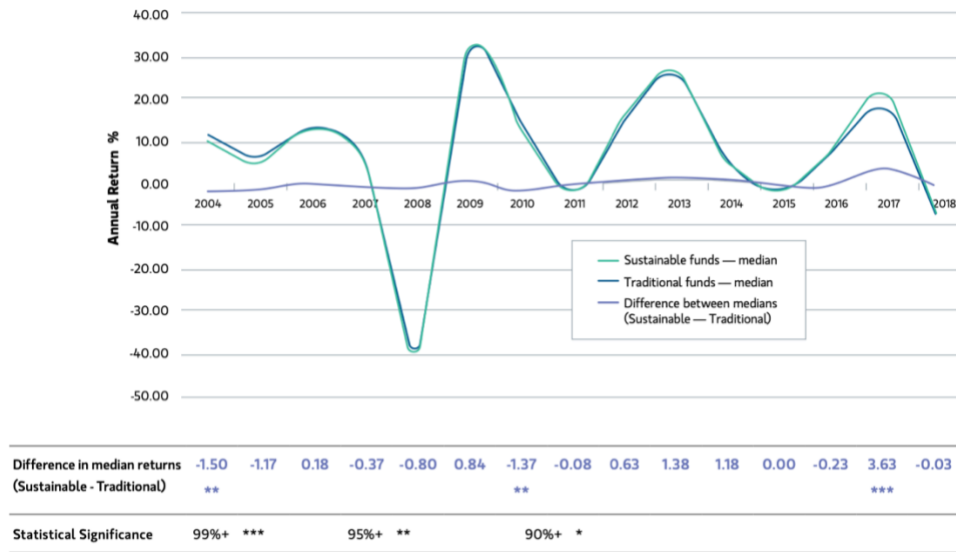


Fig 1.15 | Rendimenti medi dei fondi sostenibili e tradizionali 2004-2018, Fonte: Morgan Stanley

Guardando alla componente rischio invece, i fondi sostenibili potrebbero inoltre ridurre i rischi specialmente nei periodi di crisi. In particolare, i fondi sostenibili risultano avere, nel periodo in considerazione, una *downside deviation* (una misura simile alla deviazione *standard*, ma che considera solo i rendimenti al di sotto del ritorno minimo accettabile) più piccola del 20% rispetto ai fondi tradizionali. Questa riduzione della volatilità può essere osservata in particolare negli anni segnati da forti turbolenze nei mercati, ossia 2008, 2009, 2015 e 2018. Di fronte a un differenziale di *performance* pressoché inesistente quindi, secondo questa analisi, i fondi sostenibili potrebbero garantire agli investitori un minore rischio di perdite e una maggiore stabilità di fronte a mercati incerti.

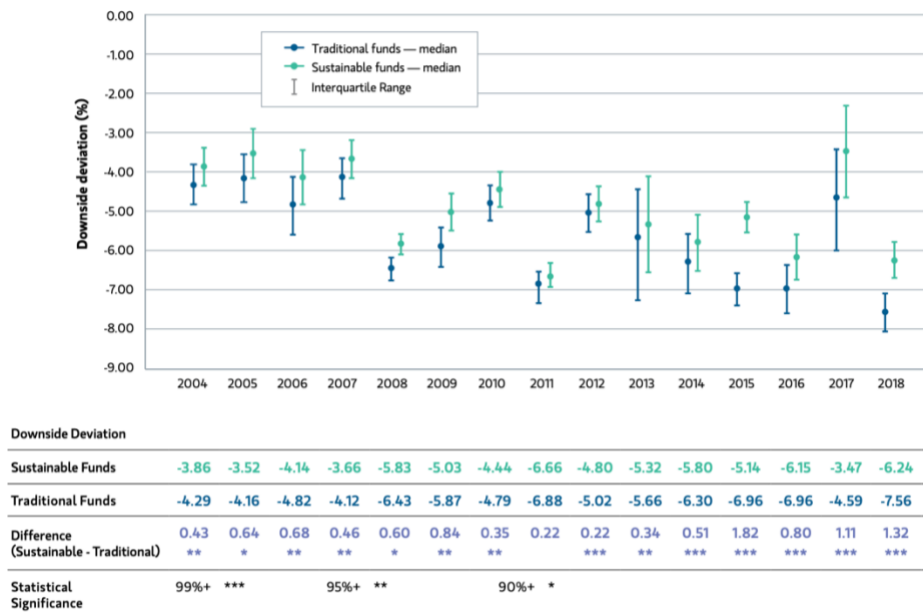


Fig. 1.16 | Downside Deviation mediana dei fondi sostenibili e tradizionali 2004-2018, Fonte: Morgan Stanley

Sempre in accordo con il Morgan Stanley Institute for Sustainable Investing, nel 2019, sia i fondi azionari che obbligazionari sostenibili hanno battuto le loro controparti tradizionali in termini di rendimenti. *Performance* che ha continuato a migliorare poi nella prima metà del 2020, che ha visto i fondi integranti criteri ESG reagire meglio allo *shock* senza precedenti della pandemia, dimostrando nuovamente una maggiore riduzione della volatilità e dei rischi. Negli anni seguenti però, nonostante la consistente domanda degli investitori e l'afflusso positivo di capitali verso i fondi sostenibili, questi ultimi sono tornati a posizionarsi al di sotto delle loro controparti tradizionali in termini di rendimenti.<sup>15</sup> Il 2022 è stato un anno disastroso per i mercati che ha segnato perdite in quasi tutte le asset class; nei mercati azionari è prevalsa la preferenza sul valore rispetto alla crescita, mentre in quelli obbligazionari, vista la crescente incertezza, le obbligazioni a breve termine hanno ottenuto rendimenti migliori rispetto a quelle a lungo. Entrambi i fattori spiegano quindi la peggiore *performance* registrata nell'anno dai fondi sostenibili, orientati alla crescita in un orizzonte di lungo termine.

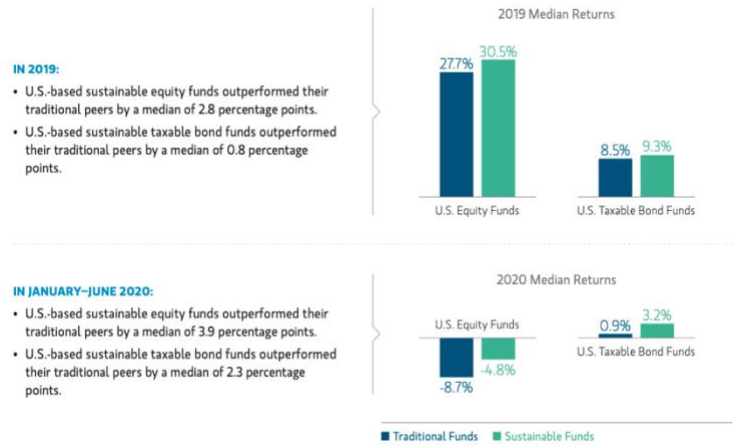


Fig. 1.17 | Performance dei fondi sostenibili 2019-2020, Fonte: cfr. nota 15

Sustainable Funds Modestly Underperformed Traditional Funds in 2022

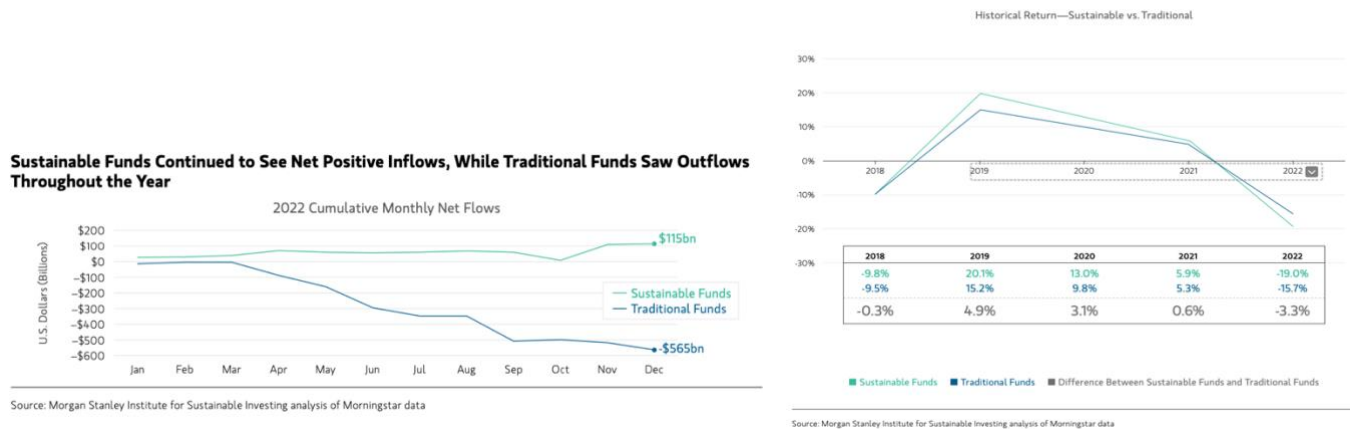


Fig. 1.18 | Influssi di capitale e Performance dei fondi sostenibili 2022, Fonte: Morgan Stanley

Anche per quanto riguarda i fondi di investimento la sostenibilità crea quindi valore e, mentre non ci sono nette evidenze empiriche per sostenere che i fondi SRI abbiano ritorni superiori rispetto ai tradizionali, possiamo affermare come l'attenzione ai criteri ESG determini una maggiore riduzione del rischio negli investimenti.

<sup>15</sup> Sustainable Reality, 2022 | Morgan Stanley

## 1.5 L'impatto della finanza sostenibile sui sistemi finanziari

### 1.5.1 Una prospettiva europea

Il sistema finanziario globale ha una notevole influenza sul futuro del nostro pianeta e svolge un ruolo fondamentale nell'attuazione degli obiettivi climatici e di sostenibilità. Indirizzando i flussi finanziari verso attività sostenibili e progetti innovativi, l'industria finanziaria ha un grande potenziale per cambiare i mercati e dare forma a sistemi economici più sostenibili e resilienti. La sostenibilità influisce sulle attività delle banche in tutte le aree di *business* rilevanti: gestione patrimoniale, prestiti e finanziamenti, mercato dei capitali ed emissione di azioni. Inoltre, influisce sulle relazioni con i clienti e sulla percezione dell'opinione pubblica. Per diventare più sostenibili e sfruttare le opportunità che ne derivano, gli attori finanziari devono integrare sistematicamente i fattori di sostenibilità nelle decisioni di finanziamento/investimento e all'interno delle loro strutture organizzative. La responsabilità principale nella lotta ai cambiamenti climatici e alle disuguaglianze sociali spetta innanzitutto ai governi, che possono intervenire per facilitare la transizione verso un modello di sviluppo economico sostenibile attraverso l'introduzione di incentivi per gli investimenti positivi per ambiente e società, stabilendo un sistema di costi per le emissioni e adottando normative che limitano le attività con grave impatto ambientale negativo. I profili presi in considerazione dalla finanza sostenibile sono rilevanti anche per le banche centrali e per la loro capacità di raggiungere i vari obiettivi istituzionali che perseguono. Diverse sono le ragioni alla base della crescente attenzione verso le tematiche ESG e in particolare quelle ambientali e minacce alla stabilità dei sistemi finanziari potrebbero essere generate da rischi legati a questi fattori. Gli effetti macroeconomici che potrebbero scatenarsi a fronte di questi fenomeni renderebbero più difficile il perseguimento da parte delle banche centrali dei propri mandati e ostacolerebbero le valutazioni delle prospettive relative ai prezzi e alle attività economiche necessarie per definire le strategie di politica monetaria. I possibili rischi climatici potrebbero anche influire sul valore delle attività finanziarie detenute in bilancio indebolendo la loro solidità patrimoniale e, di conseguenza, la loro indipendenza. Le analisi che queste banche conducono per quantificare e gestire i rischi economici legati al cambiamento climatico e per valutare le politiche necessarie per affrontarli vengono messe al servizio del pubblico: le banche centrali e le istituzioni di regolamentazione e vigilanza fungono infatti da guida per le altre istituzioni nell'analisi e nella gestione dei rischi, nell'adozione di decisioni di investimento coerenti con gli obiettivi di decarbonizzazione e nella sensibilizzazione dei risparmiatori.

In seguito all'adozione dell'accordo di Parigi sul clima e dell'Agenda 2030 delle Nazioni Unite i governi hanno iniziato a compiere passi in avanti verso la transizione ad un'economia più circolare e a basse emissioni. Per quanto riguarda l'Europa, il *Green Deal* europeo definisce l'obiettivo ultimo di trasformare l'Europa nel primo continente a neutralità carbonica entro il 2050. Il settore finanziario è chiamato a svolgere un ruolo di primo piano in questo contesto, partendo da una serie di strategie enunciate nel "Piano d'Azione Europeo per la Finanza

Sostenibile”<sup>16</sup>. Con questo piano, che ha l’obiettivo di dare un impulso all’evoluzione dei sistemi economici, si cerca di: i) favorire la canalizzazione degli investimenti finanziari verso un’economia maggiormente sostenibile; ii) sviluppare una considerazione della sostenibilità nelle procedure per la gestione dei rischi; iii) rafforzare la trasparenza degli operatori finanziari; iv) promuovere gli investimenti di lungo periodo. Nel piano si fa inoltre riferimento a fattori specifici come: i) il miglioramento della qualità della rendicontazione non finanziaria delle imprese; ii) la necessità per investitori istituzionali e gestori di attività di valorizzare i fattori di sostenibilità nei processi decisionali; iii) la creazione di marchi UE per i prodotti finanziari verdi per agevolare gli investitori; iv) l’integrazione della sostenibilità nei giudizi di *rating*, nelle ricerche di mercato e nei requisiti prudenziali degli istituti di credito. La transizione verso un’economia sostenibile e resiliente comporta al tempo stesso rischi e opportunità per il sistema economico e per le istituzioni finanziarie. I rischi collegati ai cambiamenti climatici hanno assunto ormai carattere di urgenza tanto da essere stati inseriti come una delle priorità nella mappa dei rischi del Meccanismo di Vigilanza Unico per il sistema bancario dell’area euro: “il cambiamento climatico non può più essere considerato soltanto come un rischio a lungo termine o emergente; il suo impatto è già visibile e ci si attende una sua crescita notevole negli anni a venire”<sup>17</sup>.

A tal riguardo è stata pubblicata dalla BCE una guida diretta per gli enti significativi sottoposti alla sua vigilanza diretta con la finalità di aiutarli nella formulazione e attuazione delle strategie aziendali e nel rafforzamento dei sistemi di governance e di gestione dei rischi<sup>18</sup>. La guida si articola su 13 aspettative che gli enti devono adottare per la gestione dei rischi climatici e ambientali nell’ambito del quadro prudenziale vigente.

Questi rischi vengono divisi in:

- rischi fisici: determinati dall’impatto finanziario diretto dei cambiamenti climatici, possono essere “acuti”, se causato da eventi estremi come siccità alluvioni e tempeste, o “cronici”, se provocati da mutamenti progressivi come aumento delle temperature e scarsità di risorse.
- Rischi di transizione: rappresentanti le perdite finanziario in cui un ente può incorrere durante i processi di aggiustamento verso un’economia più sostenibile, possono essere causati, ad esempio, dall’adozione improvvisa di politiche ambientali, da modificazioni nelle preferenze dei mercati o della fiducia dei clienti.

I due fattori di rischio, fisico e di transizione, hanno un impatto su attività economiche che possono a loro volta influire sul sistema finanziario direttamente, con una minore redditività delle imprese o la svalutazione delle attività, o indirettamente, tramite cambiamenti macrofinanziari. Tali fattori vanno ad integrarsi con le categorie di rischio esistenti: credito, operativo, di mercato e di liquidità. I rischi climatici e ambientali possono infatti

---

<sup>16</sup> Commissione Europea | Piano d’azione per finanziare la crescita sostenibile, 2018

<sup>17</sup> <https://www.bankingsupervision.europa.eu/banking/priorities/html/index.it.html>

<sup>18</sup> Banca Centrale Europea | Guida sui rischi climatici e ambientali



costituire contemporaneamente fattori determinanti di queste varie categorie e sottocategorie con una vasta portata d’impatto e un orizzonte temporale incerto.

Rischi interessati	Fisici		Di transizione	
	Climatici	Ambientali	Climatici	Ambientali
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Eventi metereologici estremi</li> <li>• Condizioni meteorologiche croniche</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Stress idrico</li> <li>• Scarsità di risorse</li> <li>• Perdita di biodiversità</li> <li>• Inquinamento</li> <li>• Altro</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Politiche e regolamentazione</li> <li>• Tecnologia</li> <li>• Fiducia dei mercati</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Politiche e regolamentazione</li> <li>• Tecnologia</li> <li>• Fiducia dei mercati</li> </ul>
<b>Rischi di credito</b>	Le stime della probabilità di default (PD) e della perdita in caso di default (loss given default, LGD) delle esposizioni verso settori o aree geografiche vulnerabili ai rischi fisici possono risentire, ad esempio, delle minori valutazioni delle garanzie reali nei portafogli immobiliari per effetto di un rischio di inondazioni più elevato.		Gli standard di efficienza energetica potrebbero determinare notevoli costi di adeguamento e minore redditività, con la possibile conseguenza di una maggiore PD e della riduzione dei valori delle garanzie reali.	
<b>Rischi di mercato</b>	Gravi eventi fisici potrebbero determinare variazioni delle aspettative dei mercati e tradursi in un'improvvisa rivalutazione del rischio, maggiori volatilità e perdite per i valori delle attività in alcuni mercati.		I fattori di rischio di transizione potrebbero generare l'improvvisa ridefinizione del prezzo di titoli e derivati, ad esempio per i prodotti connessi ai settori interessati da attività non recuperabili.	
<b>Rischi operativi</b>	L'operatività della banca potrebbe subire interruzioni a causa di danni materiali a immobili, filiali e centri di elaborazione dati a seguito di eventi metereologici estremi.		L'evoluzione della sensibilità dei consumatori riguardo ai temi climatici può indurre rischi reputazionali e di responsabilità legale per la banca a causa di scandali provocati dal finanziamento di attività controverse dal punto di vista ambientale.	
<b>Altre tipologie di rischio (liquidità, modello imprenditoriale)</b>	L'impatto sul rischio di liquidità può concretizzarsi nel caso in cui la clientela ritiri fondi dai propri conti per finanziare la riparazione dei danni.		I fattori di rischio di transizione possono influire sulla sostenibilità economica di alcuni rami di attività e provocare un rischio strategico per determinati modelli imprenditoriali in mancanza della necessaria opera di adeguamento o diversificazione. L'improvvisa ridefinizione del prezzo dei titoli, causata ad esempio da attività non recuperabili, potrebbe ridurre il valore delle attività liquide di qualità elevata della banca, influenzando negativamente sulle riserve di liquidità.	

Fig. 1.19 | Esempi di fattori di rischio climatici e ambientali, Fonte: BCE

A seguito di un'indagine specifica condotta su 186 banche nel 2022 dall’Autorità di Vigilanza Europea sul settore bancario, è emerso come l’80% delle banche riconosca di essere esposta in maniera rilevante ai rischi climatici e oltre il 70% prospetti tali rischi sull’orizzonte temporale dell’attuale pianificazione aziendale da tre a cinque anni<sup>19</sup>, con la maggior parte di queste che non gestisce ancora i rischi connessi al cambiamento climatico in maniera adeguata rispetto alle aspettative di vigilanza del 2020 citate in precedenza. Al fine di correggere la condotta di questi enti, la BCE, oltre alla guida sui rischi climatici e ambientali, ha messo a disposizione di tutti gli operatori una ulteriore guida relativa alle buone pratiche da adottare nella gestione dei rischi ambientali e climatici<sup>20</sup>. Attraverso questo documento sono stati definiti degli obiettivi intermedi per delineare un’evoluzione dei portafogli nel tempo fino al raggiungimento di obiettivi a lungo termine, come per esempio quello della riduzione a zero delle emissioni nette di anidride carbonica entro il 2050. Questo *report* si basa su una serie di prassi efficaci che le istituzioni possono adottare per allinearsi alle aspettative di vigilanza e si occupa: i)

<sup>19</sup> European Central Bank, Banking Supervision, *Walking the talk, 2022 thematic review on climate related and environmental risk*

<sup>20</sup> BCE, *Good practices for climate-related and environmental risk management*

dell'identificazione dei *risk drivers*, della loro materialità e delle strategie adottabili per gestirli; ii) dell'organizzazione interna, della propensione al rischio e dell'adozione di *framework* di rendicontazione e mappatura dei dati rilevanti; delle procedure di due diligence, di classificazione del rischio e di valutazione dell'adeguatezza del capitale.

Section	Sub-section	#	Topic	Expectation
Materiality	Identification of risk drivers	2.1.1	Transmission channels	1, 7.1
	Identification of exposures	2.2.1	Materiality assessments	7.2, 7.3
	Determination of materiality	2.3.1	Materiality thresholds	1, 7.2
Business strategy	Strategic approaches	3.1.1	Transition planning	2
		3.1.2	Key performance indicators	2
		3.1.3	Products	2
	Strategic steering tools	3.2.1	Client engagement	2, 7.4
		3.2.2	Client transition plans	2, 7.4
Governance and risk appetite	Management body	4.1.1	Governance framework	3, 5.2
	Remuneration	4.2.1	Remuneration policies	4.3
	Organisational structure	4.3.1	Second line of defence	5.4, 5.5
		4.3.2	Third line of defence	5.6
	Risk appetite	4.4.1	Key risk indicators	4
	Reporting	4.5.1	Data governance, processes and collection	6.1, 6.2, 6.4
		4.5.2	Internal risk reporting	6.3
Risk management	Due diligence	5.1.1	Data collection	7.5, 8.1
		5.1.2	Controversies	7.5, 9.2
	Risk classification	5.2.1	Credit risk	8.2, 8.4
		5.2.2	Market risk	10
		5.2.3	Operational risk	9.1
	Collateral valuations and pricing	5.3.1	Collateral valuations	8.3
		5.3.2	Loan pricing	8.5, 8.6
	Capital adequacy	5.4.1	Internal capital adequacy assessment	7.6
	Environmental risks	5.5.1	Exclusion approach	8.1
		5.5.2	Due diligence	7.5
		5.5.3	Risk measurement	7

Fig. 1.20 | Buone pratiche per la gestione dei rischi climatici e ambientali, Fonte: Cfr. nota 20

Sebbene molti progressi siano stati compiuti dal 2020, i risultati dello stress test sul rischio climatico della BCE<sup>21</sup> dimostrano che le banche non incorporano ancora sufficientemente il rischio nei loro quadri di riferimento e nei loro modelli interni. Circa il 60% delle banche non possiede ancora uno stress-testing *framework* per i rischi climatici, molte banche escludono l'integrazione del rischio climatico nei modelli di valutazione del rischio di credito e solamente il 20% considera il rischio climatico durante i processi di concessione dei prestiti. Secondo l'analisi di alcuni scenari, basati sulle proiezioni fornite da 41 banche oggetto del *report*, le perdite dovute ai rischi di transizione e fisici, combinati ai rischi di credito e di mercato, potrebbero ammontare a circa 70 miliardi di euro nel breve termine. Gli intermediari che più velocemente integreranno i fattori ESG nei loro processi di investimento, nelle decisioni creditizie e nel dialogo con i clienti potranno maturare un vantaggio competitivo nel cogliere le opportunità offerte dalla transizione in termini di crescita degli investimenti di elevata qualità, di

<sup>21</sup> BCE, 2022 *climate risk stress test*

ampliamento dei servizi alla clientela e di efficace gestione di fattori di rischio ESG. Al contrario, quelli che accumuleranno ritardi, oltre ad essere penalizzati nel loro posizionamento competitivo, potrebbero incontrare difficoltà a governare l'evoluzione della qualità del proprio portafoglio, trovandosi maggiormente esposti e vulnerabili ai rischi ESG.

### 1.5.2 Tassonomia Europea, SFDR e CSRD

Su un piano generale, i regolamenti ESG ruotano attorno a 2 temi principali: promuovere la transizione verso la sostenibilità e incorporare la sostenibilità nei quadri di riferimento prudenziale per la gestione dei rischi. Il primo tema riguarda la definizione delle attività sostenibili e la loro classificazione, i metodi di rendicontazione delle *performance* non finanziarie e gli obblighi di *disclosure* che devono essere rispettati per rimanere in linea ai vari *standard* di sostenibilità. Il secondo tema si occupa della valutazione, quantificazione e gestione dei rischi associati alle tematiche ESG attraverso l'analisi delle esposizioni, della materialità e l'utilizzo di modelli di stress testing. Per ogni tematica esistono vari quadri normativi che vanno a comporre un complesso ecosistema di regolamentazione.



Fig. 1.21 | I regolamenti ESG, Fonte: Bloomberg

I principali *framework* regolatori utilizzati dagli investitori per individuare prodotti sostenibili sono la Tassonomia Europea (Regolamento UE 2020/852 del giugno 2020) e il Regolamento SFDR (*Sustainable Finance Disclosure Regulation*). La Tassonomia crea un *framework* per la definizione delle attività economiche sostenibili basato su 4 criteri e introduce dei nuovi requisiti di *disclosure* finanziari e non finanziari basandosi su 6 obiettivi ambientali da raggiungere.

<b>EU Taxonomy Environmental Objectives</b>	<b>Criteria for sustainable economic activities</b>
1. Climate change mitigation	1. The economic activity contributes to one of the six environmental objectives
2. Climate change adaptation	2. The economic activity does ‘no significant harm’ (DNSH) to any of the six environmental objectives
3. Sustainable use and protection of water and marine resources	3. The economic activity meets ‘minimum safeguards’ such as the UN Guiding Principles on Business and Human Rights to not have a negative social impact
4. Transition to a circular economy	4. The economic activity complies with the technical screening criteria developed by the EU Technical Expert Group
5. Pollution prevention and control	
6. Protection and restoration of biodiversity and ecosystems	

Fig. 1.22 | Struttura della Tassonomia Europea, Fonte: UE

La regolamentazione fornisce a investitori, società e governi dei sofisticati strumenti scientifici di classificazione, per aiutarli a comprendere quali attività siano realmente sostenibili. Aiuta inoltre le imprese a trasformare le loro attività, attraverso la raccolta di finanziamenti e l’emissione di debito “in linea” con la Tassonomia. Il processo di applicazione della Tassonomia, prendendo ad esempio una società di investimento, può essere sintetizzato in cinque parti<sup>22</sup>:

1. Il primo step consiste nell’identificare un’impresa che svolge una o più attività potenzialmente in linea con il regolamento e nel verificare l’esistenza, all’interno della Tassonomia, di criteri di screening per valutarne l’effettiva sostenibilità.
2. Una volta verificato che l’attività in questione sia “elegibile”, ossia coperta dalla Tassonomia, è necessario verificare che questa contribuisca sostanzialmente ad uno dei sei obiettivi ambientali. I criteri di classificazione della Tassonomia sono precisi e quantificabili e non basta che la società dichiari che i ricavi provenienti dalle sue attività siano sostenibili. Gli investitori devono analizzare metriche specifiche per verificare l’allineamento dell’attività alla Tassonomia. Guardando, ad esempio, all’obiettivo di mitigazione degli effetti climatici per un’impresa fornitrice di energia, un dato fondamentale per la valutazione dell’effettiva sostenibilità, è dato dal limite di 100g CO<sub>2</sub>e/kWh per ogni unità di energia generata.
3. Importante è poi assicurarsi che il principio del DNSH (*do no significant harm*) sia rispettato. Gli investitori dovranno condurre un processo di due diligence per verificare che l’attività economica non arrechi danno agli altri obiettivi ambientali. Ad esempio, una casa automobilistica che ottiene tutti i suoi ricavi dalla produzione di automobili è considerata eleggibile al 100%, essendo questa attività coperta dalla Tassonomia. Se il 10% delle entrate di questa società derivano poi dalla produzione di veicoli elettrici, allora solo questo 10%, se contribuisce sostanzialmente ad uno dei sei obiettivi, potrà essere considerato

<sup>22</sup> Bloomberg Professional Services, *Applying the EU Taxonomy to your investments, how to start?*

potenzialmente allineato. A questo punto, la Tassonomia richiede una valutazione secondo il criterio del DNSH solamente rispetto al processo di produzione dei veicoli elettrici, e non rispetto alle attività della società considerate generalmente. Se le fasi di produzione, di uso e quelle di fine del ciclo di vita dei veicoli elettrici non danneggiano alcuno degli altri obiettivi allora i ricavi ottenuti da quest'attività economica rispettano il principio DNSH.

- Per essere allineata con la Tassonomia, inoltre, l'attività economica deve rispettare i requisiti minimi di salvaguardia dei diritti umani stabiliti all'interno di questo regolamento, che fanno direttamente riferimento alle linee guida OECD, ai principi delle Nazioni Unite, e alle convenzioni sulla protezione e i diritti dei lavoratori. Le imprese sono tenute a conformarsi alle otto convenzioni dell'Organizzazione Internazionale del Lavoro e a rendicontare le loro politiche anticorruzione e di tutela dei diritti umani nei loro *report* di sostenibilità. Uno dei più grandi ostacoli in questo caso è proprio la mancata divulgazione di tali informazioni che porta a delle difficoltà nello stabilire se le società siano o meno conformi.

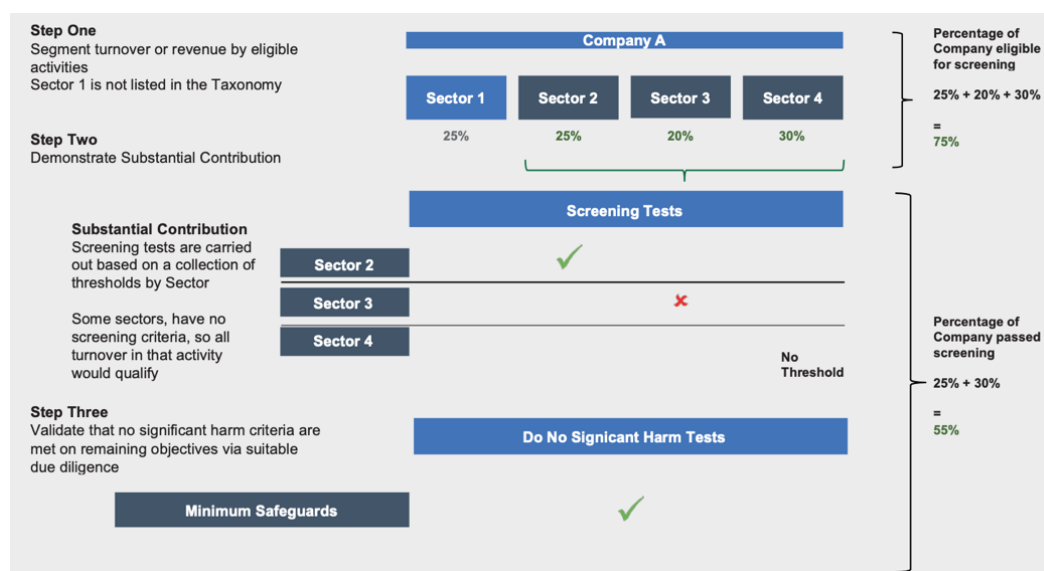


Fig. 1.23 | Determinazione dell'allineamento, Fonte: Technical Report, EU technical expert group on sustainable finance

- Infine, una volta completati i quattro passaggi precedenti, è necessario calcolare il grado di allineamento dei propri investimenti alla Tassonomia, in modo tale da poter diffondere queste informazioni al pubblico. Una volta analizzate le varie attività della società in cui si investe è possibile capire quale percentuale del proprio portafoglio sia "eleggibile" e di conseguenza quale percentuale sia poi effettivamente allineata. Per esempio, se il 18% di un fondo è investito in una società che ottiene il 10% dei suoi rendimenti da attività allineate, gli investimenti del fondo saranno allineati per l'1,8% alla Tassonomia.

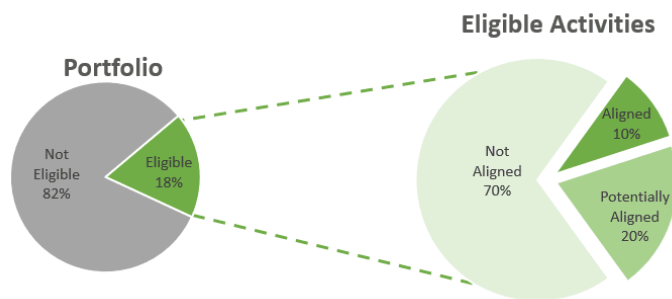


Fig. 1.24 | Percentuale di allineamento del portafoglio, Fonte: SEB/Bloomberg

L'SFDR, come la Tassonomia, richiede agli operatori dei mercati finanziari di rendicontare un'ampia serie di informazioni legate alla sostenibilità e ai processi di *due diligence*. L'obiettivo è quello di sviluppare una contabilità efficace per la finanza sostenibile e di promuovere la trasparenza, la chiarezza e la comparabilità degli investimenti. A seconda del livello di sostenibilità e delle sue caratteristiche ogni fondo deve poi essere classificato secondo gli articoli 6, 8 e 9 del regolamento.

- I fondi “articolo 6”:  
non tengono in considerazione la sostenibilità e i rischi ESG nei processi decisionali relativi ai propri investimenti.
- I fondi “articolo 8”:  
promuovono aspetti ambientali, sociali o di *Governance* e includono investimenti sostenibili, anche se questi non costituiscono l'obiettivo principale del fondo.
- I fondi “articolo 9”:  
hanno come obiettivo principale l'investire in maniera sostenibile e si impegnano nell'avere un impatto positivo su ambiente e società.

I fondi soggetti alle norme degli articoli 8 e 9 hanno obblighi di *disclosure* più dettagliati, in particolare rispetto al principio del DSNH e ai cosiddetti PAIs (*Principal Adverse Impacts*), ossia gli impatti negativi generati dalle attività di investimento e di consulenza su tematiche riguardanti la sostenibilità. Gli indicatori PAI individuati dalle autorità europee sono 64. Per 18 di questi, gli intermediari finanziari sono obbligati alla *disclosure*, mentre sugli altri 46 possono procedere su base volontaria. Tra gli indicatori per i quali si prevede *disclosure* obbligatoria vi sono, ad esempio, il livello di emissioni di carbonio, l'esposizione ai combustibili fossili nonché misurazioni sulla quantità di rifiuti generata. Oltre agli indicatori ambientali sono compresi anche indicatori sociali riguardanti, ad esempio, la diversità di genere, i diritti umani e la corruzione.

La Tassonomia Europea integra quindi l'SFDR ed è fondamentale, per i gestori patrimoniali di fondi a norma SFDR, per capire in quali attività possono e devono investire. Oltre a investire in attività di un certo tipo utilizzandola come guida, inoltre, i gestori dei fondi “articolo 8” e “articolo 9” devono utilizzare i criteri forniti dalla Tassonomia per calcolare l'allineamento dei propri investimenti e renderlo poi pubblico alla platea degli investitori e alle autorità regolatorie.

Per quanto riguarda gli obblighi di rendicontazione non finanziaria che riguardano anche le imprese che non si occupano direttamente di promuovere la sostenibilità o tematiche legate ad essa, il contesto normativo si è evoluto recentemente attraverso l'entrata in vigore nel 5 gennaio del 2023 della CSRD (*Corporate Sustainability Reporting Directive*). Questa direttiva Europea aggiorna e rafforza la precedente direttiva relativa alla *disclosure* non finanziaria per le imprese l'NFRD (*Non-Financial Reporting Directive*). Quest'ultima prevedeva il requisito per le società di grandi dimensioni (più di 500 dipendenti), che costituiscono enti di interesse pubblico, di includere nella relazione sulla gestione una dichiarazione di carattere non finanziario. L'oggetto della relazione era circoscritto a quattro tematiche: impatti ambientali, problematiche di tipo sociale e riguardanti i dipendenti, rispetto dei diritti umani, corruzione e riciclaggio. L'informativa richiesta si limitava a quanto necessario "alla comprensione dell'andamento dell'impresa, dei suoi risultati, della sua situazione e dell'impatto della sua attività"<sup>23</sup> e non prevedeva di conformarsi ad un *reporting standard* particolare; conseguendone che le società erano tenute a pubblicare informazioni inerenti sia all'impatto delle tematiche sostenibili sulla società, che l'impatto di questa sull'ambiente, secondo un principio di cosiddetta "doppia materialità". La CSRD innanzitutto amplia il perimetro di applicazione dell'NFRD, includendo, oltre a quelle già soggette alla precedente normativa, anche imprese di dimensioni più modeste (più di 250 dipendenti), PMI quotate e filiali di imprese extra-europee, prevedendo un'entrata in vigore degli obblighi graduale e progressiva. Per le aziende già soggette ad obbligo di rendicontazione non finanziaria secondo la Direttiva sulla rendicontazione non finanziaria (NFRD), la CSRD si applicherà a partire dal *report* di sostenibilità pubblicato nel 2025, sui dati relativi al 2024; per le aziende con più di 250 dipendenti, la CSRD si applicherà a partire dal *Report* 2026, sui dati riferiti al 2025; per le PMI quotate, a partire dal *report* del 2027, sui dati relativi al 2026 e per le aziende extra europee a partire dal *Report* 2029, sui dati riferiti al 2028. Inoltre, la nuova direttiva introduce degli *standard* obbligatori di rendicontazione, gli ESRS (*European Sustainability Reporting Standards*) sviluppati dall'EFRAG (*European Financial Reporting Advisory Group*), un organismo indipendente di *advisory* operante nel campo del *reporting* aziendale composto da vari *stakeholder* e promosso dalla Commissione Europea. Questi *standard* sono stati sviluppati rispettando i criteri di convergenza e comparabilità con gli *standard* internazionali, compresi quelli elaborati dall'International Sustainability Standards Board e i GRI *standards* e riflettono le esigenze informative del quadro regolatorio europeo (*Taxonomy*, SFDR, ecc.). Gli ESRS attualmente definiti dalla direttiva sono dodici: 2 *standard* trasversali su requisiti e informative generali, 5 ambientali con particolare attenzione agli obiettivi climatici europei, 4 sui temi sociali che coinvolgono l'intera catena del valore dell'impresa e 1 dedicato alla condotta aziendale.

---

<sup>23</sup> Parlamento Europeo | *Non-financial Reporting Directive*

General Standards	Environment	Social	Governance
<ul style="list-style-type: none"> <li>• ESRS 1 General requirements</li> <li>• ESRS 2 General strategy, governance and impacts, risks and opportunities management disclosures</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ESRS E1 Climate Change</li> <li>• ESRS E2 Pollution</li> <li>• ESRS E3 Water and marine resources</li> <li>• ESRS E4 Biodiversity and ecosystems</li> <li>• ESRS E5 Resource use and circular economy</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ESRS S1 Own workforce</li> <li>• ESRS S2 Workers in the value chain</li> <li>• ESRS S3 Affected communities</li> <li>• ESRS S4 Consumers and end-users</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ESRS G1 Business conduct</li> </ul>

Fig. 1.25 | Gli ESRS, Fonte: CSRD

La maggiore trasparenza imposta alle imprese dalla CSRD avrà l'obiettivo di aumentare le richieste di finanziamenti verso modelli maggiormente sostenibili, volti anche a prevenire il rischio di future maggiori difficoltà di accesso al credito. Questa motivazione progressivamente spingerà poi anche le imprese non soggette ad obblighi normativi ad accrescere volontariamente il proprio grado di *disclosure* non finanziario e a chiedere risorse finanziarie per adattare i propri modelli di *business*. Gli intermediari invece, a loro volta, dovranno essere in grado di valutare tra: imprese con adeguato merito creditizio che meritano investimenti e imprese più deboli, non sufficientemente adattate e che potrebbero attraversare la transizione con maggiori difficoltà. Dovranno inoltre considerare attentamente la sostenibilità e la credibilità dei progetti di transizione raccogliendo le informazioni adeguate, valutando la coerenza dei processi di finanziamento e monitorando la corretta destinazione dei proventi. La sfida sia dal lato delle imprese, che dal lato delle banche e degli altri intermediari è complessa e potrà essere portata a termine con successo solamente a partire da un sistema normativo efficace, versatile e ben articolato, che faciliti l'impegno dei mercati nell'indirizzare l'economia verso sentieri di sviluppo sostenibile.



## 2 Investire nella sostenibilità

### 2.1 Il ruolo delle istituzioni finanziarie

La globalizzazione e la crescente interdipendenza tra le imprese, i mercati e le economie generano una sovrapposizione tra interessi pubblici e privati e rendono la capacità di prosperare di imprese e istituzioni sempre più dipendente dall'esistenza di una società orientata alla creazione di un valore condiviso che va oltre il semplice profitto. Le disuguaglianze sociali e i danni ambientali hanno effetti materiali negativi sulle catene del valore, sui flussi di capitale e sulla produttività dei lavoratori. Da un *report* di Deloitte<sup>24</sup> condotto su più di 2000 manager tra 21 paesi emerge come il 97% delle imprese considerate abbia subito un impatto negativo più o meno grave a causa del cambiamento climatico e come l'88% dei manager ritenga fondamentale un'azione immediata per ridurre danni ingenti legati ai fattori ambientali sulle loro attività.



Fig. 2.1 | I risultati del report di Deloitte, Fonte: cfr. nota 24

Man mano che i sistemi normativo e sociale si evolvono per adattarsi alle sfide della sostenibilità, le imprese dovranno adeguarsi per competere in un nuovo ambiente e coloro che non effettuano i necessari investimenti iniziali potrebbero trovarsi fuori dal mercato nel lungo termine. Anche se aumentare i costi per finanziare lo sviluppo di pratiche aziendali sostenibili può sembrare controintuitivo, può dare una spinta all'efficienza e al fatturato delle imprese: sono molti, infatti, gli studi, tra cui quelli presentati nel paragrafo 1.4 di questo elaborato, che dimostrano come le aziende sostenibili siano anche quelle più redditizie. Per quanto riguarda invece gli investitori istituzionali: i fondi pensione, le assicurazioni e i fondi sovrani rappresentano degli attori fondamentali nell'economia globale, come investitori in aziende sparse in tutto il mondo e come creditori della maggior parte dei paesi sviluppati. Con oltre 100.000 miliardi di dollari di patrimonio nel 2019 e solo nei paesi OCSE, gli

<sup>24</sup> Deloitte, 2022 *CxO Sustainability Report*

investitori istituzionali rappresentano la principale fonte di finanziamento a lungo termine per sostenere una crescita sostenibile: il solo spostamento del 3.7% del loro patrimonio verso determinate attività sostenibili, potrebbe colmare il *gap* negli investimenti di 3700 miliardi di dollari necessari per la realizzazione degli SDGs<sup>25</sup>.

### 2.1.1 Imprese

Le imprese operanti nell'economia reale sono un motore di crescita molto importante vista la loro grande influenza su ambiente e società. Utilizzando risorse naturali e vari tipi di energia come *input* e generando rifiuti ed emissioni come sottoprodotti del loro ciclo produttivo impattano significativamente sull'ambiente in cui operano. Le società amministrare in maniera efficiente possono investire nella riduzione delle diseguaglianze, offrendo opportunità di lavoro migliori e più sicure, con adeguate prestazioni sanitarie e previdenziali per i dipendenti. I contributi del settore privato allo sviluppo sostenibile assumono due forme principali: attraverso nuovi investimenti o il riorientamento di quelli esistenti e attraverso l'adozione di una condotta più responsabile e sostenibile. Una chiara opportunità d'investimento per le aziende che vogliono ottenere benefici sociali e ambientali e al tempo stesso perseguire obiettivi commerciali di lungo termine, è rappresentata dalla progettazione e dalla fornitura di beni e servizi che rispondano contemporaneamente alla domanda di mercato e alle esigenze di sostenibilità, attraverso lo sviluppo di nuove tecnologie e soluzioni innovative. Le imprese possono inoltre trarre benefici dal trasferimento di conoscenze e competenze verso i paesi in via di sviluppo, nonché dal miglioramento delle capacità locali attraverso iniziative che supportino la crescita delle comunità in cui operano. Le *supply chain* odierne si estendono in tutto il mondo e sono molto vulnerabili ai disastri naturali e ai conflitti civili. Il cambiamento climatico, la scarsità idrica, il lavoro minorile incrementano questi rischi impattando significativamente su attività, spese e ricavi delle imprese. A differenza delle forme tradizionali di rischio d'impresa, i rischi sociali e ambientali si manifestano nel lungo periodo e attraverso molte dimensioni spesso al di fuori dal controllo delle organizzazioni. La gestione del rischio richiede la presa immediata di decisioni di investimento per il rafforzamento delle capacità a lungo termine e lo sviluppo di strategie di adattamento. Nel settore agro-alimentare, ad esempio, gli effetti del cambiamento climatico possono alterare le condizioni e le stagioni di crescita riducendo la resa dei raccolti. Le alterazioni delle catene di approvvigionamento possono a loro volta influire sui processi produttivi che dipendono da capitali naturali non prezzati come la biodiversità, le riserve d'acqua, l'aria pulita e un clima stabile. Questi *assets* non vengono generalmente incorporati nei processi di valutazione fino a quando eventi distruttivi come siccità e inondazioni non causano interruzioni nella produzione o fluttuazioni nei prezzi delle materie prime. Per affrontare queste minacce lungo le loro catene del valore imprese come Mars, Unilever e Nespresso hanno investito nelle certificazioni della *Rainforest Alliance* aiutando gli agricoltori a far fronte alle minacce climatiche, a ridurre la degradazione dei terreni ed aumentare la

---

<sup>25</sup> OECD, *Mobilising institutional investors for financing sustainable development in developing countries*, 2021

resilienza alla siccità e all'umidità dei raccolti: tutti elementi che garantiscono la sicurezza e la qualità delle forniture nel lungo termine. Le imprese sono anche esposte a rischi relativi all'esaurimento delle risorse nei processi manifatturieri, specialmente idriche. L'acqua è stata in gran parte considerata una materia prima gratuita e quindi utilizzata in maniera inefficiente, ma molte imprese stanno adesso sperimentando costi di utilizzo più elevati. *Coca cola*, ad esempio, a seguito del coinvolgimento in controversie relative all'eccessivo sfruttamento delle riserve idriche ha iniziato dal 2004 a investire nell'uso efficiente e circolare di questa risorsa e nel miglioramento della qualità dell'acqua all'interno delle comunità in cui opera. I rischi legati all'acqua rischiano, inoltre, di bloccare miliardi di dollari di società minerarie e petrolifere: in Perù, ad esempio, i conflitti sociali relativi alla distruzione delle risorse idriche e al deperimento ambientale hanno portato alla sospensione di miliardi di dollari in progetti minerari<sup>26</sup>.

Investire nella sostenibilità non è solo uno strumento di gestione del rischio, ma può anche favorire l'innovazione: la riprogettazione dei prodotti per soddisfare gli *standard* ambientali e le esigenze sociali offre infatti nuove opportunità di *business* e porta alla creazione di nuovi mercati. Patagonia, ad esempio, è un'azienda di abbigliamento che ha fatto della sostenibilità una parte fondamentale del suo modello di *business*. L'azienda ha sviluppato materiali sostenibili e adottato i principi dell'economia circolare per ridurre l'impatto ambientale. L'impegno di Patagonia per la sostenibilità ha anche guidato l'innovazione, portando allo sviluppo di nuovi prodotti e modelli di *business*, come il programma *Worn Wear*, che incoraggia i clienti a riparare e riutilizzare i propri indumenti. Il paradigma convenzionale secondo cui l'unica attività di un'azienda è il profitto, insieme alle convinzioni generate dal fatto che i primi investimenti SRI producevano bassi rendimenti, si stanno adesso invertendo. Oltre ai benefici finanziari derivanti dall'aumento del vantaggio competitivo e dell'innovazione, le imprese possono ottenere notevoli risparmi sui costi grazie alle efficienze operative legate alla sostenibilità. Inoltre, grazie allo sviluppo dei mercati, gli investitori sono ora in grado di tracciare con maggiore accuratezza i risultati migliori in termini ESG, fattore determinante per garantire una maggiore facilità di accesso ai capitali alle imprese con migliori *performance* in quest'ambito. In sostanza, la sostenibilità offre alle imprese ampie possibilità che vanno oltre il *risk management*. Questa, infatti, può aprire le imprese all'innovazione attraverso la creazione di beni e servizi che si propongono di affrontare le sfide ambientali e sociali. Tesla, come ulteriore esempio, trasformando l'industria automobilistica attraverso veicoli elettrici ad alte prestazioni che offrono un'alternativa alle auto a combustibili fossili, è diventata sinonimo di innovazione in un'ottica di sostenibilità. Attraverso i suoi investimenti Tesla ha creato nuove prospettive commerciali, tra cui lo sviluppo di batterie avanzate e di nuove tecnologie per l'accumulo di energia<sup>27</sup>.

Riassumendo, alcune delle principali opportunità sono rappresentate da:

- Sviluppo di prodotti sostenibili: Le aziende che investono nella sostenibilità possono riprogettare i loro

---

<sup>27</sup> Harvard Business Review, *The Comprehensive Business Case for Sustainability*

prodotti in modo che siano più ecologici ed efficienti dal punto di vista energetico. Questo può aiutare a soddisfare le esigenze dei consumatori, che sono sempre più alla ricerca di prodotti sostenibili, e può anche creare nuovi mercati e opportunità commerciali.

- Resilienza della catena di approvvigionamento: Le aziende possono ridurre l'impatto ambientale migliorando l'efficienza della catena di fornitura, ad esempio ottimizzando i percorsi di trasporto, riducendo gli scarti dei processi di imballaggio e ottenendo materie prime in modo sostenibile. Questi sforzi possono generare risparmi e migliorare le prestazioni complessive dell'azienda.
- Sfruttamento dell'economia circolare: L'economia circolare è un modello in cui le risorse vengono utilizzate in maniera efficiente riducendo al massimo gli sprechi e progettando i prodotti in modo che possano essere riutilizzati o riciclati. Le aziende che adottano i principi dell'economia circolare possono ottenere flussi di reddito trasformando i rifiuti in risorse preziose e creando sistemi a ciclo chiuso.
- Investimenti in energie rinnovabili: investire nelle energie rinnovabili, può aiutare le imprese a ridurre l'impatto ambientale e a creare nuove opportunità di *business*. Le aziende che investono nelle energie rinnovabili possono infatti generare la propria energia, vendere quella in eccesso e ridurre la propria dipendenza dai combustibili fossili.
- Costruzione di infrastrutture sostenibili: Gli investimenti in infrastrutture sostenibili, come edifici ecologici o sistemi di trasporto pubblico, riducono l'impatto ambientale dello sviluppo urbano, offrendo alle imprese la possibilità di plasmare il futuro delle città.

La tendenza verso questo nuovo paradigma è destinata ad affermarsi e non si tratta sicuramente di una moda passeggera, come sottolinea anche la lettera agli investitori del 2021 di Larry Fink, CEO della più grande società di investimento al mondo, Black Rock: *“There is no company whose business model won't be profoundly affected by the transition to a net zero economy...companies not quickly preparing themselves will see their businesses and valuations suffer.”*

### **2.1.2 Banche**

Come già sottolineato in precedenza, le banche giocano un ruolo fondamentale nel facilitare la riallocazione delle risorse finanziarie necessarie per sostenere la transizione verso sistemi economici maggiormente sostenibili. Le banche innanzitutto possono promuovere la sostenibilità attraverso la concessione di prestiti, linee di credito e altri prodotti finanziari con la finalità di supportare progetti con ad impatto benefico. Queste pratiche forniscono risorse che consentono alle imprese, anche quelle più piccole, di investire in progetti sostenibili, di adeguare le loro strutture organizzative e rinnovare le loro prassi aziendali. Gli strumenti più utilizzati dalle banche in questo senso sono rappresentati dai *green loans* e dai *sustainability-linked loans*: i primi rappresentano tutti i tipi di prestito e strumenti assimilabili che incentivano il raggiungimento da parte dei debitori di obiettivi di sostenibilità predeterminati ed oggettivi, i secondi invece sono indirizzati a sostenere progetti esclusivamente ambientali. Il

*framework* più comunemente utilizzato per la definizione e certificazione di questi particolari prestiti sostenibili è quello elaborato dalla *Loan Market Association*<sup>28</sup>: questo quadro di riferimento si propone di fornire degli *standard* che facilitino la comparabilità e il riconoscimento di questi strumenti per le istituzioni finanziarie, facilitando e migliorando l'integrità dell'attività creditizia sostenibile globale. Questi strumenti di indebitamento sostenibile forniscono un ulteriore esempio del potenziale della sostenibilità nel ridurre il costo del debito per le imprese. I *green* e *sustainability-linked loans* possono infatti prevedere variazioni nei tassi di interesse relativi ai finanziamenti a seconda del grado di raggiungimento di *target di performance* sostenibile concordati tra l'impresa e la banca emittente in fase di progettazione contrattuale. Le banche potrebbero quindi ridurre i tassi con cui le imprese prendono a prestito, qualora queste raggiungano i loro obiettivi di sostenibilità, così come potrebbero aumentarli in caso di fallimento nella realizzazione di tali propositi, adottando un duplice approccio che stimola le imprese indirizzandole verso l'adattamento e la transizione.

Inoltre, per quanto riguarda l'area euro ma non esclusivamente, l'incorporazione delle tematiche ESG nei processi di concessione e monitoraggio del credito può essere svolta efficacemente dalle banche seguendo le cosiddette LOM (*Guidelines on Loan and Monitoring*) rilasciate dall'Autorità Bancaria Europea. Queste linee guida integrano i fattori ESG nei processi necessari per la valutazione del merito creditizio dei debitori e per la definizione dei requisiti finalizzati alla concessione dei prestiti ai consumatori e alle imprese. Gli enti che emettono o prevedono di emettere linee di credito sostenibili, secondo le LOM, devono indicare, nell'ambito delle loro politiche relative al rischio di credito, i dettagli specifici delle procedure e delle variabili alla base della concessione e del monitoraggio di tali prodotti finanziari. È infatti fondamentale che le banche, nella concessione di questi prestiti, accertino la destinazione dei proventi e valutino l'impatto dei progetti a cui sono destinati, raccogliendo informazioni relative agli obiettivi aziendali dei clienti e alle loro capacità di *reporting* e segnalazione<sup>29</sup>. *UniCredit*, ad esempio, ha recentemente finanziato il gruppo *Chiron*, operante nel settore delle energie rinnovabili, con un *green loan*, certificato ai sensi dei *Green Loan Principles*, da 17 milioni di euro e finalizzato alla costruzione e messa in esercizio di 4 nuovi impianti di produzione di energia sostenibile localizzati in Veneto, Lombardia e Friuli-Venezia Giulia.

Le banche possono partecipare in modo attivo alla transizione adottando strategie di investimento sostenibile basate sull'integrazione ESG o sullo *screening* sia positivo, investendo in società con alti *ratings*, che negativo, escludendo quelle con *performance* ESG scadenti. Banca d'Italia, ad esempio, ha adottato una chiara e definita strategia di sostenibilità in termini di integrazione ESG e di pubblicazione dei risultati ottenuti, il 10 maggio 2022 ha pubblicato il primo rapporto annuale sugli investimenti sostenibili e sui rischi climatici, comprensivo di indicazioni sulle metodologie utilizzate per la scelta degli investimenti e per la gestione dei rischi associati.

---

<sup>28</sup> LMA, *Green Loan Principles, Sustainability Linked Loan Principles*

<sup>29</sup> Associazione Bancaria Italiana, Chiara Pasquini, La gestione del rischio climatico e ambientale nei processi bancari: aspetti definitivi e regolamentari

Un ruolo di primaria importanza assumono infatti, oltre alle attività di credito e investimento sostenibile, tutte le attività di rendicontazione che promuovono la trasparenza delle istituzioni finanziarie.

*Basel III*, ossia uno dei più importanti *standard* di regolamentazione internazionale per le banche, sviluppato dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria in risposta alla crisi bancaria del 2008, ha l'obiettivo di rafforzare la stabilità del sistema bancario attraverso regole e requisiti prudenziali. Questo regolamento si articola in tre pilastri principali: il primo pilastro riguarda i requisiti di capitale, ovvero la quantità e la qualità del capitale che le banche devono detenere per far fronte ai rischi a cui sono esposte; il secondo pilastro riguarda la supervisione prudenziale, ovvero il ruolo delle autorità di vigilanza nella valutazione e nella gestione dei rischi delle banche; il terzo pilastro, noto come Pillar 3, si concentra sulla disciplina di mercato e sulla trasparenza delle banche. È proprio questo pilastro a prevedere degli obblighi di *disclosure* per le banche che riguardano informazioni sui requisiti patrimoniali, sulle esposizioni e le relative politiche di gestione del rischio, sulla situazione della liquidità, sulle attività detenute in bilancio e sui compensi dei dirigenti e dei dipendenti. Oltre alle informazioni di tipo prettamente finanziario poi, grazie all'aiuto delle guide e degli *standard* tecnici rilasciati dall'Autorità Bancaria Europea, le banche sono tenute a rendere pubbliche informazioni relative alle esposizioni dei rischi climatici fisici e di transizione, alla gestione di questi particolari rischi e al peso che le attività allineate alla Tassonomia Europea assumono all'interno del portafoglio bancario attraverso il BTAR (*Banking Book Taxonomy Alignment ratio*).

Un altro elemento importante per lo sviluppo del sistema economico, in cui le banche possono dare il loro contributo, sta nel garantire l'accesso ai servizi finanziari anche ai piccoli imprenditori e alle microimprese, che vedono nella disponibilità di capitali il principale ostacolo alla crescita. La possibilità per tutti di accedere ai servizi finanziari è un fattore fondamentale per l'efficienza e lo sviluppo resiliente dei sistemi finanziari, fattore che si fa sempre più critico specialmente per la crescita sostenibile e inclusiva dei paesi in via di sviluppo. FINCA, ad esempio, è una banca di microcredito internazionale che opera in 20 paesi tra Africa, Asia, Europa e America latina e che supporta i piccoli imprenditori e gli individui con basso reddito nell'accesso ai prestiti, nella gestione del risparmio e in altri servizi finanziari, creando lavoro e promuovendo la crescita economica in aree economicamente svantaggiate. Con l'obiettivo di guidare l'operato delle banche, l'UNEP FI ha elaborato un *framework* composto da 6 principi cardine che le banche aderenti si impegnano a rispettare.

 <p><b>PRINCIPLE 1: ALIGNMENT</b></p> <p>We will align our business strategy to be consistent with and contribute to individuals' needs and society's goals, as expressed in the Sustainable Development Goals, the Paris Climate Agreement and relevant national and regional frameworks.</p>	 <p><b>PRINCIPLE 2: IMPACT &amp; TARGET SETTING</b></p> <p>We will continuously increase our positive impacts while reducing the negative impacts on, and managing the risks to, people and environment resulting from our activities, products and services. To this end, we will set and publish targets where we can have the most significant impacts.</p>	 <p><b>PRINCIPLE 3: CLIENTS &amp; CUSTOMERS</b></p> <p>We will work responsibly with our clients and our customers to encourage sustainable practices and enable economic activities that create shared prosperity for current and future generations.</p>
 <p><b>PRINCIPLE 4: STAKEHOLDERS</b></p> <p>We will proactively and responsibly consult, engage and partner with relevant stakeholders to achieve society's goals.</p>	 <p><b>PRINCIPLE 5: GOVERNANCE &amp; CULTURE</b></p> <p>We will implement our commitment to these Principles through effective governance and a culture of responsible banking.</p>	 <p><b>PRINCIPLE 6: TRANSPARENCY &amp; ACCOUNTABILITY</b></p> <p>We will periodically review our individual and collective implementation of these Principles and be transparent about and accountable for our positive and negative impacts and our contribution to society's goals.</p>

Fig. 2.2 | *The principles for Responsible Banking*, Fonte: UNEP FI

Attraverso questi principi, sottoscritti da più di 300 tra le più grandi banche rappresentanti quasi la metà dell'industria bancaria<sup>30</sup>, queste si impegnano ad allineare la loro strategia ed i loro processi decisionali agli interessi tutelati dagli SDGs. Dare una nuova forma all'attività bancaria è di primaria importanza per raggiungere gli obiettivi richiesti da questa transizione economica, i soldi pubblici e l'attività dei governi non bastano e l'attività delle banche sarà cruciale nel dare un impulso al settore privato al fine di raggiungere gli obiettivi di sviluppo sostenibile.

### 2.1.3 Pensioni e Assicurazioni

Gli investitori istituzionali, insieme alle banche, costituiscono il sistema finanziario da cui dipendono i consumatori e i risparmiatori per l'accesso ai servizi e ai prodotti finanziari. Gli investitori istituzionali guidano la crescita del settore privato investendo il patrimonio, che gestiscono per conto dei loro beneficiari, in società, infrastrutture e progetti che a loro volta generano crescita e sviluppo economico, posti di lavoro, prodotti e servizi. Gli investitori istituzionali forniscono finanziamenti anche ai governi investendo in titoli di stato. Le prospettive di lungo termine dei fondi pensionistici e delle compagnie assicurative hanno portato queste istituzioni finanziarie a guidare la tendenza dell'integrazione ESG negli investimenti. Queste, infatti, sono più inclini, rispetto ad altre categorie di investitori, a pensare alla sostenibilità a lungo-termine dei sistemi finanziari e dell'economia in quanto obbligati a generare rendimenti a cui i loro beneficiari avranno accesso nel lungo termine. Gli obblighi fiduciari di questi investitori portano a particolari requisiti di rischio/rendimento, limitando le loro decisioni di investimento e spingendoli a prestare attenzione ad ogni tipo di rischio rilevante in un'ottica di gestione responsabile del patrimonio a disposizione. Secondo la stessa Commissione Di Vigilanza Sui Fondi Pensione Italiana (COVIP), "tra fondi pensione e investimenti sostenibili appare esservi una naturale affinità, determinata da una parte dalla prospettiva di lungo periodo che deve necessariamente sia ispirare i fondi pensione nell'attività di investimento,

<sup>30</sup> UNEP FI, *Principles for Responsible Banking*

sia connotare gli investimenti per essere effettivamente sostenibili dal punto di vista ambientale, etico e sociale; dall'altra, dall'indubbia valenza sociale degli stessi fondi pensione, quali istituzioni finalizzate ad assicurare un migliore tenore di vita dei lavoratori nell'età anziana". Le riserve pensionistiche devono essere gestite in modo tale da ridurre l'onere delle generazioni future attraverso la creazione di valore a lungo termine da parte di ogni società in cui si investe e attraverso il sostegno alla crescita sostenibile dell'intero mercato dei capitali. Visto che le questioni ambientali e sociali avranno inevitabilmente un impatto nel lungo periodo, gli investitori intergenerazionali dovranno prendere in considerazione questi fattori nella ricerca di rendimenti sostenibili. Ad esempio, Il sistema pensionistico giapponese, il terzo più grande al mondo, fa largo utilizzo dei parametri ESG nelle decisioni di investimento. Il GPIF (*Japan's Government Pension Investment Fund*), inoltre, ritiene che gli investimenti passivi in indici che integrano gli ESG non solo miglioreranno il profilo rischio/rendimento del loro portafoglio nel lungo termine, ma avranno anche degli effetti positivi secondari sul mercato azionario giapponese, stimolando le società che cercano di attirare investimenti a migliorare le loro *performance* ESG<sup>31</sup>.

Le compagnie di assicurazione possono fornire soluzioni assicurative e servizi di trasferimento del rischio a tutti i livelli, proteggendo governi, imprese e persone da eventi negativi imprevisti. Oltre a fornire protezione contro le perdite, la valutazione e l'attribuzione di un prezzo al rischio consentono di investire in maniera più efficace. Anche in quest'ambito, di fronte a un cambiamento di scenario che ha portato alla creazione di minacce complesse, interconnesse e difficili da prevedere, sono stati elaborati degli *standard* che si propongono di guidare l'industria assicurativa nella gestione, prevenzione, riduzione e condivisione dei nuovi rischi, al fine di proteggere il sistema economico da perdite ingenti dovute a crisi inaspettate. Oltre ai quadri di riferimento più ampi che si riferiscono all'intero settore finanziario, esistono dei principi indirizzati direttamente alle compagnie assicurative come quelli sviluppati dall'UNEP FI<sup>32</sup>, che consistono sostanzialmente in quattro obiettivi di condotta, orientati alla trasparenza, all'integrazione e alla promozione delle tematiche ESG che vengono assunti dagli aderenti. Le compagnie assicurative hanno l'opportunità di affrontare queste nuove forme di volatilità attraverso lo sviluppo di soluzioni incentrate su tre aree in particolare<sup>33</sup>:

- Assicurare la transizione a impatto zero: la tecnologia è una leva fondamentale, all'interno dei settori ad alte emissioni, per contribuire alla riduzione della domanda di prodotti con impatto negativo e allo sviluppo di nuovi modelli di *business*. Secondo alcune stime, le spese annuali a livello mondiale per le tecnologie climatiche potrebbero raggiungere gli 800 miliardi di dollari nel 2030, corrispondenti a circa 10-15 miliardi di dollari in premi assicurativi. I mercati con più alto potenziale nel breve termine sono quelli relativi alle tecnologie per la generazione di energia sostenibile che si sono già consolidate

---

<sup>31</sup> UN, PRI – *Pension systems and sustainability: Japan*

<sup>32</sup> UNEP FI, *Principles of Sustainable Insurance*

<sup>33</sup> Mc Kinsey, *Capturing the climate opportunity in insurance*



dimostrando la loro affidabilità come i pannelli solari, l'eolico *on-shore* e *off-shore* e le infrastrutture di ricarica per i veicoli elettrici. Nel lungo termine invece le tecnologie che si occupano della trasformazione, cattura, utilizzo e stoccaggio delle emissioni generate da attività inquinanti diventeranno un mercato importante, assieme ad altre tecnologie più avanzate come l'idrogeno verde e gli elettrolizzatori. La domanda per coperture assicurative crescerà con gli investimenti in queste tecnologie ed oltre alle coperture *standard* nasceranno nuove opportunità di *derisking* lungo tutta la catena del valore dei vari progetti. Ad esempio, un produttore di idrogeno, risorsa molto costosa da generare, sarà più propenso a continuare l'attività se assicurato contro l'insolvenza degli acquirenti; così come un'eventuale acquirente beneficerebbe di una protezione contro la possibilità che la controparte fermi la produzione di questa risorsa.

- Creare nuove soluzioni di copertura per i crescenti rischi fisici: l'intensità e frequenza degli eventi avversi climatici legati al clima hanno portato all'affermazione, per questo tipo di rischi, delle polizze parametriche: ossia delle coperture assicurative che prevedono, in caso di sinistro, un risarcimento forfettario, non basato sul danno effettivamente subito, che viene conferito quando un indice esterno e oggettivo supera una determinata soglia (*trigger*) anch'essa prestabilita, senza il bisogno che l'assicurato dimostri il danno subito. Questa polizza rappresenta uno strumento flessibile molto utilizzato in caso di eventi dannosi frequenti e difficili da prevedere, poiché riduce i costi amministrativi e di perizia, adattandosi perfettamente ai rischi climatici: ad oggi se ne fa ampio uso soprattutto nell'agricoltura, data la volatilità dell'attività di fronte al clima, ma viene utilizzata anche per tutelarsi da disastri naturali come negli Stati Uniti e ai caraibi, molto esposti a uragani e tornado. L'aumento dei rischi fisici richiederà un'innovazione collaborativa da parte del settore pubblico e privato per colmare le lacune nella protezione e garantire una copertura accessibile a tutti. Anche in scenari di surriscaldamento terrestre moderato, nei prossimi decenni più del 50% della popolazione globale sarà esposta a rischi climatici come siccità, inondazioni fluviali e costiere e stress idrico.
- Fornire servizi di adattamento e resilienza: gli assicuratori possono offrire servizi di consulenza preventivi, per costruire sistemi resilienti, o successivi, per incentivare la ricostruzione post-sinistro, e di *risk management* per gestire e ridurre l'esposizione dei clienti ai rischi climatici, prevedere eventuali minacce ambientali e consentire risposte più efficaci alle perdite legate al clima. In questo caso le partnership con fornitori terzi di dati e analisi specializzati nel campo climatico possono conferire un valore aggiunto.

Nonostante queste opportunità per le compagnie di assicurazione lo sviluppo di queste nuove attività potrebbe essere ostacolato dalla mancanza di dati storici relativi ai sinistri e quindi a difficoltà nella modellizzazione dei rischi e nella definizione dei premi assicurativi e dei risarcimenti. Adottando un approccio proattivo però, potranno creare dei punti di appoggio in questi mercati emergenti. Attraverso *partnership* con altri investitori istituzionali,

per una maggiore diversificazione e condivisione di informazioni, e MGA (*Managing General Agents*), per raggiungere nuovi mercati senza la necessità di sviluppare nuove infrastrutture e assumere nuovo personale, potranno sfruttare le occasioni generate da questa svolta nell'economia.

## 2.2 Strumenti finanziari sostenibili

### 2.2.1 Green Bonds

I processi di integrazione dei fattori ESG nella valutazione delle obbligazioni differiscono di molto rispetto a quelli osservati nel primo capitolo di questo elaborato relativi alle azioni delle diverse società. Le emissioni di debito e i prestiti non possiedono infatti alcuno *score* ESG al quale gli investitori possono affidarsi, in quanto questi punteggi fanno riferimento all'emittente considerato a livello di entità e non ai singoli strumenti finanziari. A differenza delle azioni, inoltre, il valore massimo che le obbligazioni possono assumere è limitato dal loro valore nominale e di conseguenza non possiedono il potenziale di crescita infinito tipico delle azioni. Al fine di valutare correttamente un'obbligazione, è innanzitutto necessario effettuare un'analisi approfondita dell'impresa emittente anche considerando il possibile impatto dei fattori ESG sulla sua *performance* finanziaria e sulla sua capacità di ripagare il debito contratto. Successivamente, è fondamentale effettuare una valutazione su fattori esterni quali il quadro normativo esistente, l'eventuale scarsità di risorse e la volatilità nei prezzi delle materie prime. Ad esempio, una compagnia aerea con una flotta di velivoli molto efficienti a livello energetico sarà meno vulnerabile ai cambiamenti nei prezzi del petrolio, rendendola un investimento più appetibile nel lungo termine. Avendo gli strumenti di debito differenti scadenze, il valore delle obbligazioni a un anno sarà influenzato in maniera differente dal cambiamento climatico e dalle normative ambientali rispetto al valore delle obbligazioni a dieci anni.

Pur non disponendo di un *rating* ESG personalizzato, le obbligazioni possono essere esaminate sulla base di un'etichetta alla quale sono associate e che indica la destinazione d'uso dei proventi derivanti dal titolo. Attualmente, esistono poche diverse classificazioni di strumenti di debito sostenibile, queste sono rappresentate da: *green bonds*, *social bonds*, *transition bonds*, *sustainability bonds* e *sustainability-linked bonds*. Nel caso specifico dei *green bond*, la popolarità legata a questi strumenti ha portato a una rapida crescita del relativo mercato che nel 2021 ha venduto obbligazioni per un valore di 596.30 miliardi di dollari<sup>34</sup>. Qualora siano emessi da imprese, da entità governative o da banche, l'obiettivo di questi *bond* rimane quello di finanziare progetti benefici a livello ambientale. Anche le società operanti in industrie che potrebbero non essere considerate *green*, o che producono un elevato ammontare di emissioni carboniche, possono partecipare al mercato del debito sostenibile a patto che i proventi raccolti tramite l'emissione di questi strumenti vengano utilizzati per finanziare attività che rispettino certi criteri. L'eleggibilità dell'obbligazione ad essere etichettata come *green* dipende infatti

---

<sup>34</sup> Dati raccolti dal sito web della *Climate Bond Initiative*

dall'eleggibilità del progetto a cui è associata e non da quella dell'emittente. Il processo di emissione può essere sintetizzato in cinque fasi:

1. I potenziali emittenti, con l'aiuto delle eventuali banche sottoscrittrici, iniziano a mettere a punto un quadro di riferimento per il *green bond*, che delinea come i proventi dovranno essere utilizzati e l'impatto che l'obbligazione avrà durante gli anni della sua durata.
2. Dopo aver sviluppato un *framework* gli emittenti lo sottopongono all'analisi di società indipendenti che ne valutano l'eleggibilità analizzando nel dettaglio il progetto e i benefici da esso derivanti. Questa funzione di consulenza può essere affidata a società specializzate nel campo dell'analisi di sostenibilità come Sustainalytics ed è opzionale: le obbligazioni infatti, saltando questa fase, possono essere direttamente emesse sui mercati
3. Una volta verificata l'obbligazione arriva il momento per gli emittenti di incontrare i potenziali investitori. Attraverso questi incontri la comunità degli investitori ha la possibilità di conoscere dettagliatamente il progetto e il tipo di impatto che questo si propone di avere. Se il progetto riesce a presentarsi con successo può essere finalmente emesso sul mercato primario.
4. A seguito dell'emissione, gli emittenti dei *green bonds* sono tenuti a rispettare degli stringenti obblighi di rendicontazione, sono infatti obbligati a informare gli investitori riguardo l'andamento del progetto annualmente.
5. Una volta sul mercato e diventati disponibili i *report* sul suo andamento, il titolo viene valutato dagli operatori finanziari (analisti, investitori, ma anche giornalisti), che approfondiscono l'analisi sulla *performance* e sull'impatto ambientale.

I primi *green bonds* ad essere emessi globalmente sono i *Climate Awareness Bonds* (CABs), lanciati sul mercato dalla Banca europea per gli investimenti nel 2007 e finalizzati al finanziamento di progetti nell'ambito dell'energia rinnovabile e dell'efficienza energetica. I CABs diedero un contributo essenziale allo sviluppo di questo mercato: fornendo una chiara, trasparente e regolare informazione relativa all'uso dei proventi raccolti, dimostrarono la possibilità di rendicontare gli effetti dei finanziamenti sugli obiettivi di sostenibilità, legando più strettamente la finanza all'economia reale e rendendo quella dei *green bond* una vera e propria *asset class*.

I *Green Bond Principles* (GPB), assieme ai *Social Bond Principles* (SBP), alle *Sustainability Bond Guidelines* e ai *Sustainability-Linked Bond Principles* (SLBP) rappresentano il quadro di riferimento più utilizzato nei processi di emissione degli strumenti di debito sostenibile. È stato elaborato ed è monitorato ed aggiornato dalla ICMA (*International Capital Market Association*) e comprende una serie di principi e linee guida che hanno la missione di promuovere il ruolo del debito sostenibile nel finanziare il progresso verso la sostenibilità ambientale e sociale.

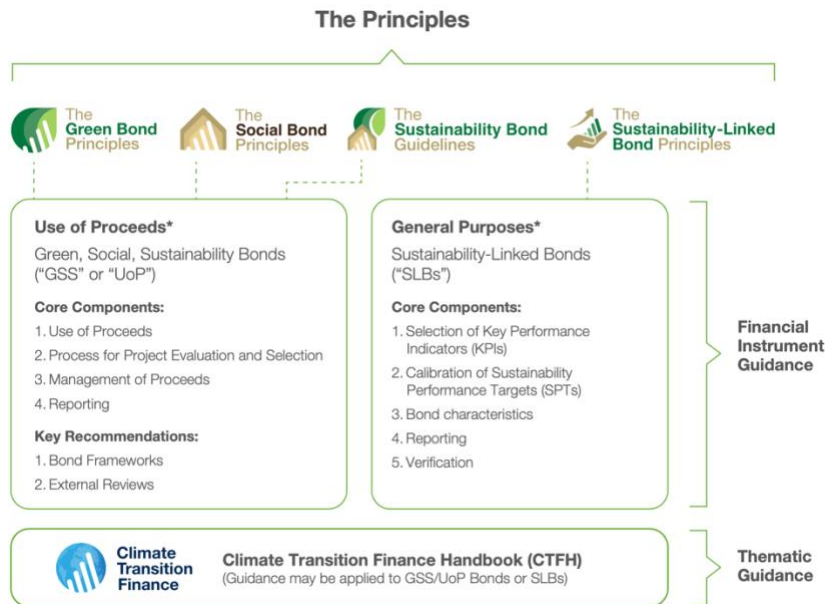


Fig. 2.3 | I principi dell'ICMA, Fonte: ICMA

In particolare, i GPB sono delle linee guida adottabili su base volontaria che hanno l'obiettivo di promuovere la trasparenza e l'integrità del mercato dei *green bond* definendo regole e processi per la loro emissione. Sono indirizzate agli emittenti, che vengono così guidati nei passaggi chiave per il lancio di titoli che risultino credibili, ma anche agli investitori e ai sottoscrittori, che possono usufruire delle guide per valutare la correttezza delle informazioni fornite dagli emittenti al fine di comprendere l'impatto effettivo dei loro investimenti. Le linee guida si articolano in quattro componenti principali, finalizzate a determinare l'allineamento del *bond* ai principi *green*<sup>35</sup>.

1. **Uso dei proventi:** rappresenta l'elemento principale di questi strumenti di debito e ne determina le caratteristiche critiche. La destinazione d'uso dei fondi ottenuti tramite lo strumento deve essere chiaramente indicata dalla documentazione legale riferita al titolo. I *green project* selezionati dovranno generare benefici ambientali che dovranno essere descritti e quantificati dall'emittente. Nel caso in cui una porzione dei proventi venga utilizzata per il rifinanziamento, sarà necessario indicare precisamente quali investimenti e progetti potrebbero essere rifinanziati e per quale ammontare. I GPB riconoscono esplicitamente diverse categorie di ammissibilità per l'individuazione dei progetti sostenibili che sostanzialmente riproducono le indicazioni delle principali regolamentazioni internazionali in tema di sostenibilità come la *EU Taxonomy*. I principali obiettivi sostenibili individuati sono: adattamento e mitigazione dei cambiamenti climatici, conservazione delle risorse naturali e della biodiversità e controllo dell'inquinamento. Nel caso in cui gli emittenti desiderino in particolare finanziare una strategia a zero emissioni in linea con gli accordi di Parigi, possono eventualmente rifarsi al *Climate Transition Finance*

<sup>35</sup> ICMA, *The Green Bond Principles*

*Handbook* sempre a cura dell'ICMA.

2. Selezione e valutazione dei progetti: gli emittenti devono comunicare chiaramente agli investitori gli obiettivi di sostenibilità ambientale relativi ai progetti selezionati, i processi attraverso i quali i progetti sono stati valutati e considerati ammissibili e ulteriori informazioni relative alla gestione dei rischi associati ai progetti scelti. Sono inoltre incoraggiati a fornire informazioni relative all'allineamento dei progetti alle ulteriori tassonomie esistenti e ufficialmente riconosciute e ad implementare dei processi di mitigazione dei rischi materiali individuati.
3. Gestione dei proventi: i proventi raccolti tramite l'emissione devono essere gestiti in maniera indipendente attraverso lo spostamento degli stessi in un conto specifico destinato ai progetti sostenibili associati. I fondi ottenuti devono inoltre essere tracciati ed ogni spostamento temporaneo dei suddetti verso altre allocazioni comunicato agli investitori. I proventi possono essere gestiti su base singola e specifica per ogni singolo *bond*, o su base aggregata attraverso un portafoglio per *green bonds* multipli. I GBP incoraggiano un elevato livello di trasparenza, di conseguenza raccomandano che la gestione dei proventi da parte dell'emittente sia integrata dall'attività di un revisore esterno che ne monitori impiego e allocazione.
4. Rendicontazione: gli emittenti devono rendere e mantenere disponibili informazioni aggiornate sull'utilizzo dei proventi e sui progressi ottenuti tramite i progetti. Queste informazioni devono essere rinnovate su base annuale fino alla scadenza dell'obbligazione o tempestivamente nel caso di sviluppi urgenti rilevanti. I *report* annuali devono contenere una descrizione dei progetti ai quali sono stati destinati i proventi, un'indicazione dell'ammontare allocato su ogni progetto e il loro impatto previsto a livello ambientale. Nel caso in cui accordi di riservatezza, questioni concorrenziali o l'elevato numero di progetti sottostanti limitino la quantità di dettagli che possono essere resi disponibili, i GBP raccomandano di presentare le informazioni in termini generici o su base aggregata. La trasparenza è fondamentale per valutare il reale valore finanziario e non creato da un *green bond*, a tal fine è raccomandato l'utilizzo di indicatori quantitativi nei processi di rendicontazione, nonché l'indicazione delle metodologie utilizzate per il calcolo di tali indicatori. Gli emittenti, quando possibile, dovrebbero rifarsi principalmente all'*Harmonised framework for Impact Reporting* fornito dall'ICMA.

Sempre l'ICMA divide poi i *green bond* in quattro tipi a seconda delle loro caratteristiche contrattuali:

1. *Standard green use of proceeds*: sono il tipo più diffuso e rappresentano delle obbligazioni senza garanzia che danno il diritto al sottoscrittore di rifarsi interamente e direttamente con l'emittente in caso di insolvenza dello stesso.
2. *Green revenue bonds*: titoli obbligazionari che non prevedono la possibilità per il sottoscrittore di agire nei confronti dell'emittente nel caso di mancato rimborso. In questo caso sono i proventi e i flussi di denaro provenienti dal progetto finanziato attraverso lo stesso *green bond* a fungere da garanzia per il credito.

Rappresentano un titolo molto più rischioso perché oltre alla impossibilità di rifarsi sull'emittente il sottoscrittore corre il "rischio progetto". Queste obbligazioni sono in genere emesse da enti pubblici.

3. *Green project bonds*: sono indirizzati al finanziamento di uno o più progetti per i quali il rischio viene assunto direttamente dagli investitori con possibilità di agire verso l'emittente opzionale.
4. *Secured green bonds*: caratterizzati dal fatto che i proventi vengono utilizzati per finanziare per finanziare una serie di progetti che potrebbero non fungere da sottostante diretto dell'obbligazione e che costituiscono parte di strumenti finanziari cartolarizzati più complessi.

Quando un'emissione obbligazionaria rispetta le quattro caratteristiche sopra descritte viene definita *labelled*. Tuttavia, le raccomandazioni dell'ICMA, seppur largamente diffuse, non rappresentano degli obblighi e non vincolano gli emittenti. Di conseguenza, gioca un ruolo fondamentale, nel processo di allineamento del *bond* ai principi, l'elemento della revisione esterna indicato nella componente 3. Quest'attività deve essere affidata ad un soggetto che deve avere le caratteristiche di indipendenza, integrità, professionalità, diligenza e riservatezza e il suo compito è quello di certificare l'aderenza dell'emissione ai GBP, con riferimento alle metodologie utilizzate e al contesto in cui si trova l'emittente<sup>36</sup>. Il revisore può utilizzare diverse modalità di rilascio della certificazione che si basano sull'analisi della struttura del *bond*, della sua adesione ai principi, delle caratteristiche del processo ambientale prescelto, della tracciabilità dei flussi di investimento e dell'idoneità del sistema di *reporting*; a volte, è possibile che l'emissione venga valutata attraverso un *rating* molto simile a quello ESG.

Lo *standard* di certificazione più comune è quello prodotto dalla *Climate Bond Initiative* (CBI). La certificazione ottenuta dalla CBI non valuta principalmente la bontà dell'impatto ambientale del progetto sottostante l'obbligazione, ma si concentra soprattutto sulla trasparenza e affidabilità dell'emissione. La comunicazione post-emissione, infatti, è considerata una caratteristica fondamentale dagli investitori per il monitoraggio dell'andamento e del valore del titolo obbligazionario.

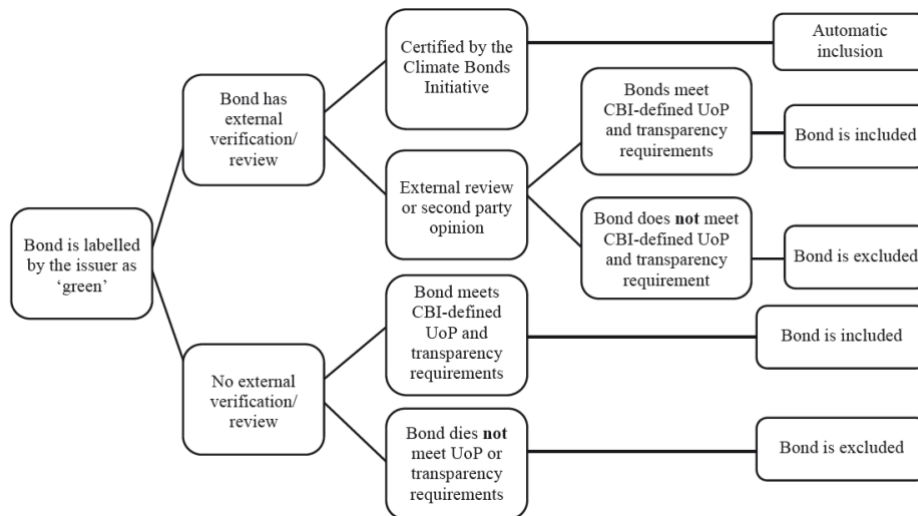


Fig. 2.4 | Processo di inclusione nel database dei green bond della CBI | Fonte: CBI

<sup>36</sup> ICMA, *Guidelines for Green, Social and Sustainability Bonds External Reviews*.

La certificazione ha un ruolo di primo piano nel mercato dei *green bond* essendo l'unico strumento che consente la distinzione di questi titoli da quelli tradizionali.

### 2.2.2 Social Bonds e SIB

I *social bond* rappresentano lo strumento più "giovane" nell'area del debito sostenibile, ma la crescente popolarità e la promettente espansione del mercato relativo a questi strumenti dimostrano il loro potenziale nel raggiungere il grado di diffusione delle loro controparti *green*. In termini di struttura e obiettivi si integrano perfettamente con il mercato dei *green bond*, pur sviluppandosi come classe di attività distinta a sé stante. La prima significativa emissione di *social bonds*, allineata ai *social bond principles* e con revisione terza di Sustainalytics, avvenne nel 2015 ad opera dell'*Istituto de Credito* spagnolo. L'obiettivo dell'emissione fu quello di sostenere le piccole-medie imprese nelle regioni spagnole più depresse a livello economico: vennero concessi dei finanziamenti agevolati in modo tale da stimolare l'occupazione di quelle aree specifiche e tutte le imprese considerate non sostenibili da un punto di vista sociale vennero escluse dal programma. Il *bond* ebbe un discreto successo attirando il 24% degli investitori in Asia e in Medio Oriente, seguiti poi da investitori spagnoli, tedeschi e di altri paesi europei<sup>37</sup>. In generale i *social bond* sono delle obbligazioni che hanno la finalità di mitigare le condizioni di diseguaglianza sociale e di favorire aree economicamente svantaggiate o specifiche fasce della popolazione che si trovano al margine delle società. L'obiettivo dei progetti sottostanti alle obbligazioni è quello di rimuovere o alleviare le cause dell'esclusione sociale, promuovendo l'accessibilità ai servizi e alle risorse essenziali e potenziando le infrastrutture. Gli SBP prodotti dall'ICMA, similmente ai GBP, individuano quattro componenti fondamentali per la determinazione dell'allineamento del *bond*, anch'esse incentrate sulla destinazione sostenibile dei proventi e sulla trasparenza nelle attività di *reporting*. Le principali attività promosse dai *social bond* indicate negli SBP e più diffuse nei mercati sono:

- L'accesso alle infrastrutture di base (acqua potabile, fogne, servizi igienici, trasporti, energia)
- L'accesso ai servizi essenziali (sanità, istruzione e formazione professionale, servizi finanziari)
- Abitazioni a prezzi accessibili
- Programmi volti alla riduzione della disoccupazione derivante da crisi socioeconomiche, anche attraverso il finanziamento delle PMI e della microfinanza
- Sicurezza alimentare e sistemi alimentari sostenibili (pratiche agricole resilienti, riduzione delle perdite e degli sprechi alimentari, accesso a cibo sicuro)
- Progresso ed emancipazione socioeconomica (integrazione e partecipazione equa ai mercati e nella società, riduzione delle diseguaglianze di reddito, accesso equo e controllo su beni, servizi risorse e opportunità)

---

<sup>37</sup> HSBC, *Social Bonds*

Come per i *green bond*, anche per i *social bond* è fondamentale un'attività di revisione e analisi esterna al fine di garantire la credibilità dell'emissione dimostrata attraverso l'ottenimento di una valida certificazione.

Sempre relativi al fattore *Social*, una categoria di strumenti di debito molto popolare è quella dei *Social Impact Bond* (SIB) ossia un meccanismo di finanziamento in cui un'autorità pubblica si impegna nella realizzazione di un progetto di innovazione e sostegno sociale, il cui impatto e grado di realizzazione, concreto e misurabile, definiscono anche il successivo rendimento degli investitori. Solo se i risultati previamente concordati verranno raggiunti, l'ente pubblico, con cui il contratto è stato stipulato, provvederà con i pagamenti verso coloro che hanno investito nel progetto. Di conseguenza, quello di *bond*, rappresenta un termine improprio per questo tipo di strumento molto rischioso che potrebbe essere assimilato più a un contratto *future* su risultati sociali; non a caso sono anche noti come *Payment-for-Success bonds* negli Stati Uniti.<sup>38</sup> Questi contratti complessi sono stipulati da più attori con diversi livelli di rischio e oneri: gli investitori provvedono al capitale che viene utilizzato da un *service provider* che si occupa dell'attuazione del progetto di innovazione sociale, del raggiungimento dei risultati concordati e della fornitura dei dati ad essi correlati.

In base ai risultati ottenuti, l'istituzione pubblica coinvolta nell'accordo si occupa poi del pagamento agli investitori insieme agli interessi concordati. Pertanto, il *service provider* si occupa dell'attuazione del progetto attraverso il capitale degli investitori che però verranno, in caso di successo, remunerati da una terza parte (solitamente ente pubblico) che fungerà da pagatore finale dei risultati. In questo processo possono essere anche coinvolti degli intermediari che hanno un duplice ruolo: innanzitutto svolgono la funzione di mediatore tra le parti occupandosi di trovare un accordo relativo alle transazioni e in secondo luogo, sono responsabili della strutturazione del contratto e della raccolta del capitale tra gli investitori anche attraverso la creazione di SPV (*special purpose vehicles*) appositi. Essendo, come detto in precedenza, un contratto complesso che richiede valutazioni di tipo finanziario ma anche analisi relative ai risultati del progetto e all'impatto sociale ottenuto, possono parteciparvi altri attori di vario tipo che hanno ruoli diversi in base al tipo di accordo che viene stipulato, tra questi: investitori subordinati, garanti, assistenti tecnici, enti di ricerca e legali. In alcuni casi gli stessi investitori possono agire come *service providers* oppure l'istituzione pubblica può fungere sia da pagatore ultimo, che da revisore per valutare la bontà del progetto selezionato.

---

<sup>38</sup> OECD, *Understanding Social Impact Bonds*



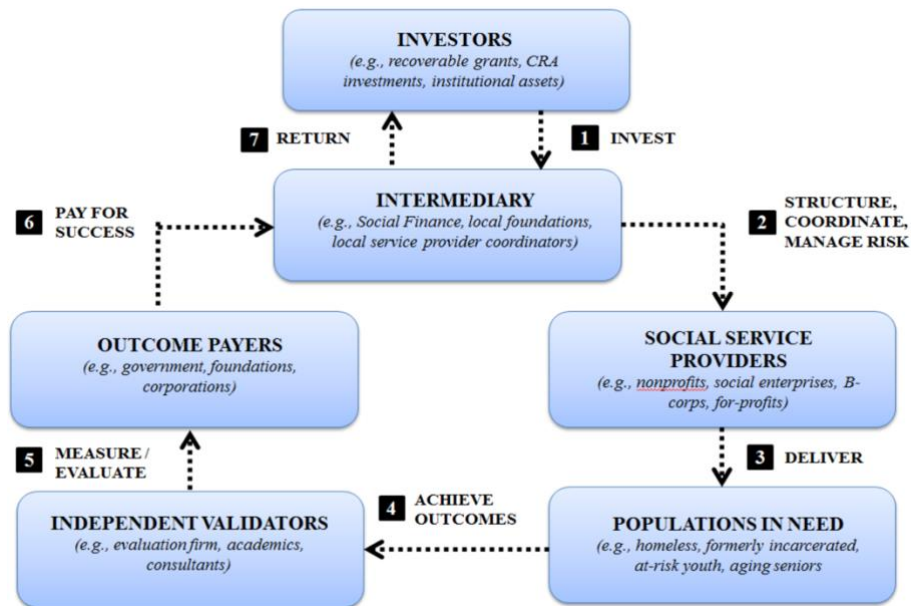


Fig. 2.5 | Funzionamento dei SIB, Fonte: OECD

La difficoltà nella costruzione di questi schemi si riflette in un'elevata onerosità e nella necessaria presenza di strumenti di monitoraggio sofisticati. Il ritorno degli investitori è strettamente legato alla riuscita di un progetto con finalità sociali e di conseguenza il livello di rischio risulta estremamente difficile da quantificare in assenza di un parametro per l'impatto sociale oggettivo e misurabile. Sempre per lo stesso motivo, si vanno a creare anche ulteriori problemi di asimmetria informativa: è molto probabile, infatti, che l'ente pubblico sia più informato sulle possibilità di successo dei progetti e scelga appositamente dei progetti più 'difficili' da realizzare in quanto obbligato a pagare solo in caso l'operazione vada a buon fine. Sono quindi gli elevati costi dovuti al monitoraggio e le complessità contrattuali, che rendono vulnerabile i SIB a squilibri di potere tra le parti in causa, a bloccare il potenziale di crescita di questi strumenti di investimento sostenibile.

### 2.2.3 Caratteristiche finanziarie e “Greenium”

L'elevata trasparenza e l'utilizzo dei proventi per ottenere un impatto ambientale positivo misurabile fanno dei *green bond* uno strumento efficace sia per gli emittenti, per finanziare i processi di transizione sostenibile, sia per gli investitori, che attraverso essi possono allineare i loro portafogli agli SDGs. In prevalenza vengono emessi come *senior unsecured bond*, ossia obbligazioni non garantite da un collaterale ma che danno il diritto al sottoscrittore di rifarsi sull'emittente, in caso di insolvenza, con un diritto di prelazione rispetto agli altri strumenti di debito secondari emessi. La durata media dei *green bond* emessi da società è di 5 anni mentre quelli sovrani hanno generalmente durate più elevate: a inizio 2023, ad esempio, il governo irlandese ha raccolto 3.5 miliardi di euro attraverso l'emissione di un *green bond* con scadenza nel 2043. La distinzione sostanziale tra obbligazioni verdi e convenzionali sta quindi nell'impegno degli emittenti a destinare i proventi delle obbligazioni a investimenti che portano benefici ambientali. Per quanto esistano delle forme di emissione in cui i sottoscrittori si assumono il “rischio progetto”, nella maggioranza dei casi questo non avviene e i compratori del titolo hanno

a garanzia del loro investimento il bilancio dell'emittente. Pertanto, i fattori di rischio fondamentali relativi ai *green bond* sono presumibilmente simili a quelli tradizionali come il rischio di credito e quello di liquidità.

Nonostante le forti similarità nei fondamentali esiste un ampio dibattito in letteratura riguardo l'esistenza di un cosiddetto "greenium", ossia l'idea che gli investitori siano disposti a pagare un premio per detenere un'obbligazione *green* piuttosto che una convenzionale, in quanto sono disposti ad accettare rendimenti monetari inferiori in cambio del sostegno ad attività benefiche per l'ambiente. Gli studi relativi al tema, a seconda dei metodi di analisi, dei dati utilizzati e dell'anno di pubblicazione presentano risultati contrastanti. Ad esempio, un *report* del 2021<sup>39</sup> dimostra come lo *spread* tra i rendimenti delle obbligazioni societarie *green* o legate agli ESG e quelle convenzionali si sia costantemente ridotto durante il primo trimestre del 2021, fino a raggiungere valori intorno agli zero punti base ad aprile dello stesso anno. Da quest'analisi potrebbe sembrare che il principale fattore che ha sostenuto la presenza di un "greenium" sui mercati fosse la combinazione tra un'elevata domanda di *green bond* da parte degli investitori e un'offerta relativamente ridotta. Con l'aumento delle emissioni, infatti, la disponibilità degli investitori a pagare di più per questo tipo di obbligazioni potrebbe diminuire.

Esistono però anche importanti esempi che dimostrano l'opposto: è il caso del primo *twin bond* emesso dal governo tedesco nel 2020. Questa particolare emissione consisteva nella collocazione sul mercato di due titoli di stato tedeschi, uno *green* e uno tradizionale, con gli stessi tassi e ritmi di pagamento cedolari e le stesse scadenze. Le uniche differenze erano rappresentate dall'ISIN separato per i due titoli, da una data di emissione posticipata e da un volume di emissione minore per il *Green Bund* rispetto al *Bund* classico. Questa strategia, ossia quella di affiancare all'emissione di un titolo di stato convenzionale la sua controparte *green*, portò alla creazione di un elevato "greenium" sul mercato: gli investitori furono infatti propensi a pagare un premio per la maggiore trasparenza relativa alla destinazione dei proventi. Oltre a questo caso riguardante un bond sovrano isolato, molti altri studi con uno spettro più allargato procedono in questo senso. Un *paper* del 2022 pubblicato dalla BCE<sup>40</sup>, relativo ai *green bond* emessi nell'area euro tra il 2016 e il 2021, dimostra la presenza di uno *spread* medio nei rendimenti pari a 4bps (basis points), anche se statisticamente significativo solo al 10%. Questa differenza secondo lo studio è dovuta principalmente alla credibilità del *bond*, del progetto sottostante e dell'emittente: i *green bond* certificati da un revisore esterno hanno infatti un "greenium" medio ancora più elevato pari a 5.3bps. Anche i *green bond* emessi da istituzioni promotrici della sostenibilità, come l'UNEP FI (*United Nations Environment Program Finance Initiative*), in quanto valutati con maggiore competenza da istituzioni altamente credibili, presentano premi superiori pari a 17.38bps. Lo stesso studio presenta inoltre evidenze del fatto che il "greenium" relativo ai *green bond* emessi dalle banche sta diventando sempre più economicamente e statisticamente significativo a causa di un costante aumento della domanda da parte degli investitori *retail*.

In sostanza, le differenze nella valutazione dei *green bond* potrebbero essere spiegate utilizzando due prospettive:

---

<sup>39</sup> AFME, *ESG finance report Q1 2021*

<sup>40</sup> BCE, *Working Paper Series, Pricing of green bonds: drivers and dynamics of the greenium*

quella che vede un prezzo aggiuntivo pagato per i benefici ambientali oltre ai ritorni finanziari e quella che assume un minore rischio specialmente nel lungo termine, quando gli effetti climatici inizieranno a farsi sentire con maggiore intensità. La prima prospettiva si basa sul fatto che gli investitori accettino rendimenti inferiori per via della particolare etichetta dell'obbligazione, in quanto non interessati solamente al *payoff* del loro portafoglio ma anche all'impatto ambientale dello stesso. Questo si realizza soprattutto sui mercati primari dove i proventi sono direttamente indirizzati al finanziamento dei progetti verdi. La seconda prospettiva si basa invece sull'Asset Pricing Theory che collega il rendimento atteso di un investimento al rischio dello stesso. I profili di rischio dei *bond* convenzionali e di quelli *green* differiscono per molti aspetti: i minori rendimenti dei secondi potrebbero essere dovuti alla percezione di minori rischi fisici e di transizione relativi al cambiamento climatico e una minore esposizione ai cambiamenti nel quadro di regolamentazione relativo agli impatti ambientali. Inoltre, nel caso dei *green bond* certificati, l'attività di monitoraggio e controllo effettuata da revisori esterni esperti, riduce il rischio di *default* e di conseguenza la rischiosità. D'altra parte, esistono però anche dei rischi riguardati esclusivamente le obbligazioni *green*, relative ad esempio all'incertezza nello sviluppo delle nuove tecnologie ad impatto zero, o concernenti l'effettiva realizzazione dei progetti che se prezzati potrebbero contribuire alla riduzione del "greenium". Per quanto riguarda invece i *social bonds*, nonostante la crescita del mercato relativo, dovuta in particolare alla pandemia, non esiste ancora una ricca letteratura incentrata sulla *performance* finanziaria. Uno studio pubblicato nel 2023 sul *Journal of Economics and Finance*<sup>41</sup> indaga per la prima volta sull'esistenza di un "social premium" tra i rendimenti di queste obbligazioni e quelle convenzionali. L'analisi, basata su un campione di obbligazioni emesse tra il 2020 e il 2021 e comprendente 64 *social bonds* in linea con i principi ICMA e altrettanti *bond* convenzionali, raccoglie evidenze dell'esistenza, anche in questo caso, di un differenziale nei rendimenti piccolo ma significativo dovuto in particolare ai differenti rischi tra i due tipi di obbligazioni e alla differente esposizione al rischio di liquidità per i *social bonds* che hanno avuto un volume di emissione più ridotto rispetto ai convenzionali. Tuttavia, anche per questa classe di obbligazioni sostenibili, visto il campione ridotto e l'arco temporale limitato di questo studio, più ricerche sono necessarie al fine di stabilire reali differenze in termini di rendimento e relative cause. In particolare, l'eterogeneità nelle caratteristiche dei *social bond* e nelle destinazioni d'uso dei proventi rende complessa la loro comparabilità, il rischio di "social washing", inoltre, come quello di *greenwashing*, esiste e vanifica molti tentativi di classificazione di questi particolari tipi di *asset*. Quest'incertezza nell'attribuzione di un effettivo premio di sostenibilità e nella classificazione di questi strumenti finanziari evidenzia la necessità di uno *standard* normativo universale, che fornisca una chiara definizione di obbligazione sostenibile e dei requisiti necessari per ottenere le relative etichette identificative. Gli investitori istituzionali potrebbero non avere forti incentivi nel monitoraggio delle *performance* ambientali e sociali, mentre i risparmiatori potrebbero non avere competenze e conoscenze per farlo.

---

<sup>41</sup> *Social Bonds and the "Social Premium"* / Costanza Torricelli, Eleonora Pellati

Attraverso uno *standard* unico si avrebbe la possibilità di canalizzare meglio gli investimenti per finanziare la transizione, evitando confusione e perdita di confidenza tra gli investitori e garantendo una maggiore integrità dei mercati grazie a prezzi che incorporano tutti i rischi e il reale valore dei titoli.

#### 2.2.4 Quote di fondi ESG

I fondi ESG sono portafogli di azioni e/o obbligazioni che integrano i fattori ambientali, sociali e di governance nei processi di selezione degli investimenti. Ciò significa che i titoli azionari e obbligazionari che compongono questi fondi di investimento hanno superato test rigorosi relativi alla sostenibilità e alla *Governance* degli emittenti. Sebbene questa categoria di fondi possa sembrare omogenea, esistono molte modalità di utilizzo dei criteri ESG per la costruzione dei portafogli di investimento. I *manager* di questi fondi possono utilizzare diversi tipi di strategie come lo *screening* positivo e negativo, l'*ESG integration*, l'investimento tematico o una combinazione delle stesse, rendendo la comprensione relativa alla composizione di questi fondi molto complessa. A seconda della strategia utilizzata possono essere distinti quattro tipi di fondi<sup>42</sup>:

- *Exclusionary funds*: si basano sull'esclusione di industrie percepite come dannose e si basano su una strategia di *negative-screening*. Gli investitori in questo caso, quando investono nel fondo, si aspettano di non finanziare settori considerati negativi dal punto di vista ESG, anche se generalmente i criteri utilizzati per l'esclusione sono tutt'altro che assoluti: spesso questi fondi investono in società che sono esposte per una piccola percentuale a settori non accettati, o comunque esposte indirettamente.
- *Inclusionary funds*: si basano su un processo di selezione che include solamente società che raggiungono certi *standard* di performance ESG. Pertanto, gli investitori che scelgono in questo tipo di fondi si aspettano di investire in società che performano bene in almeno una delle tre dimensioni. L'approccio *best-in-class* può rappresentare una variante di questa strategia di inclusione, in cui lo *screening* viene effettuato separatamente per ogni settore alla ricerca delle società con le migliori valutazioni rispetto ai *peers*.
- *Thematic Funds*: si concentrano su un tema particolare, come ridurre le emissioni, e investono su una serie di società relative all'obiettivo scelto. Spesso sono gestiti da esperti che hanno una conoscenza approfondita del tema specifico oggetto del fondo, il che può contribuire a generare rendimenti più elevati. Sono spesso orientati al lungo termine e hanno una buona stabilità.
- *Impact Funds*: hanno un doppio mandato: avere un impatto positivo integrando le questioni ESG nelle loro strategie di investimento, che possono essere di più tipi, generando al contempo rendimenti elevati. A differenza degli altri, questi fondi sono sempre amministrati attivamente e di conseguenza comportano commissioni e rischi più elevati.

---

<sup>42</sup> Vanguard, *4 kinds of ESG funds: What you need to know*

Un'altra fondamentale differenza, oltre al tipo di strategia adottata per la composizione del portafoglio, è il tipo di fonte utilizzata per la raccolta dei dati ESG e per la valutazione delle *performance* delle società in cui investire. Mentre alcuni fondi si avvalgono di esperti esterni, agenzie di *rating* come Sustainalytics e MSCI o piattaforme che forniscono dati grezzi come Bloomberg, altri scelgono di formare il personale *in-house*, affidandosi ad analisti interni per interpretare le informazioni ESG e prendere le decisioni più appropriate.

Proprio come i fondi tradizionali, i fondi ESG possono poi essere gestiti in maniera attiva o passiva. Nel caso della gestione attiva la composizione del portafoglio varia nel tempo a seconda delle valutazioni di analisti e ricercatori con l'obiettivo di ottenere rendimenti sopra la media di mercato. Tuttavia, ovviamente, non ci sono garanzie del fatto che vengano scelti investimenti in grado di sovraperformare regolarmente, inoltre, l'attività dei gestori ha un costo e perciò oltre a rischi più elevati questi fondi sono soggetti anche a commissioni maggiori. I fondi a gestione passiva, invece, hanno l'obiettivo di generare rendimenti in linea con il mercato replicando il movimento e la composizione di un indice di riferimento. Visto che in questo caso i gestori non scelgono i titoli da inserire nel portafoglio, i rendimenti dipenderanno interamente dalla *performance* dell'indice monitorato. Un gestore attivo, al contrario, potrà essere in grado di reagire a qualsiasi calo del mercato ritirandosi dai settori in difficoltà e cercando opportunità migliori altrove, anche se ovviamente, in caso di valutazione errata, potrebbe sacrificare rendimenti. La gestione passiva attrae molti investitori poiché fornisce un accesso completo ai mercati a costi inferiori rispetto ai fondi attivi, anche se è bene ricordare che i fondi passivi avranno una *performance* marginalmente inferiore rispetto all'indice di riferimento una volta considerati i costi, anche se ridotti. Essendo gli investimenti ESG molto complessi e difficili da valutare, principalmente a causa dell'eterogeneità dei criteri utilizzati, gli indici, costruiti appositamente da società specializzate, possono ridurre alcune di queste ambiguità. In particolare, i fondi indicizzati ESG rappresentano un'opportunità per gli investitori *retail*, che non hanno la capacità di prendere scelte consapevoli, interpretando dati complessi per valutare le *performance* non finanziarie delle imprese.

Non a caso, gli ESG ETFs (*Exchange Traded Funds*), ossia fondi a gestione passiva negoziati in borsa con basse commissioni, hanno raggiunto il valore di 360 miliardi di dollari di patrimonio cumulativo nel 2021, attirando globalmente, durante l'anno, il 10% di tutti i flussi di capitale relativi agli ETF<sup>43</sup>.

---

<sup>43</sup> *Bloomber Intelligence, ESG May Surpass \$41 Trillion Assets in 2022, But Not Without Challenges*, 24 Gennaio 2022

## 2.3 Nella pratica

### 2.3.1 I green bonds di Enel

Enel S.p.a. è una multinazionale italiana operante nel settore dell'energia, istituita inizialmente come ente pubblico nel 1962, venne poi trasformata in società per azioni nel 1992 e quotata in borsa nel 1999, mantenendo come principale azionista lo Stato italiano attraverso il Ministero dell'Economia e delle Finanze. Ad oggi rappresenta uno dei principali titoli della Borsa di Milano, nonché una delle più grandi società al mondo per ricavi e fatturato. Nell'ambito della sua strategia di sostenibilità, mirata in particolare alla realizzazione degli SDG 13 “Lotta al cambiamento climatico”, SDG 7 “Energia pulita e accessibile”, SDG 9 “Industria, innovazione e infrastrutture” e SDG 11 “Città e comunità sostenibili”, Enel ha emesso, dal 2017, tre Green Bond per un valore totale di emissione pari a 3,5 miliardi di euro. Il *framework* sviluppato nel 2016 e aggiornato nel 2018 per l'emissione di queste tre obbligazioni sostenibili mira a rispondere alla crescente domanda di prodotti finanziari *green* tra gli investitori ed è allineato alle quattro componenti dei *Green Bond Principles* dell'ICMA:

1. Uso dei proventi: i fondi ottenuti tramite le emissioni saranno utilizzati per finanziare progetti eleggibili o per rifinanziare progetti ammissibili i cui finanziamenti sono avvenuti nei 24 mesi precedenti la data di emissione dei *Green Bonds*. I tre tipi di progetti che Enel intende sviluppare attraverso i proventi riguardano i) la produzione di energia rinnovabile; ii) la trasmissione efficiente di quest'energia attraverso l'installazione di contatori elettrici intelligenti e la digitalizzazione della rete di distribuzione; iii) la costruzione di progetti infrastrutturali innovativi che riguardano: trasporti pubblici sostenibili, stazioni di ricarica per veicoli a energia pulita, progetti di illuminazione pubblica intelligente per evitare sprechi, ristrutturazione di edifici e miglioramento dell'efficienza energetica. Il portafoglio finanziato con i *green bond* escluderà poi ovviamente tutti i combustibili fossili, energie nucleari, o idriche su larga scala che non rispettano gli *standard* relativi alla sostenibilità dell'*International Finance Corporation*.
2. Selezione dei progetti: sulla base della destinazione dei proventi, alcuni dei progetti selezionati da Enel sono rappresentati da: i) il *Delfina wind park* situato a Campo Formoso in Brasile costituito da 90 turbine eoliche con una capacità installata di 180MW, entrato in funzione nel 2017 ha evitato, solo in quell'anno, l'emissione di 140 000 tonnellate di CO<sub>2</sub> nell'atmosfera. Attraverso questo impianto Enel ha contribuito anche a sostenere la comunità locale ripristinando la biodiversità e fornendo corsi di formazione alle comunità locali, tra cui corsi di falegnameria, carpenteria e elettronica, con l'obiettivo di conferire autonomia alla popolazione nella generazione di reddito; ii) L'impianto geotermico di *Cerro Pabellón* (Chile), è il primo impianto geotermico del Sud America e si trova nel deserto di *Atacama*. L'impianto con una capacità di 61 GWh evita l'emissione di più di 47000 tonnellate di CO<sub>2</sub> nell'atmosfera. Anche in questo caso Enel oltre al finanziamento della struttura ha promosso delle attività di sviluppo sociale creando piccole imprese guidate da donne indigene *quechua*, elettrificando in maniera sostenibile le aree abitate dalle comunità circostanti e attuando un piano di turismo etico per valorizzare il patrimonio

indigeno presente nella regione.

3. Gestione dei proventi: l'emittente, *Enel Finance International (EFI)*, che agisce per conto di Enel, provvederà all'erogazione di un importo, pari ai proventi netti, verso le società sussidiarie incaricate dei vari progetti tramite prestiti intersocietari, apporti di capitale o altre forme di finanziamento. Questo processo verrà monitorato da un apposito comitato interno, il "Green Bond Committee", che provvederà ad assicurarsi della corretta allocazione dei proventi secondo quanto disposto dal *framework* di emissione. I proventi non ancora assegnati ad alcun progetto verranno detenuti temporaneamente da EFI sotto forma di liquidità, depositi e altre forme di investimento a breve termine e, in caso di dismissione di uno dei progetti, i proventi verranno riallocati verso gli altri ancora in attività. Il rimborso del capitale e degli interessi relativi a queste obbligazioni non dipenderanno dai progetti ma verrà effettuato direttamente tramite i capitali della società.
4. Rendicontazione: come previsto dai principi ICMA, Enel provvederà a pubblicare annualmente dei *report* sui *Green Bond* emessi che includono: i) la descrizione dei progetti e la quantità di fondi allocati per ciascun progetto; ii) misure sugli impatti, metriche ESG rilevanti e informazioni su potenziali controversie relative ai progetti; iii) l'ammontare di proventi che deve essere ancora allocato, la proporzione dei proventi indirizzati al rifinanziamento e un'indicazione delle metodologie utilizzate per i calcoli e le valutazioni.

Per quanto riguarda la cosiddetta *Second Party Opinion*, ossia la revisione da parte di un ente specializzato terzo e indipendente, fondamentale per l'allineamento dei bond ai GPB, per certificare l'effettiva sostenibilità dei progetti e valutare la correttezza del *framework* adottato per l'emissione, Enel si è affidata a Vigeo Eiris, società *leader* globale nell'analisi ESG da poco acquisita da Moody's. Il ruolo di questa revisione è stato quello di assicurare il profilo di sostenibilità di Enel, il suo coinvolgimento in eventuali attività controverse, l'affidabilità del processo di emissione e di allocazione dei proventi. In questa valutazione Enel ha ricevuto i punteggi più elevati nella scala di Vigeo Eiris, rappresentati da "Advanced" per il profilo ESG complessivo e "Reasonable" per il livello di affidabilità. Dal documento che attesta la conformità ai GPB dei *bond* emessi emergono tre considerazioni relative all'emittente: i) Enel gestisce in maniera ragionevolmente efficiente i rischi ESG, tra cui quelli operazionali, reputazionali, legali e legati al capitale umano; ii) è coinvolta frequentemente in controversie anche gravi, ma è trasparente nelle rendicontazioni e cerca di cooperare con le parti coinvolte e di intraprendere azioni correttive; iii) è coinvolta in due attività potenzialmente dannose: la produzione di energia nucleare e l'utilizzo di combustibili fossili. Ulteriori considerazioni riguardo all'emissione dimostrano poi l'impatto positivo dei progetti selezionati, la correttezza dei processi di scelta e valutazione degli stessi e la bontà nei processi di identificazione dei rischi.

Implementando ulteriormente la sua strategia di sostenibilità Enel ha lanciato a inizio del 2023 un *Sustainability-linked bond* da 1,5 miliardi di euro che ha ricevuto un enorme quantitativo di richieste e sottoscrizioni, essendo la prima obbligazione sostenibile ad istituire un legame tra gli SDGs e la Tassonomia Europea, includendo anche obiettivi di totale decarbonizzazione e garantendo rendimenti sopra la media.

### 2.3.2 I social bonds della Cassa Depositi e Prestiti

Rimanendo nel panorama italiano delle obbligazioni sostenibili, i social bonds emessi dalla Cassa Depositi e Prestiti a partire dal 2017 sono un esempio rappresentativo dell'importanza che questi strumenti giocano nella crescita economica. Queste emissioni rientrano nell'ambito degli impegni della CDP relativi alla realizzazione degli SDGs, in particolare SDG 8 “Incentivare una crescita economica duratura, inclusiva e sostenibile, un’occupazione piena e produttiva ed un lavoro dignitoso per tutti” e SDG 9 “Costruire un’infrastruttura resiliente e promuovere l’innovazione ed una industrializzazione equa, responsabile e sostenibile”, e rispondono ad un *framework*, anche in questo caso, allineato ai principi dell’ICMA. Attraverso un unico *framework* la Cassa Depositi e Prestiti ha stabilito gli *standard* non solo per l’emissione di obbligazioni social, ma anche per quelle *green* e più in generale per quelle *sustainability-linked*. Le classiche quattro componenti del quadro di riferimento si articolano nel seguente modo<sup>44</sup>:

1. Uso dei proventi: CDP individua come destinazione dei proventi per il finanziamento o il rifinanziamento quattro tipi di attività eleggibili: i) “Infrastruttura e sviluppo delle città”, finalizzata a migliorare le condizioni di vita all’interno delle città italiane attraverso servizi pubblici e infrastrutture sociali; ii) “Finanziamento delle piccole-medie imprese”, che cerca di supportare la crescita di queste imprese attraverso meccanismi di supporto per fornire liquidità e facilitare l’accesso al credito, promuovendo quindi anche l’occupazione, specialmente per le imprese con urgente necessità temporanea dovuta a disastri naturali o sanitari, nonché per quelle operanti in aree economicamente depresse del paese; iii) “Social Housing”, ossia la costruzione di alloggi accessibili anche agli individui più svantaggiati e il miglioramento di quelli esistenti, in particolare attraverso il finanziamento dell’esistente Fondo Investimenti per l’Abitare (FIA); iv) “Energia pulita e sostenibilità ambientale”, indirizzata al finanziamento della transizione energetica, dell’efficienza energetica e nell’uso delle risorse, del controllo dell’inquinamento e dell’economia circolare.
2. Valutazione e selezione dei progetti: attraverso l’istituzione di un apposito gruppo di lavoro le attività eleggibili e i progetti scelti vengono costantemente aggiornati e valutati. Questo gruppo è composto da membri di vari dipartimenti tra cui: finanza, sostenibilità, dipartimenti relativi ai *business* rilevanti, relazioni con gli investitori e dipartimento delle agenzie di *rating*. Il processo di selezione si compone di tre fasi: ogni dipartimento relativo ai *business* rilevanti propone un portafoglio di prestiti/progetti per

---

<sup>44</sup> CDP *Green Social and Sustainability Framework*



l'eleggibilità in accordo con i requisiti del *framework*, successivamente, l'intero gruppo di lavoro passa all'analisi dettagliata di ogni portafoglio proposto e infine viene presa una decisione sull'allocazione dei proventi. Durante il processo di valutazione e selezione viene assicurata la partecipazione di tutte le parti in modo da assicurare autonomia e indipendenza.

3. Gestione dei proventi: Dopo aver selezionato i progetti lo stesso gruppo di lavoro avrà la responsabilità di provvedere all'esborso dei proventi per finanziarli, nonché al tesoreggiamento degli stessi nel caso in cui non vengano allocati. Nel caso un'attività eleggibile venga dismessa i fondi verranno utilizzati per finanziare una delle altre, fino alla completa allocazione i proventi non distribuiti verranno detenuti da CDP sotto forma di liquidità o titoli a breve termine secondo le regole di rischio previste dall'ente. Nel caso in cui i proventi non possano essere allocati verranno investiti sui mercati attraverso, ad esempio, l'acquisto di titoli, secondo le stesse regole prudenziali.
4. Rendicontazione: i *report* annuali sull'andamento dei titoli dovranno includere il totale dei fondi allocati per ogni progetto, per ogni regione di attività e il bilancio di quelli non ancora allocati. Per ogni tipo di attività verranno utilizzati degli specifici indicatori quantitativi e qualitativi: per l'attività "Social Housing", ad esempio, saranno utilizzati indicatori come il numero dei beneficiari, i soldi risparmiati in termini di potenziali affitti, il numero di occupazioni supportate dai progetti, il numero di abitazioni rinnovate o costruite.

In appendice, inoltre, il *framework* esplicita tutta una serie di attività controverse escluse a priori dai finanziamenti relativi alle obbligazioni sostenibili emesse tra cui: tabacco, allevamento di animali da pelliccia e manifattura di relativi prodotti, estrazione di combustibili fossili, fertilizzanti, produzione e vendita di alcolici, gioco d'azzardo, munizioni, armi esplosivi ed altri armamenti militari. La revisione esterna di questo quadro di riferimento è stata effettuata da ISS ESG che ha certificato l'allineamento ai principi ICMA. Il profilo complessivo di CDP è stato valutato come medio-basso, con un *rating* pari a C- su una scala da A+ (eccellente) a D- (la società presenta una *performance* scadente), ma con elevati livelli di trasparenza.

Di particolare interesse è il *Covid-19 Social Response Bond* emesso dalla Cassa Depositi e Prestiti nel 2020 e destinato a sostenere le imprese italiane duramente colpite dall'emergenza Coronavirus<sup>45</sup>. L'emissione, pensata soprattutto per gli investitori SRI, è avvenuta in due *tranche* con differenti scadenze a 3 e a 7 anni e cedole pari a 1,50%(3 anni) e 2%(7 anni), ed è stata sottoscritta da più di 130 investitori istituzionali per un valore nominale di 500 milioni di euro per entrambe le *tranche*. I fondi raccolti sono stati interamente allocati a più di 6200 imprese italiane e il 38% di questi specificamente a microimprese. L'emissione è stata effettuata in un momento di estrema crisi di liquidità per le imprese a causa della pandemia, che ha causato una perdita di fatturato di oltre 300 miliardi a fine 2020 rispetto all'anno precedente e ha generato severe contrazioni negli investimenti. La maggior parte dei

---

<sup>45</sup> *Covid-19 Social Response Bond Report 2021*

proventi è stata diretta verso il settore manifatturiero, vista la sua strategicità e il peso di rilievo che possiede nell'economia italiana: in termini di valore aggiunto la manifattura italiana è infatti seconda solo a quella tedesca in Europa mentre in termini di commercio internazionale e l'export italiano vale il 10% di tutte le esportazioni dei paesi manifatturieri dell'Area Euro; inoltre, in termini di capacità innovativa, le imprese manifatturiere italiane con attività innovative rappresentano il 67% di tutto il comparto, e contano per più del 50% di tutte le imprese italiane con attività innovative.

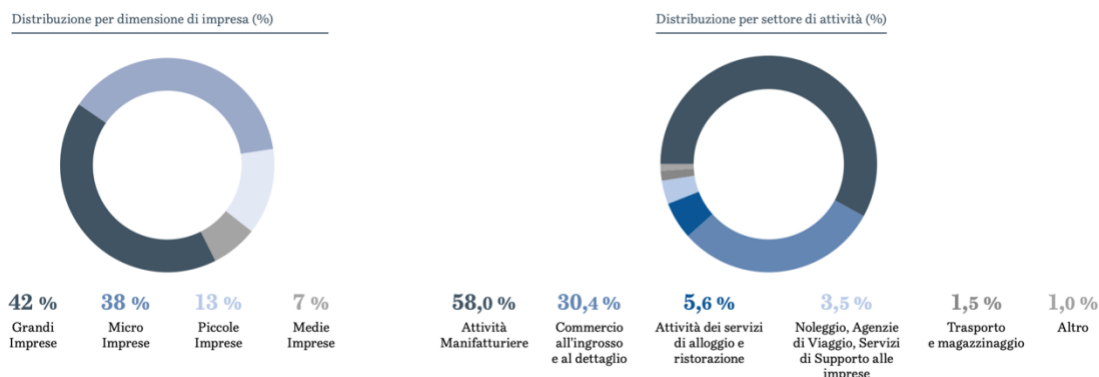


Fig. 2.6 | Allocazione dei proventi, Fonte: CDP

Il Covid-19 Social Response Bond di CDP ha contribuito, attraverso il supporto alla liquidità, a sostenere quelle imprese che non avevano disponibilità sufficienti per sostenere i costi di produzione e del personale, consentendo loro di far fronte ai flussi di cassa rimanendo operative e conseguentemente rafforzando i livelli occupazionali. Assicurare la liquidità alle imprese per fronteggiare i loro costi operativi durante il contesto della recente pandemia, ha fatto la differenza tra la sopravvivenza e il rischio di fallimento, salvando 2453 imprese che altrimenti avrebbero cessato l'attività.

Sempre nell'ottica del supporto alle PMI e MidCap italiane molto innovativo è, inoltre, il programma lanciato nel 2021 sempre da CDP in collaborazione con Mediocredito Centrale (MCC) e Gruppo Sella. Il progetto si basa sull'emissione di una serie di *Basket Bonds* con l'obiettivo di facilitare l'accesso al credito alle imprese che intendono reperire risorse finanziarie per realizzare i propri progetti di crescita, innovazione e internazionalizzazione in Italia o all'estero. Questo particolare strumento di finanza alternativa si basa su un meccanismo che permette alle imprese di raggiungere investitori istituzionali difficilmente raggiungibili attraverso una singola emissione di importo ridotto:

- Inizialmente una serie di *minibond* viene emessa dalle imprese partecipanti al programma, selezionate secondo criteri di omogeneità economico-finanziaria in base al settore merceologico e/o territoriale.
- Successivamente una società veicolo (SPV), creata appositamente per questo scopo, investe in questo *basket* di piccoli *bond* emessi dalle imprese
- La società veicolo, infine, tramite l'ausilio di un *arranger* colloca a sua volta dei titoli Abs (*Asset Back*

*Securities*) sul mercato, che hanno come sottostante proprio le piccole obbligazioni iniziali delle imprese e che vengono acquistati dagli *anchor investor*, ossia acquirenti istituzionali qualificati che fanno da ponte tra la società emittente e il pubblico, anche per aumentare la fiducia degli investitori retail nella domanda dei titoli offerti.

Attraverso il *Sustainability-linked Basket Bond*, emesso nel 2023 a norma dei principi ICMA, sono stati raccolti ulteriori finanziamenti che hanno ampliato le risorse del programma fino alla cifra di 200 milioni di euro. L'emissione di questa obbligazione sostenibile è stata curata dal Gruppo Sella, che ha svolto il ruolo di *arranger* e che ha sottoscritto il 20% delle emissioni, ed è stata supportata da CDP e MCC, che hanno svolto il ruolo di *anchor investors*, sottoscrivendo il restante 80% delle emissioni. Anche in questo caso al fine di certificare la credibilità del progetto è stato affidato il compito di revisione esterna a Cerved Rating Agency, agenzia italiana di valutazione del merito creditizio e della sostenibilità degli operatori economici.

### 2.3.3 La costruzione di un indice ESG

Gli indici rappresentano dei portafogli di titoli progettati appositamente per seguire l'andamento di un particolare mercato o strategia, costruiti e gestiti sulla base di regole che garantiscono una selezione obiettiva e coerente dei titoli che gli compongono. Gli indici ESG si distinguono dagli indici di mercato tradizionali per l'integrazione dei criteri ESG nella selezione dei titoli, ma sono disciplinati sostanzialmente da politiche e procedure simili. L'obiettivo dell'indice, come visto in precedenza per le diverse strategie ESG, può essere quello di evitare determinati tipi di società o quello di generare un impatto ambientale e sociale positivo. I diversi tipi di indice possono variare poi in base ad ulteriori caratteristiche che possono essere di tipo, ad esempio, geografico, assegnando pesi più rilevanti a determinati paesi, o finanziario, basandosi su combinazioni rischio/rendimento nella scelta dei titoli. Le procedure, le metodologie di costruzione e gli obiettivi dei vari indici variano a seconda dei *provider* che si occupano della loro composizione. Nel caso specifico degli indici ESG, l'obiettivo riguarda il tipo di esposizione alle tematiche ESG voluta, che dipende a sua volta da due fattori: la selezione dei componenti e la loro ponderazione. Il processo di costruzione può essere riassunto in tre fasi<sup>46</sup>:

1. Scelta delle componenti: il primo passo è rappresentato dall'individuazione di un "parent index", ossia un indice che rappresenta tutto l'universo delle imprese legate all'obiettivo di replicazione scelto. Le imprese appartenenti al "parent index" vengono poi selezionate o escluse a seconda delle loro caratteristiche ESG e in base ai criteri strategici scelti (*themed investing, positive screening, negative screening*, ecc.).
2. Ponderazione: una volta scelte le componenti dell'indice si passa all'attribuzione dei pesi relativi attraverso una serie di regole. La più utilizzata consiste nell'attribuire i pesi sulla base delle

---

<sup>46</sup> iShares, *An evolution in ESG indexing*

capitalizzazioni di mercato delle società, ma possono esserne utilizzate anche di più complesse.

3. **Mantenimento:** una volta costruito, l'indice viene modificato e aggiornato sulla base di ulteriori regole che definiscono il ribilanciamento in caso, ad esempio, di acquisizioni, fusioni o fallimenti di società che compongono l'indice. Nel caso dei fondi ESG il ribilanciamento è anche un'opportunità per incorporare dati ESG più aggiornati o per valutare il coinvolgimento delle società in controversie relative alle tematiche ambientali, sociali o di *Governance*.

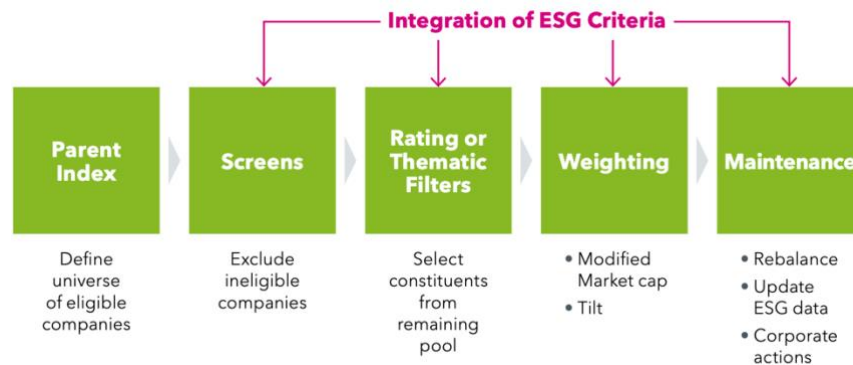


Fig 2.7 | Costruzione di un indice ESG, Fonte: cfr. nota 39

Gli *Extended ESG Focus Indexes* di MSCI rappresentano un ottimo esempio di fondi ESG, in quanto cercano di massimizzare l'esposizione a società con alti *rating* ESG mantenendo contemporaneamente caratteristiche di rischio/rendimento simili a quelle dei "parent index" di riferimento. Il processo di costruzione di questi indici si basa sulle tre fasi elencate sopra, con la differenza che in questo caso le fasi di scelta e ponderazione sono effettuate attraverso tecniche di ottimizzazione volte ad attribuire maggiore peso agli *score* ESG. In questo modo si cerca di massimizzare il punteggio ESG complessivo del portafoglio senza però allontanarsi troppo dalle caratteristiche rischio/rendimento volute per l'investimento. Il portafoglio risultante da questo processo non è altro che un sottoinsieme dei titoli appartenenti all'indice principale, con differenti pesi e, eventualmente, con un numero di componenti notevolmente inferiore.

## 3 Sfide e opportunità

### 3.1 Comparabilità e affidabilità dei parametri di valutazione della sostenibilità

Una delle principali sfide nello sviluppo della finanza sostenibile è rappresentata dalla necessità di migliorare la qualità, la comparabilità e la disponibilità di dati non finanziari. Come visto in precedenza, le metriche più utilizzate in quest'ambito sono i punteggi ESG, che cercano di rappresentare come un'impresa affronti le questioni ambientali sociali o di *Governance*. Questi punteggi sono elaborati da agenzie di *rating* e *data providers* relativamente a un'ampia gamma di emittenti e strumenti finanziari e, essendo rappresentati in maniera intuitiva, sono apparentemente semplici da utilizzare e integrare nelle decisioni di investimento. Tuttavia, soffrono di diverse problematiche essendo tutt'altro che trasparenti e molto difficili da comparare fra loro. L'assenza di regole comuni per la computazione e la *disclosure* portano i *report* non finanziari delle imprese a seguire *standard* differenti, che vengono poi analizzati attraverso indicatori e statistiche non armonizzate. Le metodologie per il calcolo degli *score* ESG, come illustrato in precedenza nel caso di Sustainabilitycs e MSCI<sup>47</sup>, sono eterogenee, e questo porta a variazioni nei punteggi assegnati alle stesse società da agenzie differenti. Essendo queste procedure di valutazione basate su tecnologie proprietarie, le modalità con cui le *performance* delle imprese vengono analizzate rimangono oscurate, rendendo gli sforzi nello sviluppo di procedure comuni ancora più difficili.

La situazione migliora, anche se di poco, prendendo in considerazione singolarmente i pilastri ESG. Sul lato ambientale, utilizzando ad esempio le emissioni carboniche come metrica, ritroviamo un grado di comparabilità più elevato tra i vari *score* attribuiti dalle diverse agenzie. Per quanto riguarda le emissioni *Scope 1* (emissioni dirette da fonti di proprietà o controllate dall'impresa), dove sono praticamente identici, e per le emissioni *Scope 2* (emissioni indirette derivanti dall'acquisto di energia fuori sede e consumata dall'impresa), la comparabilità degli *score* si mantiene elevata; analizzando invece le emissioni *Scope 3* (tutte le emissioni indirette che si verificano nella catena del valore dell'impresa) la consistenza dei dati cala drammaticamente<sup>48</sup>. L'inaffidabilità nelle informazioni relative a queste ultime rappresenta un grave problema nella valutazione complessiva del reale inquinamento generato dalle imprese: le *Scope 3* rappresentano infatti un'importante fonte di emissione che riguarda la produzione di rifiuti lungo la catena di approvvigionamento, l'acquisto di beni ad alta intensità di carbonio e il consumo di carburante nella rete di distribuzione. I calcoli in questo caso presentano sfide tecniche formidabili poiché richiedono una grande quantità di dati sofisticati su vari fenomeni. Un altro problema significativo è dato dalla mancanza di una rendicontazione completa e affidabile da parte delle imprese: ad esempio, tutti i calcoli effettuati sulle emissioni *Scope 1, 2 e 3* citate in precedenza si basano in larga parte su informazioni rese pubbliche dalle stesse imprese e i *framework* utilizzati per la *disclosure* non-finanziaria sono spesso largamente incompleti.

---

<sup>47</sup> Cfr. Parr 1.2.3 e 1.2.4

<sup>48</sup> *The journal of impact and ESG investing*, "Understanding the importance of Scope 3 emissions and the implications of data limitations".

Alcuni progressi sono stati fatti attraverso la precedentemente menzionata<sup>49</sup> *Corporate Sustainability Reporting Directive*, che ha allargato gli obblighi di rendicontazione finanziaria in linea con gli *standard* europei ad un numero maggiore di imprese. Tuttavia, rimangono irrisolti alcuni problemi relativi alle piccole-medie imprese: seguendo il principio della proporzionalità, infatti, anche dopo l'entrata in vigore delle nuove regolamentazioni, la maggior parte di queste non sarà soggetta all'obbligo di legge di rendere pubblici dati non finanziari, creando dei rischi per il funzionamento del quadro normativo. Le società più grandi, soggette alle normative europee, avranno infatti degli incentivi a esternalizzare le attività dannose per l'ambiente verso piccole imprese che si trovano al di fuori dei mercati pubblici e dei *radar* istituzionali. Alcune delle difficoltà nell'analisi delle *performance* effettive di queste società, come nel caso delle *Scope 3*, lasciano spazio a questo tipo di comportamenti. Inoltre, le piccole imprese che vogliono invece avere un impatto realmente benefico, potrebbero avere dei problemi nel segnalare la sostenibilità della propria attività, finendo in un limbo in cui avere piccole dimensioni significa non essere *green*. Alcune ricerche condotte dall'OECD<sup>50</sup> presentano evidenze dell'esistenza di una distorsione dei punteggi ESG a favore delle società a grande capitalizzazione e a sfavore delle PMI. Questo scompensamento sembra essere determinato dalla capacità delle grandi imprese di dedicare maggiori risorse alle funzioni di *reporting* e alla produzione di dati e metriche conformi alle esigenze delle società di *rating*.

Su questo fronte, le banche potrebbero svolgere un ruolo di primo piano sfruttando le loro relazioni con le piccole-medie imprese per raccogliere informazioni rilevanti, aiutandole nella gestione dei rischi e nei processi di transizione.

Di fronte a più di 600 tipi di *ESG Ratings*<sup>51</sup>, gli investitori e le imprese si trovano in un ambiente estremamente complesso e con una quantità travolgente di dati. Gli investitori si aspettano che le imprese tengano conto dei rischi e delle opportunità legate alle questioni ESG materiali, incorporandole nelle loro strategie. Tuttavia, la gamma di scelta relativa alle metriche da utilizzare per le imprese può risultare destabilizzante, con il risultato che le informazioni presenti nei *report* non finanziari delle imprese finiscono per essere incomparabili con quelle delle imprese operanti nello stesso settore. L'esistenza di vari *framework* e *standard* differenti ha portato a un'eccessiva sovrapposizione che rende la visione delle *performance ESG* da parte degli investitori sempre meno chiara. Sebbene vi siano valide ragioni per adottare modelli di rendicontazione diversi a seconda delle preferenze degli investitori e delle evoluzioni nella disponibilità dei dati, una maggiore coerenza, comparabilità e qualità potrebbe essere ottenuta prestando maggiore attenzione a metriche specifiche fondamentali che si applicano a tutti gli emittenti. In primo luogo, dovrebbero essere implementate delle metriche base ESG applicabili a tutti gli emittenti che prescindono dai settori di appartenenza, cosicché possano essere utilizzate allo stesso modo da agenzie di *rating* e utilizzatori finali. Successivamente, dovrebbero essere sviluppate ulteriori metriche *standard* settoriali

---

<sup>49</sup> Cfr. par. 1.5.2

<sup>50</sup> OECD, *ESG investing, Practises, Progresses and Challenges*

<sup>51</sup> SustainAbility, *Rate the Raters 2022 report*

per ogni pilastro ESG, in modo tale da cogliere gli elementi, i rischi e le opportunità materiali per le industrie specifiche<sup>52</sup>. Nonostante i progressi resi possibili dai vari *framework* attualmente in vigore attualmente non esiste un insieme di principi e linee guida universalmente accettati per una rendicontazione ESG coerente e significativa e gli investitori rimangono quindi impossibilitati a valutare in maniera efficace portafogli composti da imprese che utilizzano metodi e metriche di rendicontazione non finanziaria diverse. Un tentativo di standardizzazione delle metriche utilizzabili dalle imprese nelle attività di *reporting* è stato effettuato nel 2020 dal *World Economic Forum*, in collaborazione con l'*International Business Council* (IBC) e le più grandi quattro società di contabilità al mondo: Deloitte, PricewaterhouseCoopers, Ernst & Young e KPMG. Dall'impegno di questa serie di operatori è nata la *Stakeholder Capitalism Metrics Initiative*, rappresentante un *set* di metriche ESG universali che, secondo la prospettiva dei CEOs a livello globale, sono le più adatte, all'interno delle varie industrie, al fine di creare valore sostenibile a lungo termine per gli *shareholders*<sup>53</sup>. L'obiettivo dell'iniziativa si articola in tre punti:

1. Migliorare la coerenza e la comparabilità delle informazioni ESG riportate dalle aziende.
2. Aumentare l'adozione della rendicontazione ESG da parte delle aziende.
3. Ispirare la convergenza su una soluzione globale di rendicontazione della sostenibilità.

La collaborazione di un'ampia serie di società, investitori, fondi, regolatori e *standard setters* (inclusi GRI, SASB, TCFD<sup>54</sup>) ha portato all'identificazione di 21 metriche universali che le imprese di ogni settore dovrebbero essere in grado di utilizzare nella rendicontazione.

Data l'abbondanza di informazioni divulgate sulla base di quadri di riferimento differenti, gli sviluppatori di *rating* ESG potrebbero svolgere un ruolo cruciale attraverso valutazioni strutturate, basate su metodi rigorosi che consentono la coerenza dei punteggi assegnati. Di conseguenza, per superare il problema dell'eterogeneità delle metodologie che ostacola il ruolo centrale che le agenzie di *rating* potrebbero assumere sarebbe necessaria: maggiore trasparenza relativamente alle scelte delle metriche utilizzate per le sottocategorie, assieme a sforzi per definire e utilizzare metriche base unificate tra le varie agenzie; la divulgazione delle motivazioni nella scelta delle metriche e dei pesi che vengono assegnati a ciascuna di esse per arrivare agli *score* dei singoli pilastri, nonché una spiegazione aggiuntiva nel caso non vengano utilizzate metriche comuni per un tipo specifico di attività; la chiarificazione del legame tra le metriche utilizzate e la materialità finanziaria delle stesse e la promozione di una maggiore educazione degli investitori relativamente alle metodologie, così che possano prendere scelte consapevoli<sup>55</sup>.

Il problema della comparabilità e dell'affidabilità delle metriche ESG si fa ancora più sentire nel mercato degli ESG ETFs, data la crescente popolarità e la disarmante varietà di questi tipi di fondi. La vasta proliferazione di

---

<sup>52</sup> Cfr. nota 50

<sup>53</sup> *World Economic Forum, Stakeholder Capitalism Metrics: The Investor's Case*

<sup>54</sup> Per esteso: *Global Reporting Initiative, Sustainability Accounting Standards Board, Task-Force on Climate-Related Financial Disclosures*.

<sup>55</sup> Cfr. nota 50

ETF disponibili, infatti, combinata con l'ampia discrezionalità nelle pratiche operative, gestionali e di marketing degli emittenti ha reso questi prodotti impossibili da confrontare fra loro. Inoltre, a causa della mancanza di regolamentazione nell'utilizzo di nomi e terminologie ESG, gli emittenti degli ETF presentano le informazioni relative a questi fondi in maniera totalmente discrezionale, portando confusione tra gli investitori e ad un'allocazione dei capitali non sufficientemente informata. I prodotti di investimento ESG utilizzano una pleora di termini come “*SRI investment*”, “*green*”, “*ethical*”, “*impact*”, o “*Governance*”, ma nessuno di questi è formalmente regolato, così come altri termini tra cui “*Best-in-class*”, che implicano la presenza di un *leader* di sostenibilità nel settore che potrebbe non essere empiricamente verificabile.

Un investitore interessato agli ETF che cerca un'esposizione alle tematiche ESG deve affrontare una sfida formidabile nell'interpretare i metodi utilizzati nella composizione degli indici sottostanti, nel comparare i prodotti presenti sul mercato e anche nel comprendere quali sistemi di attribuzione degli *score* ESG siano stati utilizzati per valutare le società in cui finisce per investire. Questo onere comparativo si complica ulteriormente, soprattutto per gli investitori *retail*, a causa dei differenti modi in cui gli ETF vengono presentati sui *siti web* degli emittenti, il che rende la scelta tra questi investimenti ancora più difficile da ponderare. Gli emittenti ETF non hanno alcun incentivo a standardizzare la presentazione delle informazioni, in quanto ridurrebbe gli *switching cost* informativi degli investitori, aumentando la competitività del settore e riducendo i loro margini. Senza una soluzione normativa efficace, gli investitori continueranno a dover affrontare costi di acquisizione delle informazioni sempre più elevati e un'elevata complessità comparativa nel tentativo di compiere scelte informate. Questi ostacoli al processo decisionale di investimento aumentano notevolmente le probabilità di inefficienti allocazioni dei capitali e valutazioni dei rischi favorendo gli emittenti ETF rispetto agli investitori<sup>56</sup>.

In generale, sebbene siano stati compiuti progressi nello sviluppo di pratiche ESG comuni attraverso l'introduzione di vari *framework*, ciò ha accentuato il persistere dell'inconsistenza nelle metriche utilizzate dalle imprese e dalle agenzie di *rating* aumentando i rischi di incomparabilità. Migliori sforzi a livello globale saranno necessari per mantenere la fiducia degli investitori in questo mercato e per evitarne l'eccessiva frammentazione.

### **3.2 Il fenomeno del “*greenwashing*”**

Il termine “*greenwashing*” si riferisce alle pratiche ingannevoli e fuorvianti utilizzate da società e imprese per influenzare la percezione degli investitori e del pubblico riguardo l'impatto ambientale prodotto dalle proprie attività. Le società che mettono in atto queste pratiche possono usare diverse strategie per creare una falsa impressione riguardo il loro impegno nella sostenibilità, nel tentativo di capitalizzare sulla crescente domanda relativa a questi prodotti. Alcune delle tecniche di “*greenwashing*” più utilizzate sono:

- L'utilizzo di una terminologia vaga e fuorviante: le imprese possono commercializzare i prodotti come

---

<sup>56</sup> Dr. Ryan Clemens, *Why Comparability is a Greater Problem Than Greenwashing in ESG ETFs*



“naturali”, “biologici” o “ecologici” senza descriverli approfonditamente. Sfruttando vuoti normativi possono utilizzare queste etichette per suggerire falsamente caratteristiche dei loro prodotti.

- Enfatizzare un singolo aspetto di un prodotto: consiste nella promozione di un aspetto ecologico di un prodotto al fine di nascondere altre caratteristiche potenzialmente dannose. Ad esempio, un prodotto riciclato può essere pubblicizzato come ecologico, anche se non è realizzato con materiali sostenibili o se i processi di riciclo hanno alte emissioni.
- Utilizzo di false dichiarazioni: le società potrebbero dichiarare di essere *carbon neutral* poiché svolgono attività di compensazione come il piantare alberi o l’investire in energia rinnovabile. Spesso queste dichiarazioni non sono accurate e non prendono in considerazione l’intera impronta carbonica prodotta dalle attività. Oppure, potrebbero dichiarare di aver ridotto le proprie emissioni di un certo ammontare, non considerando però nei calcoli tutte le emissioni prodotte dai suoi clienti o fornitori.
- Concentrarsi su piccoli cambiamenti: Alcune imprese danno l'impressione di essere rispettose dell'ambiente apportando piccole modifiche ai loro prodotti o alle loro pratiche, come l'utilizzo di imballaggi biodegradabili. Tuttavia, possono continuare a impattare negativamente sull’ambiente utilizzando, ad esempio, sostanze nocive nei prodotti.

Questo fenomeno è molto diffuso e rappresenta uno dei più grandi rischi per la finanza sostenibile e gli investimenti ESG: l’esistenza di un’ampia serie di strategie diverse utilizzate da parte delle imprese per mascherare l’impatto reale delle proprie attività ha portato a delle gravi lacune normative e alla mancanza di una chiara e precisa definizione di queste pratiche scorrette tra le varie giurisdizioni. Uno studio del 2020 della Commissione Europea ha rilevato che il 53,3% delle asserzioni ambientali prese in esame erano vaghe, fuorvianti o infondate e che almeno la metà delle etichette *green* non offrivano verifiche o documentazione di supporto<sup>57</sup>.

### **3.2.1 La *Green Claims Directive***

Il più recente sforzo normativo dell’Unione Europea si è concretizzato il 22 marzo 2023, con la pubblicazione della proposta di una Direttiva UE riguardante la fondatezza e la comunicazione delle dichiarazioni ambientali esplicite (*Green Claims Directive*) da parte della Commissione Europea. Questa proposta obbligherebbe gli Stati membri ad emanare una legislazione nazionale che garantisca l’obbligo per i commercianti di dimostrare la fondatezza delle proprie dichiarazioni nel caso in cui utilizzino asserzioni ambientali in forma testuale o contenute in un’etichetta ambientale. La nuova direttiva è destinata a integrare la proposta della commissione pubblicata nel 2022 volta a modificare la precedente direttiva sulle pratiche commerciali sleali (Direttiva 2005/29/CE dell’11 maggio 2005) e con l’obiettivo di ampliare l’elenco delle pratiche commerciali ingannevoli, includendo tra queste tutte quelle affermazioni ambientali ingannevoli che: i) sono generiche e non comprovate; ii) si riferiscono a

---

<sup>57</sup> Commissione Europea, [https://environment.ec.europa.eu/topics/circular-economy/green-claims\\_en](https://environment.ec.europa.eu/topics/circular-economy/green-claims_en)

prestazioni ambientali future non supportate da obiettivi chiari, oggettivi e verificabili e da un relativo sistema di monitoraggio indipendente; iii) presentano come caratteristiche ambientali distintive quelle che sono già obbligate a presentare in base a leggi esistenti.

Più specificatamente, la *Green Claims Directive* obbligherebbe i commercianti a<sup>58</sup>:

- Specificare se l'affermazione ambientale si riferisce a tutto o solo ad una parte del prodotto e delle attività del commerciante.
- Basarsi su prove scientifiche riconosciute e utilizzare informazioni accurate.
- Dimostrare che l'impatto ambientale oggetto dell'indicazione è rilevante considerando il ciclo di vita del prodotto/attività.
- Prendere in considerazione tutti gli aspetti rilevanti per la valutazione della *performance* ambientale.
- Dimostrare che la *performance* ambientale del prodotto/attività va oltre i requisiti previsti per legge.
- Assicursi che le informazioni fornite dimostrino che il prodotto/attività abbia prestazioni significativamente migliori rispetto agli *standard* della pratica comune.
- Descrivere in maniera approfondita le attività di compensazione delle emissioni separandole dalla descrizione e quantificazione relativa alle emissioni prodotte dalle attività/prodotti.
- Includere informazioni secondarie rappresentative dell'impatto generato dalla catena di valore del prodotto o del commerciante, nel caso in cui non siano disponibili informazioni primarie.

Per quanto riguarda le dichiarazioni esplicite comparative, inoltre, ossia quelle in cui il commerciante paragona il proprio prodotto/attività a quello di altri commercianti, sono richiesti ulteriori requisiti che prevedono un'equivalenza nel reperimento e utilizzo di informazioni e dati relativi agli impatti di ciascun prodotto/attività ricompreso nella dichiarazione. La fondatezza delle dichiarazioni ambientali e dei sistemi di etichettatura dovrà essere verificata in maniera indipendente e gli Stati membri dovranno adottare procedure di verifica adeguate per consentire ai commercianti di adempiere agli obblighi previsti dalla Direttiva. L'articolo 11 della stessa introduce la figura di un verificatore indipendente che si occupa della conformità delle dichiarazioni, dotato di competenze tecniche e di integrità professionale. I commercianti, una volta superati gli accertamenti di veridicità delle loro affermazioni, dovrebbero comunicare, accanto alle informazioni relative al prodotto, ogni esplicita indicazione ambientale affiancata dalla sua "giustificazione" in forma fisica o sotto forma di *link web*, codice QR o equivalente includendo i relativi certificati di conformità e le informazioni di contatto del verificatore che lo ha redatto. La direttiva stabilisce che le autorità competenti istituite dagli stati membri avranno il potere di: (i) richiedere a terzi di fornire qualsiasi informazione, dato o documento, al fine di accertare una violazione e avviare indagini o procedimenti di propria iniziativa per far cessare o vietare tali violazioni della direttiva; (ii) richiedere ai commercianti di adottare rimedi adeguati ed efficaci e intraprendere azioni appropriate per far cessare le

---

<sup>58</sup> Commissione Europea, *Proposal for a DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on substantiation and communication of explicit environmental claims (Green Claims Directive)*

violazioni; e (iii) imporre provvedimenti ingiuntivi e/o sanzioni. Nel determinare le sanzioni, le autorità nazionali dovrebbero, ad esempio, prendere in considerazione la natura, la gravità, la portata e la durata dell'infrazione e i benefici economici derivanti dall'infrazione da parte dei responsabili. Le sanzioni dovrebbero includere, tra l'altro: (i) multe che privino effettivamente i responsabili di qualsiasi beneficio economico derivante dalla realizzazione di un'indicazione ecologica ingannevole o non comprovata; e (ii) la confisca del prodotto in questione o dei ricavi ottenuti dalle transazioni. Vista la crescente prevalenza dei contenziosi europei promossi per motivi di “*greenwashing*” dalle autorità competenti degli Stati membri in materia di tutela dei consumatori, la Direttiva prevede anche delle disposizioni riguardanti l'accesso alla giustizia. Essa prevede, infatti, che le persone fisiche o giuridiche e le organizzazioni ritenute aventi un interesse legittimo ai sensi del diritto comunitario o nazionale abbiano il diritto di presentare denunce alle autorità competenti in merito a presunte violazioni della direttiva. Le informazioni riportate dalle imprese in base agli obblighi previsti dagli *standard* europei (ad esempio la CSRD), sono esplicitamente escluse dallo spettro di questa direttiva ma, nel caso in cui queste vengano riproposte in un contesto “*business-to-consumer*”, dei provvedimenti potrebbero essere innescati per l'eventuale verifica di una violazione.

Sia la *Green Claims Directive* che la proposta relativa all'integrazione delle pratiche commerciali sleali hanno molta strada da fare per completare il processo legislativo dell'UE che porterà alla loro approvazione. Inoltre, successivamente all'adozione, gli Stati membri dovranno recepirle nei rispettivi ordinamenti giuridici e provvedere all'applicazione entro 24 mesi dalla loro entrata in vigore. Per ora, la risoluzione di molti casi di “*greenwashing*” si è basata sulle attuali normative in materia di tutela dei consumatori che però risultano non sufficientemente specifiche e non adatte a ricomprendere le possibili sfumature di questo complesso fenomeno. In sostanza, quindi, la *Green Claims Directive* ha l'obiettivo di completare il quadro esistente introducendo requisiti dettagliati in materia di documentazione e comunicazione ai consumatori, garantendo una maggiore tutela, attraverso l'operato di apposite autorità di vigilanza, e la riduzione di queste pratiche fraudolente che verranno sanzionate con più precisione.

### **3.2.2 Il “*greenwashing*” nel settore finanziario**

Il fenomeno del “*greenwashing*” è solitamente associato a prodotti e servizi scambiati all'interno dell'economia reale e negli ultimi anni una moltitudine di società sono state accusate di svolgere questo tipo di pratiche scorrette<sup>59</sup>. Tuttavia, l'incremento della domanda da parte degli investitori di prodotti sostenibili dal punto di vista ambientale e sociale ha portato alla diffusione di questo fenomeno anche nel settore finanziario, con particolare riferimento a prodotti basati su fondi ESG che vengono venduti agli investitori *retail* e che presentano informazioni false e fuorvianti riguardo le credenziali di sostenibilità. Complici di questa diffusione sono anche

---

<sup>59</sup> Società accusate di “*greenwashing*” <https://truthinadvertising.org/articles/six-companies-accused-greenwashing/>

la mancanza di comparabilità, la poca trasparenza, la mancanza di regolamentazione sulle terminologie e la libertà dei *manager* nella rappresentazione delle informazioni relative ai fondi citate nel precedente paragrafo. I fondi tradizionali, sfruttando l'ondata degli investimenti sostenibili, cercano di riposizionarsi come fondi ESG cambiando nomi e prospetti senza però modificare sostanzialmente le proprie strategie di investimento, ingannando i consumatori e attraendo maggiori influssi di capitale. Negli Stati Uniti, la *Security and Exchange Commission* (SEC) ha annunciato nel 2022 una serie di regolamentazioni che richiederanno degli obblighi specifici di *disclosure* per tutti quei fondi di investimento che utilizzano etichette come “ESG”, “Sustainable”, o “Low carbon” al fine di promuovere una maggiore trasparenza su come gli indicatori ESG vengano incorporati nei processi di investimento<sup>60</sup>. Sempre nel 2022, la *European Securities and Market Authority* (ESMA), assieme alla *European Banking Authority* e alla *European Insurance and Occupational Pensions Authority*, ha avviato un'indagine congiunta con l'obiettivo di comprendere l'effettiva dimensione del “greenwashing” all'interno dei mercati finanziari europei e ha successivamente dichiarato intenzioni simili a quelle della SEC, proponendo lo sviluppo di un nuovo benchmark ESG per ridurre la frequenza del “greenwashing” finanziario<sup>61</sup>.

Questo fenomeno è strettamente legato al problema dell'affidabilità e comparabilità dei criteri ESG e degli altri parametri di valutazione della sostenibilità, regolamentazioni più stringenti che richiedono requisiti più sofisticati e una maggiore trasparenza sono fondamentali per tutelare gli investitori. A inizio 2023, ad esempio, con l'entrata in vigore del secondo livello della *Sustainable Finance Disclosure Regulation*, l'Unione Europea ha chiarificato la definizione dei fondi “Articolo 9”, riservando l'etichetta solamente ai fondi totalmente sostenibili se non per rare necessità di liquidità e copertura, portando molte delle più grandi società di investimento tra cui Black Rock, Amundi e Axa Investment Managers a declassare i loro fondi, per un valore di 140 miliardi di dollari, precedentemente classificati come “Articolo 9”<sup>62</sup>. Anche l'educazione finanziaria gioca un ruolo fondamentale, gli investitori devono essere adeguatamente informati e dotati delle competenze necessarie per analizzare criticamente le dichiarazioni degli emittenti e le caratteristiche dei prodotti finanziari in cui investono. Maggiori sforzi saranno necessari sia dal lato degli investitori, sia da quello degli intermediari finanziari e delle autorità di regolamentazione e vigilanza per far sì che quella degli investimenti sostenibili non diventi solamente una tendenza su cui lucrare e si affermi invece come un nuovo modello finanziario in linea con le esigenze di sviluppo della società.

---

<sup>60</sup> Financial Times, *SEC prepares to crack down on misleading ESG investment claims*

<sup>61</sup> Deloitte, *The Growing focus on Greenwashing of Financial Products*

<sup>62</sup> Bloomberg, *What's The Legal Definition of Greenwashing?*

### 3.3 Il futuro della finanza sostenibile

Nonostante le varie complessità nel definire cosa rappresenti realmente un investimento ESG e cosa non precedentemente osservate, vi è un elevato allineamento sui mercati relativamente all'importanza e ai potenziali vantaggi derivanti da questo nuovo modello. Molte indagini dimostrano come le imprese e gli intermediari, sia per mera convenienza che per un reale impegno verso la sostenibilità finanziaria, abbiano adottato delle politiche relative alle tematiche ESG che adesso vengono seppur con gradi diversi adottate nelle più importanti decisioni di investimento. Uno studio di Bloomberg in collaborazione con Mubadala dimostra come le considerazioni ESG stiano sempre più permeando i modelli decisionali dei gestori patrimoniali, degli investitori istituzionali e delle istituzioni pubbliche. Il motivo principale che spinge all'integrazione è rappresentato dalla riduzione del rischio, anche se questi investimenti offrono ulteriori opportunità come un maggiore impatto sociale e reputazionale, maggiori rendimenti sotto certe condizioni, la possibilità di sfruttare nuovi mercati e soprattutto la maggiore probabilità che questi portino ad innovazioni dirompenti. Sempre dalla stessa indagine emerge come i maggiori ostacoli nell'implementazione di strategie sostenibili di investimento siano rappresentati dalla mancanza di *standard* unificati, come ampiamente visto in precedenza, dalla mancanza di esperti e delle conoscenze necessarie<sup>63</sup>.

I futuri sviluppi della finanza sostenibile si baseranno su una sofisticazione delle procedure di incorporazione delle nuove informazioni ESG ai modelli di analisi finanziaria e dipenderanno dallo sviluppo di nuovi prodotti e strumenti di investimento in grado di tutelare gli investitori raggiungendo al contempo i rendimenti e gli impatti benefici previsti. La reale e completa affermazione di questo paradigma avverrà solamente in presenza di uno *standard* universale per la rendicontazione e l'analisi di sostenibilità, simile a quello utilizzato per la rendicontazione e analisi finanziaria, che permette alle imprese di operare globalmente e agli analisti di compararle anche qualora svolgano le loro attività in contesti diversi: l'economia non riuscirebbe ad andare avanti se ogni impresa scegliesse i metodi con cui misurare, ad esempio, costi e ricavi o con cui ammortare le sue attività. L'innovazione tecnologica e la digitalizzazione giocheranno un ruolo trasformativo vista l'importanza, in quest'ambito, della raccolta, analisi ed elaborazione di dati complessi. L'intelligenza artificiale, il *machine learning*, e i metodi di analisi dei *big data* saranno fondamentali per implementare la qualità delle informazioni ESG e l'efficienza delle tecnologie digitali contribuirà in maniera cruciale nella transizione delle attività economiche verso la decarbonizzazione e nella sostenibilità e ottimizzazione energetica delle infrastrutture. Strumenti innovativi come la *Blockchain* potrebbero inoltre risolvere alcune delle complicazioni relative al "greenwashing", incrementando la trasparenza e la tracciabilità all'interno delle *supply chains*.

Sempre più *stakeholders* che ruotano attorno alle imprese si aspettano da queste un impegno concreto verso gli obiettivi di sviluppo sostenibile. Il valore e la profittabilità di lungo termine continueranno a dipendere dalla

---

<sup>63</sup> Bloomberg Media Studios – Mubadala, Sustainable Future Study

transizione energetica e dall’impatto sociale delle attività e di conseguenza anche le scelte di allocazione dei capitali si baseranno sempre di più su questi fattori. Ogni società e ogni industria sarà impattata dall’evoluzione dell’economia verso un sistema a impatto zero e ogni settore sarà cambiato dallo sviluppo di nuove tecnologie sostenibili. Basti pensare a come in pochi anni il settore della mobilità sia stato rivoluzionato e a come ora ogni produttore in questo settore stia investendo in un futuro basato sull’elettrico. Ebbene, l’industria automobilistica è solo la prima che sarà seguita da molte altre: i progressi scientifici e ingegneristici porteranno alla decarbonizzazione dell’acciaio, del cemento, della plastica, dell’agricoltura, delle costruzioni e dell’energia creando enormi opportunità di investimento. Con grandi probabilità, le prossime *startup* che definiranno il progresso e l’innovazione non saranno motori di ricerca come Google o *social networks* come Facebook, ma saranno degli innovatori nell’ambito della sostenibilità.

Il “*green premium*”, sia da un punto di vista finanziario, come nel caso dei green bond<sup>64</sup>, che da un punto di vista reale, dove si manifestano come maggiori costi per le imprese nell’adottare modelli di *business* sostenibili e, di conseguenza, in sovrapprezzi nei singoli prodotti e servizi erogati, rappresentano un altro grande ostacolo ai processi di transizione. Ad esempio, se si utilizzasse un aereo con un classico carburante per jet dovremmo pagare circa 0,57 euro al litro e se invece acquistassimo biocarburanti puliti, pagheremmo circa 1,4 euro al litro. La differenza tra questi due, circa il 140%, è il “*green premium*” esistente per il carburante degli aerei: in altre parole, se volessimo volare facendo a meno delle emissioni, ci costerebbe il 140% in più. Non c’è niente che convincerebbe imprese e governi a adottare pratiche sostenibili più della convenienza, ridurre questo premio e sviluppare tecniche che garantiscono bassi “*green premium*” è un passo di primaria importanza verso un’economia a impatto zero. Le imprese dovranno essere supportate dai governi, dalle istituzioni sovranazionali e dalle NGO attraverso il continuo perfezionamento delle tassonomie e delle normative di rendicontazione, rendendo più agile la catalizzazione degli investimenti verso l’innovazione e le tecnologie necessarie. È stata la *partnership* tra governi e settore privato che ha portato allo sviluppo dei vaccini in tempi *record*, ciò dimostra come questo impegno possa portare enormi risultati che dovranno essere sfruttati per trasformare l’economia.

Il cambiamento climatico ha già determinato il crescere di fenomeni come alluvioni, incendi e siccità e la finanza non ne è certamente immune. I costi assicurativi verso questo tipo di eventi hanno già iniziato a crescere, secondo alcune stime di Munich Re le assicurazioni hanno già dovuto coprire 120 miliardi di dollari, rispetto ai 270 miliardi di dollari di perdite di cui il 55% non era assicurato, a causa di catastrofi naturali nel 2022<sup>65</sup>, facendo aumentare di molto i premi per questo tipo di sinistri.

---

<sup>64</sup> Cfr par. 2.2.3

<sup>65</sup> Munich Re, *Natural disaster risks, Rising trend in losses*

La transizione verso un'economia sostenibile non avverrà in linea retta, diversi paesi e industrie raggiungeranno prima gli obiettivi di sostenibilità e forse alcuni non riusciranno proprio a raggiungerli, nonostante i progressi fatti fino ad oggi, che hanno portato a enormi investimenti nel settore privato e allo sviluppo di politiche climatiche e sociali incisive da parte del settore pubblico, molti traguardi devono essere raggiunti, a partire dallo sviluppo di nuove tecnologie, all'implementazione di metodi innovativi per produrle su scala industriale e renderle disponibili a costi accessibili, fino alla promozione di campagne di informazione e adattamento efficaci, cosicché si sviluppi una consapevolezza comune degli effetti catastrofici e delle perdite economiche che i ritardi nel passaggio verso un paradigma sostenibile potrebbero avere.

## Conclusioni

La finanza sostenibile ha dimostrato di avere un enorme potenziale come strumento per fronteggiare le sfide economiche, ambientali e sociali. Alcune proiezioni vedono il mercato della finanza sostenibile raggiungere i 53 trilioni di dollari nel 2025, dimensione che rappresenterebbe un terzo degli AUM (*Assets under management*) globali<sup>66</sup>. Come osservato nel corso dell'elaborato le principali determinanti degli investimenti sostenibili sono rappresentate dalle politiche climatiche e sociali, dalle nuove tecniche di valutazione finanziaria, dalla domanda dei consumatori e anche dalle nuove invenzioni in campo scientifico.

Le normative ambientali e sociali hanno il compito di aprire la strada alla creazione di nuovi strumenti che permettano di canalizzare gli investimenti verso progetti sostenibili e hanno anche il dovere di far sì che le imprese siano più trasparenti relativamente all'impatto creato dalle loro attività, cosicché il pubblico possa valutarne agevolmente la *performance* di sostenibilità, andando a creare un incentivo all'adozione di un approccio attivo verso le tematiche ESG. Altro ruolo importante delle normative sarà quello di sanzionare tutte quelle imprese che cercano di lucrare su questa tendenza, continuando però a svolgere attività potenzialmente dannose a livello ambientale e sociale. Una particolare attenzione dovrà essere rivolta alle grandi società e multinazionali, che attraverso l'ingente quantitativo di risorse disponibili, sono in grado di ingannare l'opinione pubblica, le autorità di vigilanza e le agenzie di *rating* relativamente al loro reale impegno nella promozione della sostenibilità. Molte grandi compagnie performano incredibilmente bene negli *score* ESG e sono contemporaneamente coinvolte in gravi controversie relative alla violazione dei diritti umani o allo sfruttamento ambientale, tutto questo grazie a strategie che permettono loro di raggiungere ottimi numeri nelle metriche e nei parametri utilizzati poi dai mercati per valutarne la *performance* non finanziaria e attribuire punteggi. Per essere corretti, questi fenomeni, richiedono interventi normativi, ma anche lo sviluppo di sofisticate tecniche di valutazione.

Le nuove tecniche di valutazione integrata, infatti, giocano un ruolo fondamentale permettendo la creazione di modelli che incorporano sia i rendimenti finanziari per l'investitore, che la creazione di un valore condiviso, comprensivo della mitigazione dei rischi ambientali e delle disuguaglianze generate dall'attività economica. I tentativi di integrare i parametri non finanziari con i modelli tradizionali, purtroppo, come analizzato in precedenza, spesso non raggiungono gli obiettivi sperati, data la complessità nella definizione di metriche efficaci e nella raccolta di dati elusivi che misurano l'impatto ambientale, ancora più difficili da rilevare poi per le questioni sociali. Le imprese e gli intermediari finanziari, banche assicurazioni e fondi pensione, si trovano poi di fronte a nuovi tipi di rischio, dovuti agli effetti dei cambiamenti climatici e sociodemografici, molto diversi da

---

<sup>66</sup> Fonte: Bloomberg Intelligence, 23 Febbraio, 2021



quelli tradizionali e che potrebbero generare danni e perdite economiche ingenti e particolarmente difficili da prevedere. L'implementazione di metodologie di valutazione non finanziaria più efficaci e di modelli di rischio più precisi è cruciale per facilitare l'adozione dei parametri ESG nei processi e nelle decisioni di investimento e in questo senso stanno andando gli sforzi delle banche centrali e delle autorità finanziarie.

La domanda dei consumatori rappresenta il motore della crescita della sostenibilità nel settore pubblico, attraverso l'emanazione di normative che tutelano investitori e consumatori contro le pratiche fraudolente delle imprese, e nel settore privato, che si evolve per soddisfare le nuove esigenze mediante la distribuzione di prodotti e servizi sostenibili nell'economia reale e con lo sviluppo di prodotti come i *green* e *social bond* all'interno dei mercati finanziari. La crescita della domanda potrebbe inoltre risolvere i problemi relativi ai “*green premium*”, consentendo alle imprese di raggiungere economie di scala nella produzione di prodotti a impatto zero riducendone i costi e rendendoli più accessibili. Anche una crescita nell'offerta, soprattutto per quanto riguarda gli strumenti di debito sostenibile, potrebbe ridurre lo scompenso derivante dall'elevata richiesta di questi prodotti finanziari, riducendo il sacrificio nei rendimenti e il premio di sostenibilità accettati dagli investitori.

Le nuove invenzioni in campo scientifico guideranno la transizione sia da un punto di vista ambientale, attraverso lo sviluppo di tecnologie che riducono le emissioni mantenendo prestazioni elevate, che da un punto di vista sociale, garantendo un accesso più facile all'energia e alle risorse specialmente nei paesi più poveri. Rendere l'utilizzo e la produzione di energia pulita più conveniente è fondamentale per assicurare la transizione di tutti quei paesi che stanno cercando di migliorare il loro tenore di vita, che altrimenti si affideranno ai combustibili fossili e a processi di industrializzazione altamente inquinanti per raggiungere le economie più avanzate.

Oltre a una grande opportunità per gli effetti positivi che avranno sull'ambiente, queste innovazioni rappresentano un'enorme opportunità di investimento per i rendimenti che genereranno in futuro.

Tutto ciò esposto si propone di dimostrare il fatto che la sostenibilità crea valore. La finanza sostenibile svolgendo il ruolo di catalizzatore del cambiamento, possiede il potenziale per dare forma ad una nuova economia più consapevole e attenta alle questioni ambientali e sociali. Gli investimenti ESG hanno vantaggi finanziari e, dove non garantiscono rendimenti più elevati, garantiscono sicuramente minori rischi e una maggiore sicurezza nel lungo termine. L'Unione Europea, attraverso i suoi imponenti sforzi normativi e di regolamentazione si è schierata in prima linea in questo processo di trasformazione e, auspicando il raggiungimento degli obiettivi climatici entro il 2050, rappresenterà un esempio da seguire per gli altri paesi, che si renderanno conto dei benefici di un'economia circolare, sostenibile e resiliente.

## **Bibliografia e Sitografia**

*Molly Scott Cato, “Sustainable Finance, Using the Power of Money to Change the World”.*

*Alex Nicholls, “Sustainable Finance: A Primer and Recent Developments”.*

*Mario La Torre, Helen Chiappini, “Contemporary Issues in Sustainable Finance”.*

*Nicholas Stern, “The economics of Climate Change, The Stern Review”.*

*Alfonso del Giudice, “La Finanza Sostenibile”.*

*UNEP FI, Freshfield Bruckhaus Deringer, “A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investments”.*

*OECD, “Mobilising Institutional Investors for Financing Sustainable Development in Developing Countries”*

*UN, “ONE GLOBAL COMPACT: accelerating and scaling global collective impact”.*

*The Global Compact, “Who Cares Wins, Connecting Financial Markets to a Changing World”.*

*GSIA, “Global Sustainable Investment Review 2020”.*

*Morgan Stanley, “Sustainable Signals: Individual Investors and the COVID–19 Pandemic”.*

*iShares, “An Evolution in ESG Indexing”.*

*MSCI “ESG Ratings Methodology”.*

*Sustainalytics, “ESG Risk Ratings – Methodology Abstract”.*

*McKinsey & Company, “Why ESG is here to stay”.*

*GSIA, “Global Sustainable Investment Review 2020”.*

*Harvard Business School Working Paper, Marzo 2015, “Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality”.*

*Giese, Lee, Melas, Nagy, Nishikawa, “How ESG affects Equity, Valuation, Risk and Performance”.*

*Giese, Lee, “Weighing the evidence: ESG and equity returns”*

*El Goul, Guedhami, Kwok, Mishra, “Does CSR affect the cost of capital?”.*

*Polbennikov, Desclee, Dynkin, Maitra, “ESG ratings and performance of corporate Bonds”.*

*Jiraporn, Jirapon, Boeprasert, Chang, “Does CSR improve credit ratings?”.*

*Morgan Stanley “Sustainable Reality”, 2019.*

*Morgan Stanley “Sustainable Reality”, 2022.*

*Commissione Europea, “Piano d’azione per finanziare la crescita sostenibile”.*

*Banca Centrale Europea, “Guida sui rischi climatici e ambientali”.*

*European Central Bank, Banking Supervision, “Walking the talk, 2022 thematic review on climate related and environmental risk”.*

*BCE, “Good practices for climate-related and environmental risk management”.*

*BCE, “2022 climate risk stress test”.*

*Bloomberg Professional Services, “Applying the EU Taxonomy to your investments, how to start?”.*

*Parlamento Europeo, (Direttiva 2014/95/EU) “Non-financial Reporting Directive”.*

*Deloitte, “2022 CxO Sustainability Report”.*

*OECD, “Mobilising institutional investors for financing sustainable development in developing countries”.*

*Harvard Business Review, “The Comprehensive Business Case for Sustainability”.*

*LMA, “Green Loan Principles”, “Sustainability Linked Loan Principles”.*

*Associazione Bancaria Italiana, Chiara Pasquini, “La gestione del rischio climatico e ambientale nei processi bancari: aspetti definitivi e regolamentari”.*

*UNEP FI, “Principles for Responsible Banking”.*

*UN PRI, “Pension systems and sustainability: Japan”*

*UNEP FI, “Principles of Sustainable Insurance”.*

*Mc Kinsey, “Capturing the climate opportunity in insurance”.*

*ICMA, “The Green Bond Principles”.*

*ICMA, “Guidelines for Green, Social and Sustainability Bonds External Reviews”.*

*HSBC, “Social Bonds”.*

*OECD, “Understanding Social Impact Bonds”*

*AFME, “ESG finance report Q1 2021”*

*BCE, “Working Paper Series, Pricing of green bonds: drivers and dynamics of the greenium”*

*Costanza Torricelli, Eleonora Pellati, “Social Bonds and the Social Premium”.*

*Vanguard, “4 kinds of ESG funds: What you need to know”.*

*Bloomberg Intelligence, “ESG May Surpass \$41 Trillion Assets in 2022, But Not Without Challenges”, 24  
Gennaio 2022*

*CDP, “Green Social and Sustainability Framework”, “Covid-19 Social Response Bond Report 2021”.*

*iShares, “An evolution in ESG indexing”*

*The journal of impact and ESG investing, “Understanding the importance of Scope 3 emissions and the  
implications of data limitations”.*

*OECD, “ESG investing, Practises, Progresses and Challenges”.*

*SustainAbility, “Rate the Raters 2022 report”.*

*World Economic Forum, “Stakeholder Capitalism Metrics: The Investor’s Case”*

*Dr. Ryan Clemens, “Why Comparability is a Greater Problem Than Greenwashing in ESG ETFs”.*

*Commissione Europea, “Proposal for a Directive on substantiation and communication of explicit  
environmental claims (Green Claims Directive)”.*

*Financial Times, “SEC prepares to crack down on misleading ESG investment claims”.*

*Deloitte, “The Growing focus on Greenwashing of Financial Products”.*

*Bloomberg, “What’s The Legal Definition of Greenwashing?”.*

*Bloomberg Media Studios, Mubadala, “Sustainable Future Study”.*

*Munich Re, “Natural disaster risks, Rising trend in losses”.*