



Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Analisi Finanziaria

**LA SOSTENIBILITÀ NELLE POLITICHE
FINANZIARIE DELLE IMPRESE IN UE**

Prof. Fabrizio Di Lazzaro

Relatore

Prof. Francesco Legrottaglie

Co-Relatore

Matr. 744251
Gabriele Zizza

Candidato

Anno accademico 2022/2023

INDICE

INTRODUZIONE	4
1 LO SVILUPPO SOSTENIBILE	8
1.1 LE POLITICHE INTERNAZIONALI INTRAPRESE DALLE NAZIONI UNITE	9
1.2 LA STRATEGIA AMBIENTALE ALL'INTERNO DEL UNIONE EUROPEA	17
1.3 L'EVOLUZIONE VERSO LA SOSTENIBILITÀ AZIENDALE	22
2 GLI STRUMENTI DELLA FINANZA SOSTENIBILE	28
2.1 LA FINANZA SOSTENIBILE	28
2.2 LA RENDICONTAZIONE NON FINANZIARIA	31
2.2.1 <i>Task force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD)</i>	32
2.2.2 <i>Carbon Disclosure Project (CDP)</i>	34
2.2.3 <i>Global Reporting Initiative (GRI)</i>	35
2.2.4 <i>International Sustainability Standards Board (ISSB)</i>	38
2.2.5 <i>I rating ESG</i>	39
2.3 LA RENDICONTAZIONE NON FINANZIARIA NELLA UE	42
2.3.1 <i>Tassonomia UE</i>	44
2.3.2 <i>Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR)</i>	45
2.3.3 <i>Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD)</i>	46
2.3.4 <i>Benchmark climatici</i>	48
2.4 I GREEN BONDS	49
2.4.1 <i>La classificazione dei green bond</i>	49
2.4.2 <i>La dimensione del mercato</i>	52
3 IL COSTO DEL CAPITALE E GLI STRUMENTI DELL'ANALISI FINANZIARIA	57
3.1 L'ANALISI FINANZIARIA	57
3.1.1 <i>Analisi di solvibilità</i>	58
3.1.2 <i>Analisi di redditività</i>	68
3.2 COSTO DEL CAPITALE	75
4 LA SOSTENIBILITÀ NELLE POLITICHE DI FINANZIAMENTO DELLE IMPRESE EUROPEE	83

4.1	IL MERCATO DEI GREEN BOND CORPORATE IN UE.....	83
4.2	LE POLITICHE SOSTENIBILI SVILUPPATE DALLE IMPRESE QUOTATE EUROPEE	92
	CONCLUSIONE	103
	BIBLIOGRAFIA.....	106
	RIASSUNTO.....	110

Introduzione

Il paradigma di sviluppo economico che ha caratterizzato tutto il XX secolo, è stato basato sugli assunti di una crescita economica costante e perpetua. Per poter supportare tale crescita si è fatto ricorso ad un uso incontrollato di risorse, sia naturali che umane. I risultati di tale processo di sviluppo globale sono stati disomogenei e in molti casi sono andati ad accentuare le differenze sociali ed economiche tra gli stati. Oltre alla sfera sociale ed economica, anche la sfera ambientale è stata impattata in maniera severa dal modello di crescita del XX secolo, a causa del drastico aumento dell'inquinamento.

A mettere in definitiva discussione tale modello di crescita sono stati i numerosi scandali finanziari e sociali che hanno investito molteplici multinazionali nel corso degli anni 90 e gli inizi degli anni 2000 culminando con la crisi finanziaria del 2008. Di pari passo con ciò si è registrato un costante e repentino cambiamento climatico a livello globale, nonché un notevole aumento di eventi naturali estremi (alluvioni, frane, incendi, uragani e ecc.). Numerosi studi ormai affermano che con buona probabilità il cambiamento climatico che si sta registrando in tutto il mondo sia da imputare all'attività umana. A ribadire ciò ancora una volta è stato il sesto IPCC Assessment Report (AR6) sul cambiamento climatico, nel quale viene mostrata l'attuale situazione globale nonché le misure necessarie per cercare di attenuare gli effetti del cambiamento climatico in corso. Le azioni richieste dal AR6 sono rivolte sia all'impresе che agli stati ed esse rappresentano una chiara forma di sviluppo sostenibile.

Il concetto di sviluppo sostenibile è nato a margine dei lavori effettuati dalle Nazioni Unite con la commissione mondiale sull'ambiente e sviluppo (*World Commission on Environment and Development*, WCED). I lavori della commissione produssero un rapporto dal titolo *Our common future*, più comunemente conosciuto come rapporto Brundtland, dal nome del presidente della commissione. All'interno di tale rapporto fu coniata la prima definizione di sviluppo sostenibile: "Lo sviluppo sostenibile è lo sviluppo che soddisfa i bisogni del presente senza compromettere alle generazioni future la possibilità di soddisfare i propri bisogni" (Nazioni Unite, 1987). Il modello di sviluppo sostenibile oggi rappresenta la base di un'economia più responsabile orientata alla creazione di esternalità positive per la comunità e per tutti i portatori d'interesse.

Nonostante la crescente spinta ad un'economia e ad uno sviluppo più responsabile appare evidente come ci sia ancora moltissima strada da percorrere, a tal fine nel 2015 le Nazioni Unite hanno redatto l'Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile, al cui interno sono presenti 17 *Sustainable Development Goals* (SDGs). Gli SDGs rappresentano 17 macroaree differenti in cui è richiesto l'impegno sia degli stati che delle singole imprese al fine di colmare le criticità esistenti. Gli obiettivi spaziano dalle

tematiche ambientali a quelle sociali passando per la cooperazione internazionale e lo sviluppo economico. Ad affermare ancor di più la necessità di un modello di sviluppo sostenibile, è stato il susseguirsi di eventi su scala globale come la crisi pandemica dovuta al Covid-19 e il conflitto tra Russia e Ucraina. La necessità di contrastare il cambiamento climatico e di pari passo avere la capacità di adattarsi ai repentini cambiamenti del contesto esterno stanno spingendo le imprese e gli stati verso il modello di sviluppo sostenibile.

Tale transizione però appare tutt'altro che scontata e lineare in quanto caratterizzata da notevoli insidie e difficoltà. Tra le tante difficoltà appare evidente come questa transazione verso un'economia sostenibile di lungo periodo necessiti di ingenti capitali per essere finanziata. È proprio per questo motivo che si è venuta a creare negli ultimi anni la finanza sostenibile. La finanza sostenibile rappresenta una branca del mondo finanziario specializzata nell'offrire capitali, spesso a costi ridotti, verso imprese e stati che vogliono sviluppare progetti sostenibili.

Con l'obiettivo di monitorare la transizione e le attività sostenibili si è aperta la strada anche per una nuova branca di rendicontazione aziendale, la rendicontazione non finanziaria. Al fine di favorire la transizione verso un'economia sostenibile l'Unione Europea si è schierata in prima linea con l'obiettivo di fornire agli stati e alle imprese tutti gli strumenti possibili per facilitarne la transizione. È proprio in quest'ottica che la Commissione Europea ha redatto il *Green Deal Europeo*, come piano per rendere l'Europa sostenibile. Di pari passo l'UE ha redatto un piano per la finanza sostenibile in modo tale da regolamentare e definire tutti gli strumenti in grado di facilitare la transizione verso un'economia sostenibile.

La crescente importanza dei temi della sostenibilità richiede un'attenta analisi, al fine di poterne comprendere tutte le caratteristiche. Per tale motivo, questo elaborato ha l'obiettivo di conoscere a fondo il mondo della finanza sostenibile, con uno specifico riferimento al mercato europeo delle obbligazioni green e agli attori che ci operano. Per questo scopo, l'elaborato è suddiviso in quattro capitoli.

Il primo capitolo ripercorre in maniera cronologica l'evoluzione della dottrina internazionale rispetto ai temi della sostenibilità. Tale capitolo analizza lo sviluppo della dottrina sostenibile tramite tre filoni distinti di analisi. Il primo filone di analisi è volto a ripercorrere tutte le tappe intraprese delle Nazioni Unite, sui temi ambientali prima e della sostenibilità poi, tenendo sempre in considerazione gli eventi di rilievo internazionale. Il secondo filone di analisi si concentra sull'evoluzione delle tematiche sostenibili nell'Unione Europea andando ad analizzare come essa abbia recepito le iniziative intraprese dalle Nazioni Unite e le abbia fatte proprie. L'ultima area di analisi riguarda la dottrina aziendalistica in relazione alla sostenibilità. In altre parole, si ripercorre in ordine cronologico

l'evoluzione del pensiero all'interno delle imprese, andando a valutare come si sia passati da un modello in cui i soci erano gli unici portatori di interesse ad aver voce nelle politiche aziendali ad un modello attuale in cui l'impresa tende ad essere costantemente in contatto con l'ambiente esterno e orientando le proprie scelte al fine di soddisfare gli interessi di tutti gli *stakeholder*.

Il secondo capitolo analizza la finanza sostenibile, andando in prima istanza a spiegare cosa sia e dopodiché andando ad analizzare tutte le sue componenti. Il capitolo continua analizzando la rendicontazione non finanziaria, come strumento di comunicazione verso i portatori di interesse delle attività intraprese nel campo ambientale, sociale e di governance. In tale sotto capitolo vengono illustrate anche le molteplici tipologie di standard attualmente in uso a livello internazionale per la rendicontazione non finanziaria. Dopo di ciò si passa all'analisi del contesto europeo andando ad analizzare le più recenti iniziative intraprese dall'Unione Europea e i loro possibili impatti sul mondo della finanza sostenibile. In ultima istanza ci si sofferma sull'analisi del mercato delle obbligazioni verdi quali strumento principale a disposizione della finanza sostenibile per poter fornire capitali alle imprese impegnate nella transizione sostenibile.

Il terzo capitolo dell'elaborato ha una natura più tecnica andando ad illustrare i principi di valutazione delle aziende derivanti dall'analisi finanziaria e gli strumenti di valutazione del costo del capitale e del costo del debito. Tale capitolo è propedeutico all'analisi predisposta nel quarto ed ultimo capitolo.

Il quarto capitolo verte sull'analisi delle imprese europee che hanno fatto ricorso al mercato del debito obbligazionario green per poter finanziare i propri progetti sostenibili. Tale analisi ha tre principali filoni di ricerca. Il primo filone si concentra sull'analisi aggregata di tutte le obbligazioni corporate green emesse dal 2012 al 2022, più di 3000, andandone a valutare l'andamento. In questa fase si effettua sia un'analisi quantitativa del capitale raccolto, sia qualitativa andando ad investigare la destinazione dei fonti e gli standard utilizzati. Il secondo filone di ricerca va a mettere in relazione la qualità della governance delle emissioni obbligazionarie delle imprese UE con la loro intensità al fine di avere una valutazione sul loro grado di *commitment* verso la transizione sostenibile. Per fare ciò è stato selezionato un campione di 131 imprese quotate del UE, le quali sono state analizzate nel quinquennio che va dal 2017 al 2021. Sono, poi, stati analizzati congiuntamente i bilanci delle imprese e le loro obbligazioni nell'arco temporale definito. In concomitanza con tale attività è stata realizzata una matrice di valutazione dell'impegno sostenibile profuso dalle aziende, mettendo in relazione la qualità delle emissioni obbligazionarie green da un punto di vista della governance con l'intensità e l'incidenza del capitale raccolto sul bilancio delle stesse imprese. A conclusione dell'analisi è stata ottenuta una classificazione delle imprese in cinque fasce che vanno dalla Dark Green alla Dark Brown, dove la Dark Green è la migliore e la Dark Brown è la peggiore. Sulla base

dei risultati della valutazione delle imprese rispetto alla matrice è stato costruito il terzo filone di analisi. Esso si caratterizza per la realizzazione di sei portafogli di azioni, uno per ogni fascia di valutazione e uno complessivo di tutto il campione. Una volta ottenuti i rendimenti e la volatilità dei portafogli essi vengono messi in relazione all'andamento dell'indice azionario europeo STOXX 600, al fine di comprendere se il mercato è in grado di valutare in maniera adeguata l'operato delle imprese e se esse presentino in relazione a migliori valutazioni un migliore capacità di resistere alle fluttuazioni del mercato. Tutto ciò è stato svolto al fine di ottenere un'analisi in grado di descrivere al meglio l'attuale situazione del mercato europeo del debito green, includendo anche un'indicazione sullo stato dell'arte per quanto riguarda la transizione verso un'economia sostenibile.

1 Lo sviluppo sostenibile

A marzo 2023 è stato pubblicato il sesto IPCC¹ Assessment Report (AR6) sul cambiamento climatico. L'AR6 è un documento redatto da centinaia di scienziati al fine di comprendere le cause e l'attuale situazione del cambiamento climatico con lo scopo di elaborare delle strategie per poterlo contrastare evitando seri danni per l'intero pianeta. L'AR6 rappresenta la linea guida da seguire al fine di limitare il cambiamento climatico in essere. All'interno del report viene più volte esposto come l'attuale modello di sviluppo sia l'artefice dell'attuale situazione climatica e per tale motivo necessita di essere cambiato al fine di poter porvi rimedio. Il report nello specifico afferma con alta confidenza che:

“Human activities, principally through emissions of greenhouse gases, have unequivocally caused global warming, with global surface temperature reaching 1.1°C above 1850–1900 in 2011–2020. Global greenhouse gas emissions have continued to increase, with unequal historical and ongoing contributions arising from unsustainable energy use, land use and land-use change, lifestyles and patterns of consumption and production across regions, between and within countries, and among individuals [...] Human-caused climate change is already affecting many weather and climate extremes in every region across the globe” (IPCC, 2023).

Oltre ad affermare le responsabilità dell'uomo, il report si sofferma anche sulle attuali misure intraprese e degli strumenti necessari ad uno sviluppo sostenibile, nel dettaglio esso afferma che:

“Adaptation planning and implementation has progressed across all sectors and regions, with documented benefits and varying effectiveness. Despite progress, adaptation gaps exist, and will continue to grow at current rates of implementation. Hard and soft limits to adaptation have been reached in some ecosystems and regions. Maladaptation is happening in some sectors and regions. Current global financial flows for adaptation are insufficient for, and constrain implementation of, adaptation options, especially in developing countries [...] Policies and laws addressing mitigation have consistently expanded since AR5. Global GHG emissions in 2030 implied by nationally determined contributions (NDCs) announced by October 2021 make it likely that warming will exceed 1.5°C during the 21st century and make it harder to limit warming below 2°C. There are gaps between projected emissions from

¹ L'IPCC (Intergovernmental Panel on Climate Change) è il Gruppo intergovernativo sul cambiamento climatico, è un'organizzazione scientifica formata nel 1988 da due organismi delle Nazioni Unite con lo scopo di studiare il riscaldamento globale. Nel 2007, l'IPCC ha vinto il premio Nobel per la pace, grazie al suo impegno per diffondere la conoscenza sui cambiamenti climatici.

implemented policies and those from NDCs and finance flows fall short of the levels needed to meet climate goals across all sectors and regions. [...] Effective climate action is enabled by political commitment, well-aligned multilevel governance, institutional frameworks, laws, policies and strategies and enhanced access to finance and technology. [...] Finance, technology, and international cooperation are critical enablers for accelerated climate action. If climate goals are to be achieved, both adaptation and mitigation financing would need to increase many-fold, there is sufficient global capital to close the global investment gaps but there are barriers to redirect capital to climate action” (IPCC, 2023).

Dagli estratti del report appare evidente come le azioni intraprese fino ad oggi siano necessarie ma ancora non sufficienti per poter far fronte alla crescente necessita di porre rimedio alla drammatica situazione climatica. Per fare ciò viene più volte richiamata la necessita di sviluppare canali finanziari in grado di fornire le risorse necessarie a fronteggiare la transizione verso un’economia sostenibile. Per far ciò però è necessario prima di tutto un cambiamento culturale, che integri la visione di lungo periodo nelle decisioni aziendali e governative. In tal senso in questo capitolo si ripercorrerà lo sviluppo delle iniziative internazionali sui temi della sostenibilità e la lotta al cambiamento climatico, analizzando le politiche intraprese prima dalle Nazioni Unite e poi dall’Unione Europea. In conclusione del capitolo si analizzerà anche l’evoluzione aziendalistica dello sviluppo sostenibile.

1.1 Le politiche internazionali intraprese dalle Nazioni Unite

La pietra miliare nello sviluppo di una coscienza sociale internazionale sui temi della sostenibilità ambientale e sociale è da collocarsi nel 1972. Fino al 1972, a livello internazionale non era mai stata allestita nessuna conferenza o dibattito sui temi ambientali connessi con lo sviluppo sociale. L’impatto ambientale e la gestione dell’ecosistema fino a quel momento erano stati argomenti trattati e discussi unicamente da studiosi e medici. Il punto di svolta avvenne nel 1972 con la conferenza di Stoccolma, prima conferenza delle Nazioni Unite sui temi ambientali. La conferenza di Stoccolma ha rappresentato un primo tassello nell’identificazione e nell’esposizione della relazione fra lo sviluppo umano e l’ambiente circostante. Nel preambolo della conferenza, gli stati affermano che l’uomo è parte ed artefice dell’ecosistema che lo circonda e di questo ne deve tenere conto nei suoi comportamenti al fine da non gravare sull’ecosistema stesso. La dichiarazione delle Nazioni Unite sulla conferenza di Stoccolma si articola in 26 principi (Nazioni Unite, 1972), andando a coprire tematiche ambientali, quali la preservazione degli ecosistemi, con un forte riferimento alla salvaguardia della flora e fauna. Oltre a tale aspetto viene posta enfasi sulla necessita di avere una oculata gestione delle risorse naturali al fine di non esaurirle e di conservarle per le generazioni future.

Vengono introdotti principi riguardanti la riduzione dell'inquinamento e la necessità di garantire uno stile di vita dignitoso alle persone.

Da questo breve sunto si evince in maniera chiara come la conferenza di Stoccolma fu innovatrice nel presentare i principi fondamentali dello sviluppo sostenibile; tali principi sono stati la base per lo sviluppo di tutte le successive politiche internazionali volte alla difesa e allo sviluppo ambientale.

Oltre alla conferenza di Stoccolma, nel 1972 venne pubblicato un importante report sui limiti dello sviluppo condotto dal MIT² su richiesta del Club di Roma³. Il rapporto redatto da Donella H. Meadows e dai suoi assistenti consisteva in una simulazione al computer sullo sviluppo mondiale tenendo in considerazione cinque fattori: popolazione, industrializzazione, consumo di risorse non rinnovabili, inquinamento e produzione di cibo. Il rapporto, in sintesi, mostrava come la continua crescita non responsabile della popolazione, dei consumi e dell'inquinamento avrebbe portato ad un limite, superato il quale ci sarebbe stata una regressione nella crescita economia e sociale (Meadows, Meadows, Randers, & Behrens III, 1972). Tale rapporto ebbe un forte impatto in tutto il mondo, anche se fu al centro di aspre contestazioni da parte del mondo scientifico e soprattutto economico. In ogni caso, il rapporto sui limiti dello sviluppo rappresentò un primo campanello d'allarme che mai prima di allora era stato acceso sul tema di uno sviluppo sostenibile di lungo periodo. A conferma, se pur parziale, di quanto analizzato nella conferenza di Stoccolma e del rapporto sui limiti della crescita, nel 1973 avvenne la crisi petrolifera, che impose a tutti i governi occidentali rigide misure di razionamento dei consumi di petrolio. Tale situazione rappresentò un primo effettivo sintomo della fragilità del sistema economico globale.

Un altro fondamentale passaggio internazionale sul tema dello sviluppo sostenibile è stato rappresentato dalla pubblicazione del rapporto finale della commissione mondiale sull'ambiente e sviluppo (*World Commission on Environment and Development, WCED*), dal titolo *Our common future* (Nazioni Unite, 1987). Tale rapporto conosciuto anche come rapporto Brundtland, dal nome del presidente della commissione, Gro Harlem Brundtland, venne pubblicato nel 1987 a conclusione delle analisi richieste dalle Nazioni Unite alla commissione. Il rapporto ebbe due importanti risultati: evidenziò le criticità del modello economico dell'epoca facendo un raffronto sullo sviluppo dei paesi

² Sigla del Massachusetts Institute of Technology, università tra le più prestigiose degli Stati Uniti d'America con sede a Cambridge, presso Boston; Istituto della Enciclopedia Italiana fondata da Giovanni Treccani

³ Associazione civile senza scopo di lucro, fondata nel 1968 [...] con sede, dal 2008, a Winterthur; la denominazione deriva dal luogo in cui si è tenuta la sua prima riunione. Ha lo scopo di analizzare in un contesto globale i principali problemi dell'umanità, cercando soluzioni idonee; Istituto della Enciclopedia Italiana fondata da Giovanni Treccani

del nord con i paesi del sud, ponendo enfasi sulla non sostenibilità dello sviluppo dei paesi industrializzati, i quali si focalizzavano sul breve termine, senza tenere in considerazione lo sviluppo di lungo periodo. Il secondo punto di fondamentale importanza per cui viene tutt'oggi ricordato il rapporto Brundtland è la definizione di sviluppo sostenibile. La definizione presente nel rapporto recita così:

Sustainable development is development that meets the needs of the present without compromising the ability of future generations to meet their own needs.

Tale definizione è estremamente importante perché per la prima volta mette in contatto lo sviluppo economico con il contesto ambientale quali elementi di un unico insieme. Oltre a ciò, il rapporto pone l'enfasi sull'orizzonte temporale di lungo periodo, richiedendo una gestione efficiente delle risorse affinché possano essere soddisfatti i bisogni presenti e futuri, e per questo rappresenta un punto di rottura rispetto al paradigma neoclassico il cui unico obiettivo è la massimizzazione dei profitti (aspetto approfondito nel paragrafo successivo).

Nel 1992, a Rio de Janeiro in Brasile si sono riuniti i rappresentanti di 172 paesi, per la Conferenza delle Nazioni Unite su ambiente e sviluppo, (*United Nations Conference on Environment and Development, UNCED*), anche conosciuto come "Summit della terra". La conferenza delle Nazioni Unite tenutasi a Rio verteva sui temi dello sviluppo sostenibile, andando ad analizzare le criticità dell'epoca sui temi ambientali, sociali ed economici, con l'obiettivo di produrre una serie di accordi volti a ridurre le disparità sociali ed economiche, tenendo in considerazione la preservazione ambientale. Da tale incontro vennero prodotti due convenzioni giuridicamente vincolanti a livello internazionale (Convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici e Convenzione sulla biodiversità), e tre accordi da applicare a livello nazionale (Agenda 21, Dichiarazione di Rio su ambiente e sviluppo e Dichiarazione dei principi per la gestione sostenibile delle foreste) Più in dettaglio:

- La dichiarazione di Rio su ambiente e sviluppo è un documento composto da 26 principi (Nazioni Unite, 1992), i quali sono basati su quelli esposti nella conferenza di Stoccolma (Nazioni Unite, 1972). I principi esposti a Stoccolma sono stati declinati ponendo molta enfasi sulla cooperazione internazionale al fine del perseguimento degli obiettivi economici, sociali e ambientali, incorporando il concetto di sviluppo sostenibile (Nazioni Unite, 1987).
- La convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici (*United Nations Framework Convention on Climate Change, UNFCCC*) (Nazioni Unite, 1992) rappresenta un

trattato internazionale con l'obiettivo di ridurre le emissioni dei gas serra⁴, al fine di contrastare il riscaldamento globale. Il trattato, tutt'ora in vigore, prevede che gli stati firmatari si incontrino ogni anno in apposite conferenze, Conferenze delle Parti (COP), per valutare i progressi fatti e le azioni da intraprendere (Nazioni Unite, 1992). Il trattato inoltre prevede la promulgazione di protocolli vincolanti tra le parti al fine di stabilire i limiti di emissione dei gas serra, dato che nella convenzione iniziale tali limiti non furono imposti.

- L'Agenda 21 è il documento con cui i partecipanti all'organizzazione delle Nazioni Unite fissano il programma di azione per il XXI secolo (Nazioni Unite, 1992), sui temi dell'ambiente e dello sviluppo. L'Agenda 21 non possiede valore vincolante per i sottoscrittori, ma si propone di essere un programma da seguire ed applicare a livello nazionale e locale al fine di avere una crescita sostenibile all'insegna della riduzione delle disparità sociali e della riduzione dei divari economici tra i vari stati. L'agenda si compone di 4 sezioni e di 40 capitoli di applicazione. Le 4 sezioni sono suddivise come di seguito:
 - Sezione 1: Dimensione economica e sociale
 - Sezione 2: Conservazione e gestione delle risorse
 - Sezione 3: Rafforzamento del ruolo dei gruppi più significativi
 - Sezione 4: Metodi di esecuzione

Di notevole rilevanza all'interno del preambolo dell'Agenda 21 è il forte richiamo alla cooperazione internazionale: *“No nation can achieve this on its own; but together we can - in a global partnership for sustainable development”* (Nazioni Unite, 1992).

Nel 1997, a conclusione della terza conferenza delle parti (COP-3), venne promulgato il protocollo di Kyoto, dal nome della città giapponese in cui si tenne la conferenza delle Nazioni Unite. Esso rappresenta il primo accordo vincolante sulle emissioni dei gas serra, al fine di contrastare il Riscaldamento globale. Il protocollo sottoscritto nel 1997 entrò in vigore solamente nel 2005 quando venne raggiunto il quorum minimo di paesi industrializzati aderenti. Il protocollo poneva l'obiettivo di ridurre le emissioni di sei gas serra del 5% rispetto ai valori del 1990; tale vincolo valeva solamente per i paesi industrializzati, i quali sono ritenuti colpevoli del 55% di emissioni globali di gas serra (Nazioni Unite, 1998). L'accordo aveva valenza nel quinquennio 2008-2012 e tramite gli accordi di Doha venne rinnovato per il periodo dal 2013 al 2020, ma questo secondo accordo non entrò mai in

⁴ la parte della bassa e media atmosfera terrestre con una notevole presenza di anidride carbonica, metano e ossidi di azoto, caratterizzata dalla proprietà di assorbire e trattenere in grande misura il calore e quindi di dar luogo a un aumento della temperatura sulla superficie terrestre; Istituto della Enciclopedia Italiana fondata da Giovanni Treccani

funzione poiché venne raggiunto il quorum per la ratifica solamente nell'ottobre 2020. Il protocollo, se pur aspramente contestato a livello internazionale, raggiunse i suoi obiettivi, facendo registrare nell'insieme una diminuzione delle emissioni rispetto al 1990 per i 36 paesi coinvolti. Ovviamente tale sforzo nel complesso non ridusse le emissioni di gas serra né quanto meno coinvolse tutti i paesi, ma fu un primo strumento di sensibilizzazione a livello internazionale sulle emissioni di gas serra.

Nel settembre del 2000, presso la sede generale delle Nazioni Unite, i 189 stati membri hanno sottoscritto la dichiarazione del millennio, in cui venivano enunciati gli 8 *Millennium Development Goals* (MDGs). Gli 8 obiettivi si articolavano in 21 target concreti da raggiungere entro il 2015 (Nazioni Unite, 2000). La tematica principale degli 8 goals era lo sviluppo sociale, infatti essi avevano come obiettivo di:

- MDG 1: Sradicare la povertà estrema e la fame nel mondo
- MDG 2: Rendere universale l'istruzione primaria
- MDG 3: Promuovere la parità dei sessi e l'autonomia delle donne
- MDG 4: Ridurre la mortalità infantile
- MDG 5: Migliorare la salute materna
- MDG 6: Combattere l'HIV/AIDS, la malaria e altre malattie
- MDG 7: Garantire la sostenibilità ambientale
- MDG 8: Sviluppare la cooperazione mondiale per lo sviluppo

Figura 1.1 Millennium Development Goals



Fonte: MDG communications materials

Nel corso degli anni si sono tenute diverse conferenze sui temi discussi a Rio de Janeiro nel 1992. Tali conferenze avevano l'obiettivo di fare il punto della situazione sulle strategie implementate, sugli obiettivi che ancora dovevano essere perseguiti e su quali azioni intraprendere per raggiungerli. Durante la conferenza Rio +5, tenutasi a New York, venne ratificata l'efficacia dell'Agenda 21 e 5 anni più tardi, nel 2002, a Johannesburg si tenne la conferenza RIO +10, che non produsse nessun documento di estrema rilevanza, ma ebbe il merito di coinvolgere per la prima volta un ampio numero di capi di stato. Nel 2012 si tenne la conferenza Rio +20, sempre a Rio de Janeiro che produsse un rapporto dal titolo: *The future we want*, Il futuro che vogliamo (Nazioni Unite, 2012). Tale rapporto, di natura programmatica, gettava le basi dei lavori futuri sui temi ambientali e sociali già discussi nel 1992, con ancora maggiore attenzione alla cooperazione internazionale. Inoltre, tale documento fu di ispirazione per i successivi lavori delle Nazioni Unite, al fine di creare nuovi obiettivi rispetto ai Millennium Development Goals, i quali avrebbero avuto la loro efficacia fino al 2015.

Il 2015 è stato un anno cruciale a livello internazionale per le Nazioni Unite. Infatti, nello stesso anno viene approvata l'Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile e vengono sottoscritti gli accordi sul clima durante la COP21 di Parigi.

L'Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile rappresenta il piano d'azione per la salvaguardia e la prosperità del pianeta e delle persone. L'Agenda è stata approvata da 193 paesi membri delle Nazioni Unite ed al suo interno sono contenuti i 17 *Sustainable Development Goals* (SDGs). Tali obiettivi sostenibili rappresentano un richiamo all'azione per tutti gli stati al fine di assicurare prosperità all'intero globo, garantendo uno sviluppo sostenibile e una migliore condizione di vita per tutti gli individui.

Figura 1.2 Sustainable Development Goals



Fonte: SDG communications materials

I 17 obiettivi dello sviluppo sostenibile prendono in consegna i risultati ottenuti dagli 8 obiettivi del millennio, incorporando gli obiettivi ancora non perseguiti e migliorando quelli che invece sono stati raggiunti. Nello specifico i 17 obiettivi si articolano come di seguito:

- SDG 1: Sconfiggere la povertà
- SDG 2: Sconfiggere la fame
- SDG 3: Salute e benessere
- SDG 4: Istruzione di qualità
- SDG 5: Parità di genere
- SDG 6: Acqua pulita e servizi igienico-sanitari
- SDG 7: Energia pulita e accessibile
- SDG 8: Lavoro dignitoso e crescita economica
- SDG 9: Imprese, innovazione e infrastrutture
- SDG 10: Ridurre le disuguaglianze

- SDG 11: Città e comunità sostenibili
- SDG 12: Consumo e produzione responsabili
- SDG 13: Lotta contro il cambiamento climatico
- SDG 14: Vita sott'acqua
- SDG 15: Vita sulla Terra
- SDG 16: Pace, giustizia e istituzioni solide
- SDG 17: Partnership per gli obiettivi

Gli SDGs sono declinati in 169 target, volti a segnare gli obiettivi e a monitorarne i progressi nel corso del tempo. L'agenda è entrata in vigore all'inizio del 2016 e avrà validità fino al 2030 (Nazioni Unite, 2015).

Al fine di monitorare i progressi complessivi e di ogni singolo stato, è possibile consultare periodici report sull'andamento dei target dei singoli paesi e sull'impegno che essi stanno dimostrando per raggiungere gli obiettivi dati.

Come già riportato, sempre nel 2015 sono stati negoziati gli accordi di Parigi, al termine della ventunesima conferenza delle parti (COP21) e della undicesima riunione delle parti del protocollo di Kyoto (Cmp11). L'accordo è stato sottoscritto da 195 paesi, su 197 facenti parte delle Nazioni Unite, e al momento sono 191 gli stati che hanno deciso di far parte dell'accordo e sottostare agli obblighi previsti da quest'ultimo. L'accordo sul clima di Parigi si prefigge lo scopo di essere un ponte tra le politiche attuali e l'obiettivo di diventare neutrali verso il clima entro la fine del XXI secolo. Per fare ciò l'accordo stabilisce che le parti debbano tenere un obiettivo di lungo periodo che limiti l'aumento medio globale della temperatura ben al di sotto della soglia dei 2°C rispetto ai livelli preindustriali, soglia che segna il limite per evitare gravi cambiamenti climatici (Nazioni Unite, 2015). Inoltre, l'accordo invita gli stati a limitare l'incremento della temperatura media globale a 1.5°C, così da ridurre in maniera considerevole i rischi collegati agli effetti del cambiamento climatico in atto. In conclusione, gli stati sono invitati a raggiungere quanto prima il picco massimo di emissione di gas serra per poi iniziare la riduzione di esse. L'accordo in sé pone rigidi obblighi di trasparenza e di informazione ai paesi membri, in quanto questi ultimi devono dichiarare ed aggiornare periodicamente i cittadini e gli altri stati membri delle attività intraprese e dei risultati raggiunti, e stabilisce incontri periodici per valutare lo stato dei lavori. L'accordo è entrato in essere nel novembre del 2016, quando sono stati soddisfatti i requisiti di validità dell'accordo, che consistevano nella necessità che sottoscrivessero l'accordo 55 stati, i quali rappresentavano il 55% delle emissioni globali di gas serra.

Nel 2022 a Stoccolma si è tenuta la conferenza *Stockholm+50: a healthy planet for the prosperity of all – our responsibility, our opportunity*. La conferenza tenutasi a Stoccolma, per celebrare i 50 anni dalla famosa conferenza del 1972, ha avuto come tema centrale un richiamo all'azione da parte dei paesi membri al fine di intervenire subito contro il cambiamento climatico e di accelerare la ripresa economica dopo la pandemia da Covid-19. Oltre a ciò, la conferenza aveva una forte valenza simbolica in quanto anniversario del primo grande passo nella salvaguardia ambientale e nello sviluppo sostenibile.

1.2 La strategia ambientale all'interno del Unione Europea

La creazione di una coscienza ambientale e di uno sviluppo sostenibile in Europa e nell'Unione Europea sono andati di pari passo con gli sviluppi ottenuti dalle Nazioni Unite. L'Unione Europea nel corso degli anni, infatti, ha svolto un importante ruolo di filtro tra gli indirizzi deliberati dalle Nazioni Unite e le politiche poi attuate dagli stati membri. Questo ruolo evidentemente si è evoluto passando da una mera ratifica ad un'azione proattiva, nella quale l'Unione Europea incorpora le direttive delle Nazioni Unite e le sviluppa in maniera estensiva al fine di raggiungere obiettivi ambiziosi. Tale situazione è evidente se si ripercorre cronologicamente lo sviluppo europeo sui temi ambientali e dello sviluppo sostenibile.

Infatti, è proprio a termine della conferenza di Stoccolma del 1972 che l'allora Comunità Economica Europea (CEE) decise di avviare i lavori per realizzare i Programmi d'Azione per l'Ambiente (PAA). Tali programmi avviati nel 1973, e tutt'oggi in forze, hanno l'obiettivo di definire le azioni pluriennali da intraprendere tramite la definizione di proposte legislative e di obiettivi. Il primo Programma d'Azione per l'Ambiente (PAA) aveva valenza dal 1974 al 1976, con l'obiettivo di introdurre il cd. "principio di precauzione". Infatti, il programma verteva su una serie di azioni da intraprendere al fine di limitare l'inquinamento nella Comunità Europea, prevedendo una serie di soglie d'allerta e di azioni mirate per ridurre gli effetti sull'ambiente, con specifica attenzione sulle piogge acide⁵ e all'inquinamento delle acque. Il secondo Programma d'Azione per l'Ambiente Europeo, che fu adottato tra il 1977 e il 1981, continuò le politiche mirate sviluppate nel primo

⁵ Precipitazioni contenenti sostanze acide [...] che diminuiscono il valore del pH sotto quello tipico delle piogge. La diminuzione del pH porta a notevoli effetti negativi, tra i quali la riduzione della biodiversificazione di ambienti lacustri, la riduzione della capacità del suolo di trattenere metalli, il danneggiamento di piante e foreste e il danneggiamento di monumenti e manufatti artistici e di opere edilizie. Istituto della Enciclopedia Italiana fondata da Giovanni Treccani

programma, e inoltre iniziò il processo di sviluppo di una serie di meccanismi volti alla creazione di azioni preventive per la gestione ambientale. Il lavoro svolto nel secondo PAA, seppur non ebbe notevoli ritorni in termini di riduzione dell'inquinamento, ebbe il merito di gettare delle solide basi per i lavori del terzo PAA (1982-1986), il quale riuscì ad introdurre la Valutazione d'Impatto Ambientale (VIA)⁶ per le opere pubbliche e private, andando a porre un primo mattone nello sviluppo sostenibile dei paesi dell'Unione Europea. Inoltre, sempre nel terzo PAA gli stati iniziano a porre una forte attenzione sull'uso delle risorse naturali ed alla loro conservazione.

Un importantissimo passaggio nello sviluppo delle politiche ambientali all'interno della Comunità Europea fu rappresentato dall'Atto Unico Europeo, entrato in vigore nel 1987, che venne elaborato al fine di realizzare il programma Mercato Unico Europeo⁷ entro il 1992. Oltre a tale aspetto l'AUE allargò l'orizzonte di azione della Comunità Europea inserendo tre nuove aree di competenze della CEE: l'ambiente, la coesione sociale e la ricerca/sviluppo tecnologico. Con riferimento all'ambiente vennero aggiunti 3 articoli al Trattato di Roma del 1957⁸, i quali riconoscevano alla CEE nuovi poteri di intervento volti a salvaguardare, proteggere e migliorare lo stato e la qualità dell'ambiente. Tale avvenimento ha rappresentato uno spartiacque per la CEE in quanto oltre agli avvenimenti economici collegati all'AUE, per la prima volta si riconosce e si inserisce all'interno della legislazione Europea la salvaguardia e il miglioramento dell'ambiente, dotando la Commissione dei primi strumenti necessari al fine di intraprendere i suoi obiettivi in ambito ambientale.

Il quarto Programma d'Azione per l'Ambiente (1987-1992) è stato fortemente influenzato da tre fattori. Infatti, dato che la nascita del quarto PAA è stata a ridosso dell'attuazione dell'AUE, esso ne ha subito risentito l'influenza e da allora si è iniziato ad intravedere un approccio più globale nella realizzazione delle politiche ambientali, le quali fino ad allora erano state contraddistinte solamente

⁶ Procedura introdotta, per i Paesi europei, dalla direttiva 1985/337/CEE, successivamente modificata dalla direttiva 1997/11/CE, che si applica ai progetti pubblici e privati suscettibili di avere rilevanti impatti sull'ambiente. Scopo della VIA è quello di mettere in grado il decisore di prevenire l'eventuale impatto negativo sull'ambiente di opere in via di realizzazione e di permettere alla popolazione interessata di contribuire alla decisione in merito. Istituto della Enciclopedia Italiana fondata da Giovanni Treccani

⁷ Il mercato interno dell'Unione europea è un mercato unico in cui si garantisce la libera circolazione di merci, servizi, capitali e persone, e all'interno del quale i cittadini europei possono vivere, lavorare, studiare o fare affari liberamente.

⁸ Trattato che istituisce la Comunità Economica Europea Trattato istitutivo della CEE firmato a Roma il 25 marzo 1957 insieme al Trattato che istituisce la CEEA (Comunità Europea dell'Energia Atomica). Istituto della Enciclopedia Italiana fondata da Giovanni Treccani

da un approccio mirato a limitare i danni, ma senza una strategia complessiva. Oltre a ciò, tra il marzo del 1987 e il marzo del 1988 fu indetto “l’anno europeo per l’ambiente”, durante il quale vennero organizzate notevoli manifestazioni e iniziative volte a sensibilizzare la popolazione e tutti gli enti sulle tematiche ambientali oltre che creare un dibattito per lo sviluppo di nuove iniziative da implementare. Infine, a ridosso del 1992 il programma focalizzò i suoi sforzi al fine di produrre raccomandazioni e pareri da portare all’imminente *summit* della terra di Rio de Janeiro.

L’evoluzione politica della Unione Europea negli anni 90 ha influenzato fortemente il progresso e lo sviluppo delle strategie ambientali e di sviluppo sostenibile. Infatti, grazie al trattato di Maastricht⁹ del 1992 e del successivo trattato di Amsterdam del 1997, le politiche ambientali sono finalmente riuscite ad ottenere un ruolo centrale nella programmazione Europea. Il trattato di Maastricht, sulla scia del *summit* della Terra, introdusse il concetto di sviluppo sostenibile contenuto nel rapporto Brundtland. Successivamente, il trattato di Amsterdam, volto ad implementare le norme del trattato di Maastricht, consolidò in maniera inequivocabile il ruolo della salvaguardia ambientale, affermando che quest’ultima è uno degli obiettivi prioritari della CE e per tale motivo deve essere tenuta in considerazione anche quando si sviluppano le altre politiche (Unione Europea, 1997). Sulla scia di tali eventi viene plasmato il quinto Programma d’Azione per l’Ambiente (1992-2000), il quale rappresenta il reale punto di rottura con i precedenti PAA.

Infatti, alla vigilia del ventennale dei PAA, ci si rese conto di quanto le politiche intraprese fino a quel momento, se pure riuscite in molti casi, non avevano avuto degli effetti strutturali, andando ad arginare i macro-fenomeni in atto in Europa. Per tale motivo si rese necessario cambiare approccio al fine di creare una vera politica che potesse salvaguardare l’ambiente e portare avanti il concetto di sviluppo sostenibile. Vennero quindi intraprese una serie di politiche volte ad integrare i comportamenti dei singoli stati, in modo tale da ottenere gli stessi risultati e muoversi nella stessa direzione. Vennero implementati nuovi strumenti di incentivazione e di sanzione per gli stati e le imprese, nonché rivisti i limiti minimi di applicazione di norme ambientali. Si continuò un lungo processo di sensibilizzazione a tutti i livelli comunitari e si iniziarono a sviluppare obiettivi di medio/lungo periodo che superassero l’orizzonte temporale del programma al fine di garantire un’effettiva politica di lungo termine e non delle azioni snodate, fini a sé stesse. Per questo, fu posta molta attenzione all’integrazione delle politiche ambientali negli ambiti comunitari facendo

⁹ Ufficialmente noto come trattato sull’Unione europea, il trattato di Maastricht ha segnato l’inizio di una «nuova fase del processo di creazione di un’unione sempre più stretta tra i popoli dell’Europa», dando alle comunità precedenti una dimensione politica. Istituto della Enciclopedia Italiana fondata da Giovanni Treccani

riferimento nello specifico a cinque settori diversi (Unione Europea, 1993), che avrebbero dovuto porre estrema enfasi alle tematiche ambientali al fine di salvaguardare l'ambiente circostante:

- si richiese per il settore manifatturiero una maggiore partecipazione ed auto controllo sulle tematiche ambientali;
- si raccomandò per il settore energetico una migliore gestione energetica ed uno sviluppo condiviso delle fonti energetiche, ponendo attenzione al miglioramento dei paesi in via di sviluppo;
- si richiese per il settore dei trasporti (come ferrovie, navigazione interna e marittima e trasporti combinati) di migliorare l'utilizzo di mezzi più ecologici e sostenibili al fine di ridurre le emissioni;
- si richiese per il settore agricolo un equilibrio tra l'attività agricola e le risorse naturali;
- si vide la possibilità per il settore turistico di sfruttare in maniera proattiva il turismo al fine di garantire lo sviluppo regionale e la protezione ambientale.

Il nuovo millennio a livello Europeo si è aperto con l'emanazione del sesto piano d'azione ambientale Europeo per il decennio 2001-2010. Il piano, dal titolo "Ambiente 2010: il nostro futuro, le nostre scelte", ripartiva, come tutti i PAA, dall'analisi dei risultati del precedente PAA. L'analisi riscontrò un'inefficacia delle azioni intraprese fino a quel punto, poiché, nonostante fossero stati raggiunti buona parte degli obiettivi preposti, il quadro complessivo appariva immutato. Per tale motivo con il sesto piano si provò ad implementare una strategia ancor più orientata ad obiettivi di lungo termine, al fine di costruire una politica in grado di ottenere obiettivi concreti per l'unione e per l'ambiente. Sono state previste azioni decise contro il cambiamento climatico, la salvaguardia ambientale e una gestione attenta delle risorse rinnovabili e non, al fine di non intaccarne l'equilibrio.

Di pari passo con lo sviluppo del sesto PAA, l'Unione Europea ha ritenuto necessario sviluppare una strategia di sviluppo sostenibile di lungo periodo, la quale potesse essere uno strumento per affrontare le più gravi minacce al livello economico, ambientale e sociale. La strategia, ideata per essere aggiornata ogni due anni, è stata realizzata al fine di essere uno strumento che dettasse la direzione sulle politiche e le priorità da intraprendere su sette specifiche aree di criticità riscontrate nell'Unione Europea. I sette obiettivi che tutt'ora persistono sono: lotta al cambiamento climatico, efficientamento dei trasporti, modelli di produzione e di consumo più sostenibili, gestione sostenibile delle risorse naturali, salvaguardia della salute pubblica, lotta alla povertà e all'esclusione sociale in UE e lotta alla povertà nel mondo. Tali obiettivi di lungo periodo vengono implementati tramite lo sviluppo di politiche trasversali che coprono tutte le aree di azione dell'UE e tramite l'utilizzo di

strumenti volti ad allineare i comportamenti degli stati membri verso un unico obiettivo, anche applicando politiche sanzionatorie.

Nel 2019 in risposta del lancio dell'Agenda 2030 da Parte delle Nazioni Unite, l'Unione Europea ha deciso di varare un ambizioso piano di sviluppo sostenibile per tutta l'Europa che incorporasse e superasse gli obiettivi presentati nell'Agenda. In tal senso l'Europa ha voluto lanciare un segnale forte verso gli altri player internazionali, dichiarando una strategia mirata volta a innovare il vecchio continente. Il *Green Deal* si presenta come un piano di riforme Europee volte a rendere l'Europa il primo continente neutrale dal punto di vista ambientale. Il piano si pone come obiettivo principale di lungo periodo, il raggiungimento della neutralità delle emissioni nel 2050. Per raggiungere tale obiettivo però è necessario intraprendere una serie di politiche volte a rivoluzionare la quasi totalità dei settori, partendo sicuramente dall'industria e dai trasporti. Questi due settori sono al centro del *Green Deal* e vengono ritenuti dei punti cruciali nella buona riuscita della strategia. Inoltre, viene evidenziato come sia necessaria una rapida e incisiva transizione verso energie rinnovabili che possano far fronte ai fabbisogni europei senza pesare sull'ambiente circostante. Per realizzare tali transizioni, l'Europa fa esplicito riferimento alla necessità di utilizzare tutti gli strumenti tecnologici in grado di favorire il cambiamento nonché al forte impegno che l'UE introduce per fronteggiare la transizione. Sempre nel *Green Deal* però viene espressa la forte esigenza di raccogliere capitali dal settore privato che può rappresentare il vero ago della bilancia nella buona riuscita della strategia. A tal fine, l'Unione Europea prevede l'introduzione di tutta una serie di politiche volte a favorire il nascere di politiche finanziarie sostenibili, andando anche a creare una serie di strumenti che permettano di facilitare lo sviluppo e il riconoscimento di progetti green sui mercati finanziari per raccogliere il maggior numero di capitali (la politica economica dell'Unione Europea per il sostegno alla finanza verde viene trattata nel capitolo successivo). Nell'implementazione di tali strategie viene preso in considerazione anche il settore agricolo, per il quale è previsto un intero programma dal nome "Dal produttore al consumatore", che prevede una struttura produttiva sana che garantisca cibo di qualità in maniera sostenibile per l'ambiente, proponendo un'idea di economia circolare in grado di soddisfare i bisogni senza intaccare le risorse del pianeta. Il *Green Deal* prende in forte considerazione anche l'aspetto sociale prevedendo forti politiche di sensibilizzazione sulle tematiche della sostenibilità, nonché una aspra lotta alle disparità sociali e alla povertà. Proprio su questo aspetto il *Green Deal* pone molta enfasi; infatti, è più volte richiamata la necessità di avere uno sviluppo che non lasci indietro nessuno sia a livello europeo che a livello internazionale. L'aspetto internazionale ricopre un punto essenziale per la politica europea. Infatti, già dall'introduzione della strategia, viene enunciato che, per quanto l'Europa si possa impegnare a raggiungere i suoi obiettivi, è assolutamente necessario che tutti gli stati internazionali lavorino nella stessa direzione, poiché in altro modo è

impossibile fronteggiare tali sfide. Inoltre, viene evidenziato come uno sviluppo sostenibile debba necessariamente essere un elemento condiviso tra i popoli poiché altrimenti si potrebbero verificare situazioni in cui alcuni paesi diminuiscono le loro emissioni dei gas serra, dichiarandosi sostenibili, ma in realtà hanno solamente spostato le loro emissioni ad un altro paese meno sensibile a tali tematiche. Nel medio termine l'UE si è posta di ridurre le emissioni di gas serra del 55% rispetto al 1990, entro il 2030. In concomitanza con l'adozione del *Green Deal*, sono stati attuati il settimo e ottavo PAA volti ad affiancare e implementare le strategie del *Green Deal*.

1.3 L'evoluzione verso la sostenibilità aziendale

Il ruolo della sostenibilità all'interno dell'impresa è un tema che si è evoluto di pari passo con le politiche internazionali e poggia le sue radici agli inizi degli anni 70. È infatti in questo periodo che Milton Friedman esprime il suo pensiero sul ruolo delle imprese e sulla loro responsabilità sociale. In un articolo pubblicato sul New York Times nel 1970, Friedman scrive:

“What does it mean to say that “business” has responsibilities? Only people can have responsibilities. A corporation is an artificial person and, in this sense, may have artificial responsibilities, but “business” as a whole cannot be said to have responsibilities, even in this vague sense” (Friedman, 1970)

e continua affermando che:

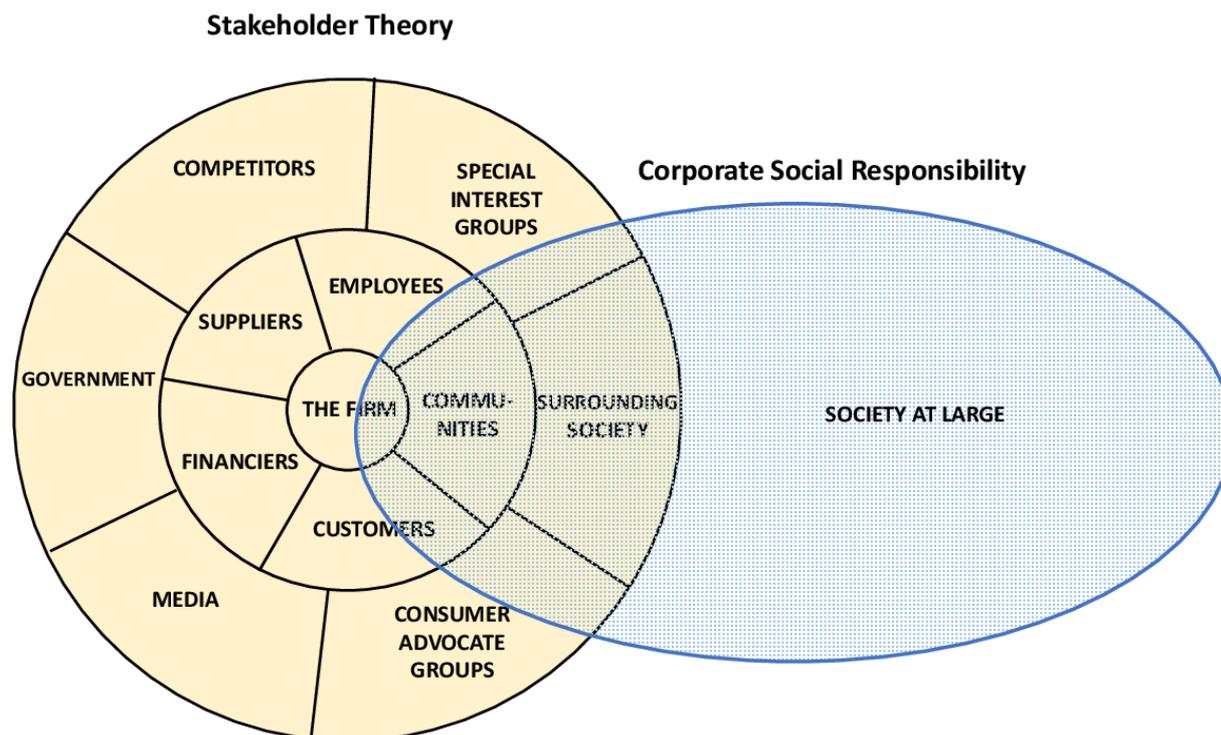
“There is one and only one social responsibility of business—to use its resources and engage in activities designed to increase its profits so long as it stays within the rules of the game” (Friedman, 1970)

La visione di Friedman è poi stata ribattezzata come *shareholder theory*, la quale ha come obiettivo centrale la massimizzazione del profitto al fine di destinarlo agli azionisti dell'impresa (Friedman, 1970). La dottrina di Friedman e la *shareholder theory* sono state alla base delle politiche dei neoliberalisti degli anni 80, le quali si sono protratte fino alla crisi economica del 2008, che ha rappresentato un punto di rottura per tale approccio. La *shareholder theory* è stata sempre più criticata nel corso degli anni poiché, se pur basata su principi etici, il suo forte orientamento al profitto ha causato comportamenti opportunistici, che sono stati responsabili di numerosi collassi aziendali tra cui anche la crisi del 2008, la quale è stata causata da una eccessiva ricerca focalizzata unicamente al profitto, senza la considerazione del resto dei fattori.

In contrapposizione con la *shareholder theory* nel 1984, Edward Freeman teorizza la *stakeholder theory*. La *stakeholder theory* si pone l'obiettivo di superare l'approccio della *shareholder theory*, che pone attenzione solamente agli azionisti, per creare un approccio aziendale che possa tenere in considerazione tutti i portatori di interessi dell'impresa. L'obiettivo di tale teoria era quello di cambiare l'approccio aziendale ponendo enfasi sull'importanza di tutti gli attori che si trovano ad interagire con l'impresa (Freeman & McVea, 2001). In un'altra visione, si può affermare che con la *stakeholder theory* si supera la classica dicotomia impresa e ambiente esterno; infatti, seguendo tale teoria si afferma che l'impresa è un'organizzazione aperta che interagisce con soggetti esterni e che per tale motivo ne viene influenzata e li deve tenere in considerazione quando intraprende le sue scelte. I portatori di interessi dell'impresa sono tutti coloro che hanno un interesse nell'impresa, i quali possono essere i dipendenti, i creditori, i consumatori, le autorità locali e via dicendo. In tal senso, la *stakeholder theory* vuole tenere in considerazione tutti gli attori nel processo decisionale al fine di creare un valore condiviso e non indirizzato solamente agli azionisti.

Oltre alla *stakeholder theory* c'è un'ulteriore teoria aziendalistica che basa le sue radici su un approccio aperto dell'impresa verso l'ambiente circostante ed è la *Corporate Social Responsibility* (CSR) o responsabilità sociale d'impresa. La CSR è l'insieme di politiche intraprese dall'azienda al fine di avere un approccio proattivo verso la società. La CSR cerca di coniugare il benessere comune con la performance aziendale (Purvis, Mao, & Robinson, 2019). Infatti, l'obiettivo ultimo della CSR è quello di indirizzare i comportamenti manageriali verso politiche proattive nei confronti della società e allo stesso tempo garantire una profittabilità per l'impresa. La CSR è stata la prima teoria a prevedere per l'impresa un approccio di lungo periodo che tenga in considerazione sia i profitti che il benessere sociale. Seppure possano sembrare simili, la CSR e la *stakeholder theory* presentano alcune differenze.

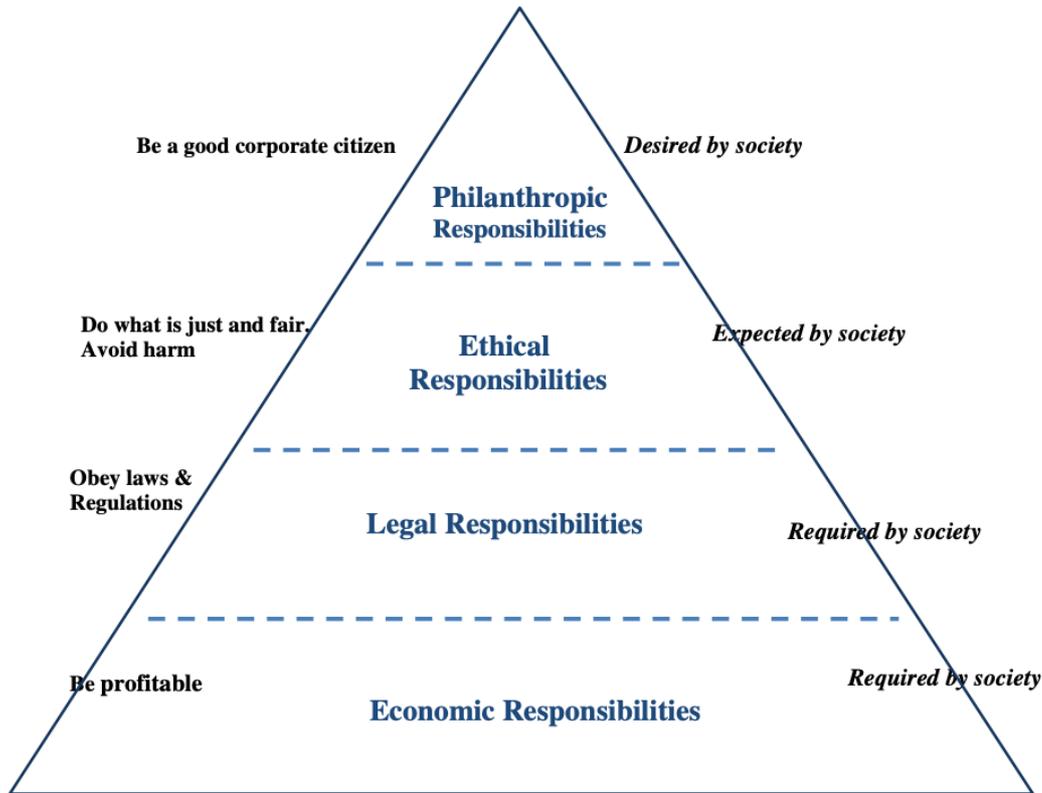
Figura 1.3 La relazione tra Stakeholder Theory e CSR



Fonte: Corporate Social Responsibility and Stakeholder Theory: Learning From Each Other

Infatti, come presentato nel lavoro di Freeman e Dmytriiev sulle relazioni e differenze tra CSR e *stakeholder theory*, le due politiche si presentano simili, ma approcciano l'obiettivo in maniera differente. La *stakeholder theory* ha un approccio più interno all'azienda e volto a garantire gli interessi degli attori più prossimi all'impresa, mentre la prospettiva della CSR è una prospettiva esterna volta a guardare gli interessi della società e come l'impresa si relaziona con essi. Anche se hanno qualche differenza applicativa e in termini di obiettivi, le due teorie rappresentano due facce della stessa medaglia. Difatti, oggi giorno entrambe risultano essenziali al fine di garantire prosperità all'impresa. Continuando l'analisi della CSR, appare evidente un aspetto che la caratterizza più di tutte: la proattività verso le politiche intraprese. Infatti, essa, se applicata al pieno delle sue potenzialità, si offre di produrre effetti migliori di quelli attesi dagli *stakeholder* esterni ed è da questo che appare evidente la differenza rispetto alla *stakeholder theory*, che si prefigge di riorganizzare e soddisfare i bisogni degli stakeholder senza però eccedere le loro aspettative (Dmytriiev & Freeman, 2017). Tale aspetto della CSR è stato riassunto da Carroll sotto forma di una piramide.

Figura 1.4 La piramide della Corporate Social Responsibility



Fonte: The pyramid of corporate social responsibility: towards the moral management of organizational stakeholders

Come si può osservare dalla figura 1.4, la piramide presenta quattro livelli, uno per ogni tipo di responsabilità che caratterizza la CSR (Carroll, 1991). Il primo livello, quello posto alla base, è quello riservato alla responsabilità economica, che nel caso di un'impresa privata è quello di essere profittevole. Tale aspetto è richiesto dalla società, poiché alla base dello sviluppo e della crescita è necessario che le imprese siano profittevoli in modo tale che adempiano alle loro obbligazioni, paghino gli stipendi ed investano i loro profitti in nuovi progetti. Anche se può apparire scontato, tale aspetto è evidentemente necessario allo sviluppo di qualsiasi altra attività per l'impresa. Il secondo livello è riservato alle responsabilità legali ed anche in questo caso è una responsabilità chiesta dalla società. In tale livello è necessario soddisfare tutte quelle norme legali essenziali che l'impresa deve rispettare al fine di non infrangerle ed essere punita. Tali leggi e norme possono essere di natura statale, ma possono provenire anche da accordi o convenzioni di settore o dal rispetto dei contratti. La responsabilità legale e la responsabilità economica sono due aspetti che vengono richiesti all'impresa senza condizionale perché intrinseci nell'attività aziendale. Il terzo livello è riservato alla responsabilità etica, cioè tutte quelle attività volte a garantire i diritti morali, i quali non sono prescritti dalla legge, ma sono richiesti dal contesto sociale. Questo ambito rappresenta il limite di

azione anche della *stakeholder theory*, la quale si prefigge di soddisfare le richieste economiche e sociali attese dai suoi portatori di interessi. L'ultimo livello è quello che, come precedentemente riportato, contraddistingue la CSR. Infatti, l'ultimo livello di responsabilità è dedicato alla filantropia. La responsabilità filantropica è l'insieme delle azioni che l'impresa si trova ad intraprendere al fine di essere una *good corporate citizen*; tali azioni possono essere delle mere donazioni oppure possono far parte di progetti sociali o ambientali volti allo sviluppo sostenibile e inclusivo.

Tale aspetto rappresenta il punto di forza centrale della CSR, ma allo stesso tempo nel corso degli anni è stato l'aspetto più criticato dagli oppositori di tale visione. Ciò poiché, nonostante la responsabilità filantropica sia alla sommità della piramide ad indicare che sia un atto a conclusione di un processo avvenuto a monte, in molti casi si è verificato un uso improprio delle politiche filantropiche, venendo utilizzate al fine di coprire, comportamenti non etici o legali a monte (Smith, 2003). Tale strategia è stata chiamata *greenwashing*, e rappresenta tutte quelle azioni di sviluppo sostenibile, tutela ambientale e sociale intraprese con l'unico scopo di ripulire la reputazione di un'azienda senza per risolvere realmente il problema alla base.

Un *framework* teorico che racchiude in sé sia i propositi della CSR sia della *stakeholder theory* è la *Triple Bottom Line* (TBL). La TBL è stata coniata da John Elkington, e si basa sulla *bottom line* che nei paesi anglosassoni rappresenta l'ultima voce del conto economico, che sta ad indicare l'eventuale perdita o utile di esercizio. La TBL sta a dimostrare che oltre alla componente del profitto alla fine del bilancio e quindi dell'attività economica dell'impresa è necessario valutare anche altri aspetti. Infatti, la TBL sostiene che è necessario salvaguardare le 3P: profitto, persone e pianeta. Le 3P sono volte ad enfatizzare la necessità di considerare ulteriori aspetti oltre a quello esclusivamente economico nella gestione d'impresa, se si vuole avere uno sviluppo sostenibile.

La progressiva evoluzione della dottrina aziendalistica ha rispecchiato l'andamento delle politiche internazionali sui temi della sostenibilità e dell'impatto ambientale. Proprio in tal senso è evidente come con il passare degli anni le politiche intraprese dalle società abbiano lentamente fatto sempre più ricorso ad un approccio integrato che interagisca con l'esterno. Il peso degli *stakeholder* esterni con il passare degli anni è incrementato sempre più, divenendo uno strumento di persuasione per le imprese più reticenti sotto il punto di vista ambientale e sociale. A rafforzare la posizione degli attori al di fuori delle imprese sono stati i crescenti scandali sociali e ambientali che hanno colpito diverse multinazionali nel corso dei decenni, tali situazioni hanno portato ad una sensibilizzazione dei clienti nonché alla creazione di leggi più rigide sui temi sociali e ambientali. Oltre a tale aspetto, appare sempre più evidente per le imprese che il non allinearsi ai nuovi standard internazionali sulla

sostenibilità stia diventando sempre di più un costo, aumentando notevolmente anche i rischi a cui l'impresa va incontro, decidendo di non allinearsi con le politiche internazionali.

A tal proposito in alcuni casi il processo di transizione verso uno sviluppo sostenibile da parte delle imprese è stato adottato in maniera sostanziale andando a ridefinire interamente il business model al fine di incorporare interamente gli aspetti della CSR, per garantire una creazione di valore condiviso o *Creating Shared Value* (CSV). La CSV è una strategia utilizzata dalle aziende che vogliono ridefinire il proprio modello di business, sfruttando i problemi sociali e ambientali come opportunità di business (Menghwar & Daood, 2021). Tale approccio proattivo è la dimostrazione che in un contesto internazionale in costante mutamento è necessario anticipare il cambiamento, al fine di poter avere una strategia di lungo periodo.

In aggiunta alla crisi climatica, i quali effetti sono già ampiamente visibili oggi, le imprese in questi ultimi anni si sono trovate a fronteggiare anche l'incertezza derivante dalla crisi pandemica collegata al virus Covid-19 ed alla successiva precarietà dovuta al conflitto tra Ucraina e Russia. Per tutti questi aspetti è necessario indirizzare le strategie aziendali al fine di creare uno sviluppo sostenibile di lungo periodo che tenga in considerazione anche i fattori ambientali e sociali.

2 Gli strumenti della finanza sostenibile

2.1 La finanza sostenibile

Il contesto internazionale e sociale ha portato ad una progressiva sensibilizzazione sui temi ambientali e sociali. Ma al fine di ottenere un effettivo riscontro nelle politiche aziendali è stato necessario introdurre una serie di strumenti volti a facilitare le imprese in questo processo di trasformazione. È proprio in questo contesto che si inserisce il *Global Compact* delle Nazioni Unite. Il *Global Compact* è un patto globale stilato a Davos nel 1999 tra i leader mondiali e le Nazioni Unite al fine di promuovere uno strumento che favorisca un'economia globale sostenibile per le imprese. Ad oggi il *Global Compact* si configura come la più grande iniziativa di CSR al mondo, con più di 17.000 imprese aderenti, provenienti da oltre 160 paesi. In sostanza il *Global Compact* è un vincolo volontario, con il quale le imprese aderiscono ad una serie di principi volti ad una crescita sostenibile di lungo periodo, nonché un impegno comune allo sviluppo congiunto di un nuovo tipo di globalizzazione, che tenga in considerazione la sostenibilità e la cooperazione. Il *Global Compact*, come detto, si basa su una serie di principi volti ad orientare le politiche delle imprese verso un mondo più equo e sostenibile. Nello specifico i principi coprono quattro macroaree differenti quali: Diritti Umani, Lavoro, Ambiente e Lotta alla Corruzione. Ed a loro volta sono divise in dieci principi cardine:

- Principio 1: Alle imprese è richiesto di promuovere e rispettare i diritti umani internazionalmente riconosciuti;
- Principio 2: Assicurarsi di non essere complici di abusi riguardanti i diritti umani;
- Principio 3: Alle imprese è richiesto di sostenere la libertà di associazione dei lavoratori e riconoscere il diritto alla contrattazione collettiva;
- Principio 4: L'eliminazione di tutte le forme di lavoro forzato e obbligatorio;
- Principio 5: L'effettiva eliminazione del lavoro minorile;
- Principio 6: L'eliminazione di ogni forma di discriminazione in materia di impiego e professione;
- Principio 7: Alle imprese è richiesto di sostenere un approccio preventivo nei confronti delle sfide ambientali;
- Principio 8: Intraprendere iniziative che promuovano una maggiore responsabilità ambientale;
- Principio 9: Incoraggiare lo sviluppo e la diffusione di tecnologie che rispettino l'ambiente;
- Principio 10: Le imprese si impegnano a contrastare la corruzione in ogni sua forma, incluse l'estorsione e le tangenti.

Tali principi rispecchiano tutte le politiche intraprese dalle Nazioni Unite nel corso degli anni sui temi della sostenibilità e dello sviluppo sociale declinate nel contesto aziendale. L'aspetto più importante del *Global Compact* è racchiuso nel fatto che esso funge da catalizzatore per le imprese nello sviluppo delle politiche sostenibili. Come riportato da un'analisi effettuata dalle Nazioni Unite, l'81% delle imprese aderenti al *Global Compact* afferma che i loro progressi sui temi della sostenibilità sono da ricondurre al *Global Compact*. Oltre a ciò, il *Global Compact* richiede che, ogni anno, sia redatta, da parte delle imprese aderenti, la *Communication on Progress* (COP). La COP è uno strumento con il quale le imprese informano il mercato sull'azione e sui progressi intrapresi durante l'anno. Ciò ha l'obiettivo di dare credibilità alle azioni intraprese dalle aziende nonché di confrontare i vari andamenti. La rendicontazione non finanziaria sarà trattata nei capitoli successivi.

Ed è in questo contesto che si è iniziata a sviluppare la cosiddetta finanza sostenibile. Cioè quella area della finanza che non punta solamente alla generazione di profitto economico, ma che indirizza i propri capitali verso società e progetti volti a garantire anche uno sviluppo sociale e ambientale. È proprio in questo contesto che si inseriscono i criteri ESG. I criteri ESG sono dei criteri volti a valutare le azioni aziendali su tre differenti aspetti collegati allo sviluppo sostenibile, al fine di comprendere se l'azienda in questione stia o meno implementano delle strategie sostenibili. I criteri ESG si possono classificare in tre aree:

- E come *Environmet* (Ambiente), tutte quelle azioni intraprese al fine di ridurre l'inquinamento o volte alla tutela della fauna e flora;
- S come *Social* (Sociale), tutte quelle azioni volte a tutelare i lavoratori all'interno dell'azienda ed a promuovere uno sviluppo sociale equo al di fuori dell'impresa;
- G come *Governance* (Governano dell'impresa), tutte quelle azioni intraprese all'interno dell'impresa al fine di garantire il rispetto dei diritti e delle leggi.

Al fine di sviluppare un mercato finanziario sostenibile ed attento alle politiche ESG, le Nazioni Unite nel 2006 hanno lanciato i *Principles for Responsible Investment* (PRI). Essi si configurano come una serie di principi volti a favorire lo sviluppo degli investimenti sostenibili tra gli investitori istituzionali. Nello specifico tali principi sono stati sviluppati per gli investitori istituzionali da investitori istituzionali al fine di creare uno strumento che sia realmente legato all'effettivo funzionamento dei mercati e che allinei gli obiettivi finanziari a quelli dei governi. I sei principi che compongono il PRI si articolano come di seguito:

- Principio 1: incorporeremo parametri ambientali, sociali e di governance (ESG) nell'analisi finanziaria e nei processi di decisione riguardanti gli investimenti;

- Principio 2: saremo azionisti attivi e incorporeremo i parametri ESG nelle politiche e pratiche di azionariato;
- Principio 3: richiederemo la rendicontazione su parametri ESG da parte delle aziende oggetto di investimento;
- Principio 4: promuoveremo l'accettazione e l'implementazione dei Principi nell'industria finanziaria;
- Principio 5: lavoreremo insieme per migliorare la nostra efficacia nell'attuazione dei principi;
- Principio 6: riferiremo sulle nostre attività e sui progressi compiuti nell'attuazione dei principi.

Come si può notare i PRI puntano alla promozione di un mercato più inclusivo e sostenibile che orienti le sue scelte sui criteri ESG. I criteri ESG e la finanza sostenibile, di anno in anno, stanno prendendo sempre più importanza. A conferma di ciò, si riportano le parole scritte dall'amministratore delegato del fondo d'investimento americano BlackRock, Larry Fink, il quale nel 2020, nella sua annuale lettera ai CEO, ha per la prima volta affermato che:

“Over the next few years, one of the most important questions we will face is the scale and scope of government action on climate change, which will generally define the speed with which we move to a low-carbon economy. This challenge cannot be solved without a coordinated, international response from governments, aligned with the goals of the Paris Agreement.

Under any scenario, the energy transition will still take decades. Despite recent rapid advances, the technology does not yet exist to cost-effectively replace many of today's essential uses of hydrocarbons. We need to be mindful of the economic, scientific, social, and political realities of the energy transition. Governments and the private sector must work together to pursue a transition that is both fair and just – we cannot leave behind parts of society, or entire countries in developing markets, as we pursue the path to a low-carbon world.” (Fink, 2020)

Tali dichiarazioni hanno definitivamente consacrato l'interesse del mondo finanziario sulla sostenibilità. Tale aspetto è estremamente importante al fine di poter sviluppare i progetti previsti per il raggiungimento degli obiettivi di sostenibilità. Orientare le strategie dei fondi di investimento e degli operatori verso le politiche sostenibili delle imprese significa che la finanza si sta responsabilizzando e comprende ancor di più che, per le imprese, non allinearsi agli standard internazionali rappresenta un rischio. Per tale motivo appare evidente come gli operatori, che sono da sempre alla ricerca della massimizzazione dei profitti con la contemporanea riduzione dei rischi,

debbano tenere in considerazione il rischio ambientale, come nuovo fattore di scelta nelle politiche di investimento.

La finanza sostenibile, come detto in precedenza è una branca della finanza tradizionale, ma si trova ad operare con tematiche relativamente nuove, la cui misurazione e rendicontazione al momento è ancora in fase di elaborazione ed unificazione. Data la particolarità dell'ambito di applicazione della finanza sostenibile, essa si avvale di alcuni strumenti che differiscono da quelli utilizzati nella tradizionale analisi finanziaria delle imprese. Nello specifico, al fine di rendicontare le attività svolte dalle imprese in ambito ESG, viene prevista la rendicontazione non finanziaria, che va ad arricchire il classico pacchetto informativo delle imprese previsto dalle normali leggi statali. Oltre a ciò, per le imprese che intraprendono progetti ESG, vengono redatti anche dei rating specifici, chiamati appunto rating ESG, volti a certificare il livello di applicazione delle politiche sostenibili all'interno dell'impresa. Non ultimo sono state create delle obbligazioni verdi volte a vincolare i fondi a progetti sostenibili, tramite un finanziamento agevolato. Tutti questi strumenti verranno analizzati nel dettaglio nei paragrafi successivi.

2.2 La rendicontazione non finanziaria

La rendicontazione non finanziaria è una dichiarazione in cui l'azienda esplicita tutti gli aspetti delle sue politiche ambientali, sociali e di governance, nonché le politiche intraprese nell'ambito della lotta alla corruzione e alla gestione del personale. L'obiettivo di tale strumento è quello di mostrare agli *stakeholder* esterni le attività intraprese dall'azienda nonché i risultati raggiunti sulle tematiche ESG. Tali dichiarazioni hanno una forte rilevanza oggi, poiché rappresentano uno strumento per l'implementazione della trasparenza aziendale e la promozione delle attività svolte per adempiere agli obiettivi di sviluppo sostenibile preposti dagli organismi internazionali, come gli SDG o le raccomandazioni del *Global Compact*.

La rendicontazione non finanziaria è uno strumento che sta prendendo piede negli ultimi anni, ma a differenza della redazione dei bilanci tradizionali essa è su base volontaria in gran parte del mondo. Ma non è solo la volontarietà che differenzia le due tipologie di rendicontazione. Infatti, se nel caso della rendicontazione finanziaria i governi e le autorità sovranazionali nel corso degli anni hanno creato specifici *framework* e leggi volte a regolare e prescrivere le norme da utilizzare per la redazione dei bilanci e di tutti i documenti che compongono il pacchetto informativo delle imprese, ciò non è ancora avvenuto per la rendicontazione non finanziaria o almeno non è avvenuto su scala globale.

Ciò è sicuramente da ricondurre in prima istanza alla relativa novità di questo tipo di rendicontazione, che è ovviamente legato ai temi della sostenibilità e ad esso deve il suo sviluppo. Oltre a tale aspetto, il tema della rendicontazione delle attività ESG si rende estremamente complicato poiché caratterizzato da un'estrema relazione con il settore e l'area di provenienza dell'impresa. Ciò poiché i criteri ESG e il perseguimento degli SDG non sono obiettivi oggettivi e univoci per ogni azienda, ma presentano molte differenze da settore a settore nonché tra un'area geografica ad un'altra. Per tale motivo è necessario sviluppare strumenti in grado di cogliere tali differenze e di rendicontarle nel migliore dei modi. Anche i soggetti destinatari di tali strumenti sono molto più variegati rispetto alla tradizionale rendicontazione finanziaria e per tale motivo è necessario creare un documento di sintesi in grado di coprire gli interessi di tutti.

In un contesto estremamente articolato come quello appena descritto, si inserisce, come precedentemente riportato, la mancanza di un *framework* internazionale di riferimento che garantisca un'uniformità nell'analisi e una comparabilità tra le aziende. Oltre alla sopra citata *Communication on Progress* prevista dal *Global Compact*, non esiste al momento uno standard universalmente riconosciuto dagli stati e dalle imprese per la rendicontazione non finanziaria, ma coesistono una molteplicità di standard o *framework* volti ad offrire uno schema di riferimento. Nonostante ciò, il mercato si sta lentamente orientando verso quattro standard differenti: TCFD, GRI, CDP e IFRS. Tali standard sono dettagliati nei paragrafi successivi, ma è da evidenziare la convergenza che è stata intrapresa da tutte e quattro le aziende a capo di tali standard, per lavorare verso una modellizzazione e unificazione delle pratiche richieste dai quattro *framework*, così da garantire degli strumenti il più possibile comparabili e utilizzabili (EY, 2021).

2.2.1 Task force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD)

La *Task force on Climate-related Financial Disclosures* (TCFD) è una task force voluta dal G20¹⁰ nel 2015, al fine analizzare e quantificare i rischi del cambiamento climatico sulla stabilità del sistema finanziario mondiale. La TCFD fa parte del *Financial Stability Board* (FSB), anche esso creato dal

¹⁰ Forum di cooperazione economica e finanziaria internazionale formatosi nel 1999 e composto dai diciannove Paesi più industrializzati del mondo (Argentina, Australia, Brasile, Canada, Cina, Francia, Germania, India, Indonesia, Italia, Giappone, Messico, Russia, Arabia Saudita, Repubblica Sudafricana, Corea del Sud, Turchia, Gran Bretagna e Stati Uniti, Unione europea). Istituto della Enciclopedia Italiana fondata da Giovanni Treccani

G20 a Londra nel 2009 come evoluzione del FSF¹¹, al fine di creare un organismo che promuova la stabilità finanziaria internazionale, tramite la cooperazione internazionale e il miglioramento dei mercati finanziari. La TFCF nel 2017, al termine di due anni di studi e consultazioni, ha stilato un report finale nel quale sono state inserite undici raccomandazioni per le imprese divise in quattro aree, che vanno a comporre il *framework* di riferimento per le imprese aderenti. Ad oggi il *framework* è stato sottoscritto da più di tremila imprese ed enti distribuiti in 92 paesi nel mondo, per una capitalizzazione totale che supera i 27,2 miliardi di US dollari.

Il TFCF *framework* nella sua totalità è composto da tre macroaree: le raccomandazioni, i principi per una divulgazione efficace e l'analisi degli scenari. La TFCF prescrive sette principi al fine di produrre una dichiarazione di qualità e che permetta agli *stakeholder* di comprendere gli impatti del cambiamento climatico sull'impresa (Task Force on Climate-related Financial Disclosures, 2017). I sette principi ricalcano i classici principi della rendicontazione finanziaria al fine di produrre un documento che rispecchi la realtà; nello specifico sono i seguenti:

1. la dichiarazione dovrebbe rappresentare informazioni rilevanti;
2. la dichiarazione dovrebbe essere specifica e completa;
3. la dichiarazione dovrebbe essere chiara, equilibrata e comprensibile;
4. l'informativa dovrebbe essere coerente nel tempo;
5. le informazioni dovrebbero essere comparabili tra le società di un settore o di un portafoglio;
6. la dichiarazione dovrebbe essere affidabile, verificabile e obiettiva;
7. le informazioni dovrebbero essere fornite tempestivamente.

Oltre al rispetto dei principi di rendicontazione, il *framework* richiede di effettuare un'analisi degli scenari al fine di valutare quali possano essere gli effetti sull'impresa dei cambiamenti climatici. Tale strumento viene prescritto al fine di analizzare i possibili andamenti dell'impresa e delle sue politiche in una condizione di incertezza.

Alla base del *framework* si trovano le undici raccomandazioni, che sono divise in quattro aree come mostrato dalla figura 2.1.

¹¹ Financial Stability Forum è organismo internazionale, costituito nel 1999, con l'obiettivo di promuovere la stabilità finanziaria internazionale, rendere più efficienti i mercati e ridurre il rischio sistemico attraverso lo scambio di informazioni e la cooperazione tra autorità di vigilanza. Istituto della Enciclopedia Italiana fondata da Giovanni Treccani

Figura 2.1 elementi chiave delle raccomandazioni TFCF



Fonte: Task force on Climate-related Financial Disclosures

La prima area è quella relativa alla governance, la quale deve offrire agli *stakeholders* informazioni relative alle opportunità ed ai rischi legati al clima a cui l'impresa va incontro. La seconda area si riferisce alla strategia, nella quale viene prescritto all'impresa di individuare ed analizzare i possibili rischi e le potenziali opportunità di breve, medio e lungo periodo e di come queste possano impattare sul business, sulla strategia e sulla pianificazione finanziaria. Il terzo livello è riservato al *risk management*, nel quale viene richiesto di spiegare come l'impresa abbia identificato, valutato e gestito i rischi legati al clima. L'ultimo livello è riservato alla divulgazione delle metriche e degli obiettivi utilizzati al fine di effettuare la valutazione dei rischi e delle opportunità.

Le raccomandazioni TFCF rappresentano uno strumento essenziale per la rendicontazione non finanziaria delle imprese e forniscono anche un'ottima base concettuale su cui poter sviluppare altri standard di rendicontazione. Infatti, è proprio in questa direzione che il TFCF ha dimostrato una notevole influenza, in quanto tutti i maggiori standard sulla rendicontazione sostenibile hanno incorporato nelle loro strutture le undici raccomandazioni prodotte dal TFCF.

2.2.2 Carbon Disclosure Project (CDP)

Il *Carbon Disclosure Project* (CDP) è un'organizzazione non profit internazionale, fondata nel 2000, con l'intento di fornire un sistema di rendicontazione e misurazione per le imprese, ma anche per città, regioni e governi. CDP si configura come una piattaforma volta a semplificare le dichiarazioni

non finanziarie, tramite l'utilizzo di questionari che le aziende sono obbligati a compilare in un determinato periodo dell'anno. I questionari vertono su quattro aree principali, quali: cambiamento climatico, gestione delle risorse idriche, gestione delle foreste e gestione della catena del valore. Inoltre, un aspetto che caratterizza molto il funzionamento di CDP è la possibilità di rendicontazione anche per gli enti locali ed i governi. Infatti, CDP riserva loro una specifica area al fine di rendicontare le azioni volte a combattere il cambiamento climatico. Ulteriore peculiarità della piattaforma CDP, è quella di essere un punto di accumulazione in cui le organizzazioni inseriscono i loro progressi e le loro azioni e in cui gli investitori possono valutare l'operato delle organizzazioni in maniera efficace ed efficiente. Ad oggi CDP viene utilizzata come strumento di rendicontazione non finanziaria da più di 18700 imprese nel mondo nonché da 1100 enti locali o regioni. Dall'altro versante, CDP è sfruttata da più di 680 investitori istituzionali al fine di valutare le politiche intraprese dalle aziende sui temi ambientali.

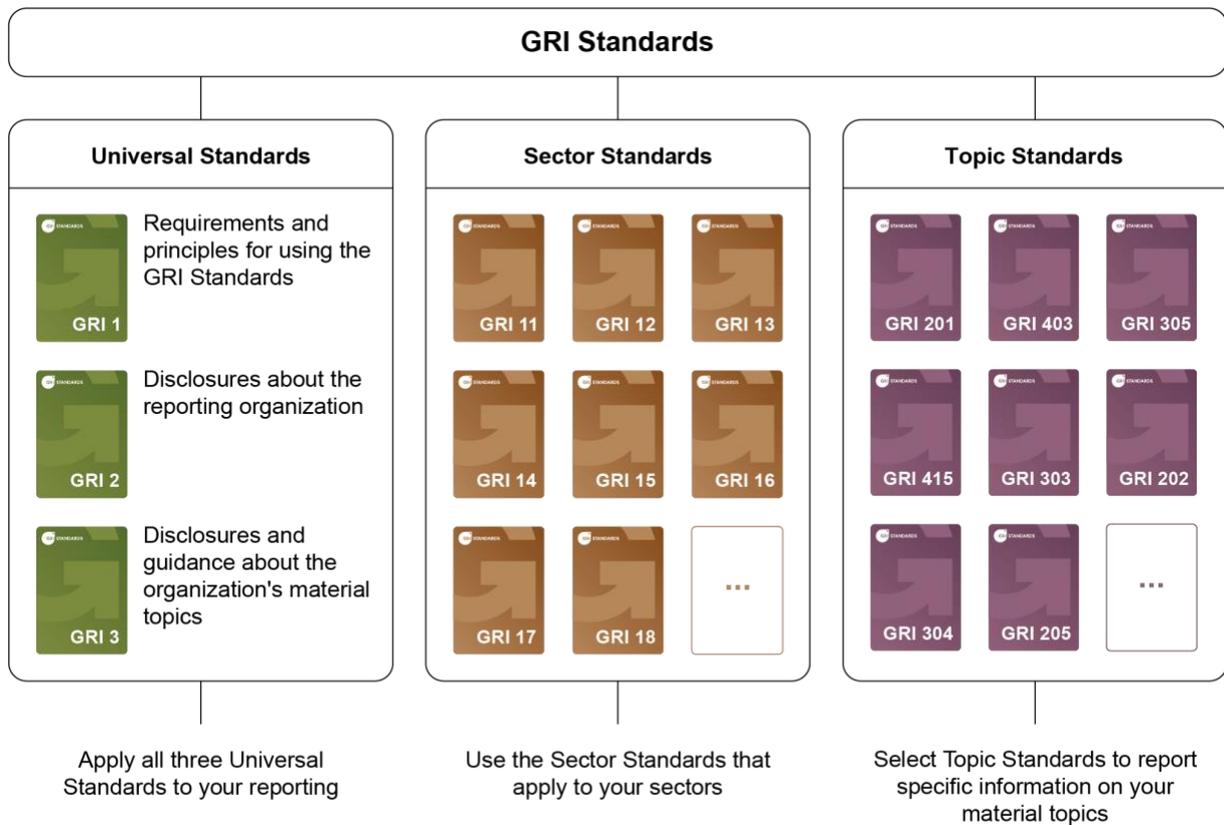
CDP, pur essendo uno strumento estremamente innovativo per la sua struttura centralizzata e semplificata, limita il suo campo di azione solamente agli ambiti ambientali e di governance, tralasciando l'aspetto sociale. Ciò configura CDP come un ottimo strumento per la rendicontazione ambientale e la valutazione delle performance in quell'area, ma non uno strumento utilizzabile per valutare appieno tutti gli aspetti ESG e gli SDG, i quali basano una buona parte dei loro obiettivi sull'area sociale senza la quale non ci può essere uno sviluppo sostenibile di lungo periodo.

2.2.3 Global Reporting Initiative (GRI)

Il *Global Reporting Initiative* (GRI) è un'organizzazione senza scopo di lucro nata a Boston nel 1997, come divisione del CERES¹². Nel corso degli anni il GRI ha accumulato sempre più autonomia fino a divenire un'organizzazione indipendente, con sede ad Amsterdam. Ad oggi, i GRI standards sono gli standard di rendicontazione non finanziaria più utilizzati al mondo, anche grazie al patrocinio svolto dal *United Nations Environment Programme* (UNEP). Oltre al supporto istituzionale, il GRI ha avuto un'ampia diffusione grazie alla facilità di applicazione, data dalla modularità degli standard, che gli permette di adattarsi al meglio ad ogni contesto. Oltre a ciò, il processo di aggiornamento dei GRI è in costante sviluppo, con l'intento di apportare migliorie ed ampliare gli argomenti trattati.

¹² Coalition for environmentally responsible economies (Ceres) è un'organizzazione no-profit che lavora con i più influenti leader del mercato dei capitali per risolvere le più grandi sfide di sostenibilità del mondo.

Figura 2.2 GRI Standards



Fonte: Global Reporting Initiative

Come mostrato dalla figura 2.2, gli standard GRI si articolano in tre aree principali.

La prima area è quella degli standard universali, nella quale vengono prescritti i principi di funzionamento nonché gli obblighi di dichiarazione minimi da adempiere. Gli standard universali vengono declinati attraverso tre specifici documenti: il GRI 1, il GRI 2 e il GRI 3.

Il GRI 1 prescrive i principi di funzionamento degli standard GRI ed i concetti fondamentali della rendicontazione non finanziaria. Nello specifico vengono esposti gli elementi chiave alla base della rendicontazione non finanziaria quali: impatti, temi materiali, *due diligence* e *stakeholder* (GRI, 2021). Di fianco a tali elementi vengono anche pronunciati una serie di principi di rendicontazione al fine di produrre una documentazione di qualità e consistente. I principi di rendicontazione sono otto e si articolano come di seguito:

- Accuratezza: l'organizzazione deve rendicontare informazioni corrette e con dettagli sufficienti per consentire una valutazione dei propri impatti;
- Equilibrio: l'azienda deve rendicontare le informazioni in modo obiettivo fornendo una rappresentazione equa degli impatti negativi e positivi;
- Chiarezza: l'azienda deve presentare le informazioni in maniera comprensibile e accessibile;
- Comparabilità: l'organizzazione deve selezionare, compilare e rendicontare le informazioni in modo uniforme per consentire un'analisi dei cambiamenti dei suoi impatti nel corso del tempo e per permettere di confrontare tali impatti con quelli di altre organizzazioni;
- Completezza: l'azienda deve fornire informazioni sufficienti per consentire una valutazione dei propri impatti durante il periodo di rendicontazione;
- Contesto di sostenibilità: l'azienda deve rendicontare le informazioni relative ai suoi impatti nel più ampio contesto dello sviluppo sostenibile;
- Tempestività: l'organizzazione deve rendicontare informazioni a scadenza regolare e renderle disponibili in tempo debito per consentire agli utilizzatori dei dati di prendere decisioni;
- Verificabilità: l'azienda deve raccogliere, registrare, compilare e analizzare i dati in modo tale che le informazioni si possano esaminare per stabilirne la qualità.

Il GRI 2 esplica alle aziende aderenti l'informativa di base necessaria alla rendicontazione non finanziaria (GRI, 2021). Nello specifico viene richiesto alle imprese di divulgare informazioni su: attività produttiva e lavoratori, governance ed i meccanismi di controllo, strategia, politiche e prassi nonché sul coinvolgimento degli *stakeholder*.

Il GRI 3 entra più nello specifico spiegando nel dettaglio il funzionamento degli standard e illustrando come procedere alla rendicontazione dei temi materiali¹³.

Strettamente interconnessa con il GRI 3 è la seconda area di standard prevista dal GRI (GRI, 2021), la quale si chiama *topic standard*. Il *topic standard* è indirizzato all'approfondimento di alcuni temi materiali di estrema rilevanza entrando nello specifico del processo di rendicontazione e le procedure da utilizzare al fine di effettuare una corretta rendicontazione.

L'ultima area di standard è quella riservata agli standard di settore. Gli standard di settore sono volti ad evidenziare le particolarità di ogni settore andando a facilitare la rendicontazione di ognuno

¹³ I temi materiali per il GRI sono quei temi che possono avere un impatto positivo o negativo sul contesto esterno o interno quale: economia, diritti umani, ambiente e lavoratori.

mettendo in luce i temi di rilevanza, che possono differire tra un settore e l'altro. Nello specifico sono stati previsti 40 standard di settore al fine di cogliere tutte le possibili differenze infrasettoriali.

2.2.4 International Sustainability Standards Board (ISSB)

L' *International Sustainability Standards Board* (ISSB) è un organismo fondato nel 2021, da parte della fondazione IFRS, al fine di elaborare uno standard internazionale di rendicontazione non finanziaria. L'IFRS è la fondazione che gestisce la pubblicazione dei principi contabili internazionali alla quale aderiscono tutte le maggiori imprese che operano a livello internazionale o che siano quotate in borsa. È per tale motivo che la fondazione ha deciso di intraprendere questo percorso, con lo scopo di creare uno standard di rendicontazione universalmente riconosciuto, rispondendo così alle richieste internazionali di unificazione e semplificazione degli standard di rendicontazione non finanziaria.

Al fine di ottenere gli obiettivi prefissati, l'IFRS *foundation* ha acquisito la *Value Reporting Foundation* (VRF), che era stato frutto della fusione di due standard internazionali di rendicontazione non finanziaria quali: *International Integrated Reporting Council* (IIRC) e *Sustainability Accounting Standards Board* (SASB). In concomitanza con l'acquisizione della VRF, l'ISSB ha integrato al suo interno anche la *Climate Disclosure Standards Board* (CDSB), anche essa impegnata nella rendicontazione non finanziaria. L'IIRC e la SASB avevano deciso di fondersi in un'unica fondazione al fine di mettere a fattor comune le loro procedure ed i loro standard per offrire uno strumento in grado di cogliere tutti gli aspetti della rendicontazione non finanziaria. Infatti, se da un lato gli standard SASB coprono 77 settori diversi, cercando di coglierne le differenze e provando ad offrire il miglior reporting possibile, l'approccio del IIRC è estremamente diverso (IIRC, 2021). Nello specifico, IIRC punta ad offrire un framework che integri la rendicontazione finanziaria-economica con quella non finanziaria, interconnettendo performance di sostenibilità con performance finanziarie. Tutto questo ha lo scopo di creare un unico report che possa fornire tutte le informazioni possibili agli stakeholder. Per far ciò l'IIRC si avvale dell'utilizzo di alcuni principi, che facilitino la redazione di un report integrato. Nello specifico i principi guida dell'IIRC sono sette (IIRC, 2021):

- Focus strategico e orientamento al futuro: un report integrato deve fornire informazioni dettagliate sulla strategia dell'organizzazione e su come tale strategia influisca sia sulla sua capacità di creare valore nel breve, medio e lungo termine;

- Connettività delle informazioni: un report integrato deve rappresentare un quadro olistico della combinazione, delle correlazioni e delle dipendenze tra i fattori che influiscono sulla capacità dell'organizzazione di creare valore nel tempo;
- Materialità: un report integrato deve fornire informazioni sugli aspetti che influiscono in modo significativo sulla capacità dell'organizzazione di creare valore nel breve, medio e lungo termine;
- Sinteticità: un report integrato deve essere un documento conciso;
- Attendibilità e completezza: un report integrato deve contenere tutte le questioni materiali, sia positive sia negative, in modo equilibrato e senza errori materiali;
- Relazioni con gli *stakeholder*: un report integrato deve fornire informazioni dettagliate sulla natura e sulla qualità delle relazioni dell'organizzazione con i propri *stakeholder* chiave e illustrare in che modo e fino a che punto l'organizzazione comprende, considera e risponde alle loro esigenze e ai loro interessi legittimi;
- Coerenza e comparabilità: le informazioni incluse in un report integrato devono essere presentate, (a) su una base temporale coerente, (b) in un formato tale da consentire il confronto con altre organizzazioni, nella misura in cui quest'ultimo risulti utile all'organizzazione per creare valore nel tempo.

Tornando all'ISSB, appare evidente come l'acquisizione di VRF sia volta ad integrare nel processo di creazione dell'*IFRS Sustainability Disclosure Standard*, le metriche già utilizzate dai due standard precedenti. Nello specifico, la fondazione IFRS continua a sostenere l'applicazione degli standard SASB e IIRC. Ad oggi l'ISSB ha avviato i lavori per la stesura del IFRS S1 e del IFRS S2, che andranno a far parte dell'*IFRS Sustainability Disclosure Standard*. Nello specifico l'IFRS S1 è volto a regolare le dichiarazioni inerenti ai temi della sostenibilità che hanno un impatto sulla sfera finanziaria. Mentre l'IFRS S2 è riferito alla rendicontazione di carattere ambientale/climatico. Appare evidente già da questi primi due standard, come essi siano il frutto di una rielaborazione degli standard SASB e IIRC.

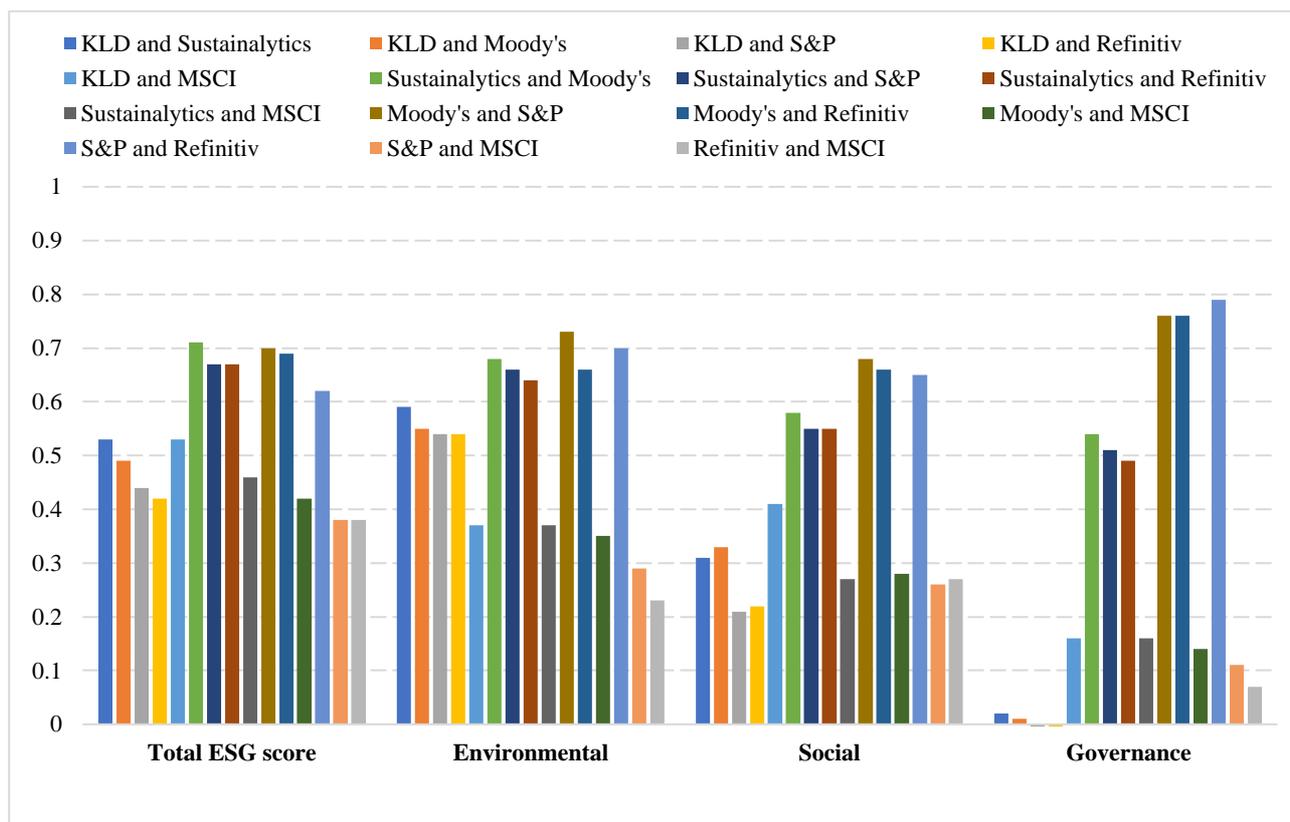
2.2.5 I rating ESG

I rating ESG sono dei giudizi sintetici sull'operato delle imprese sulle tematiche ESG, volti a valutare se un'impresa stia attuando o meno delle buone politiche aziendali nel campo della sostenibilità. Tali rating si rifanno alla logica dei classici rating creditizi, i quali esprimono un giudizio sulla capacità di un'impresa di ripagare i propri debiti, in base ad un'analisi economica finanziaria. Il mercato dei rating ESG è in costante crescita, data la crescente espansione del mercato degli investimenti

sostenibili. Il settore ESG ad oggi però appare estremamente variegato e presenta notevoli incertezze, rispecchiando la già precedentemente esposta situazione della rendicontazione non finanziaria. Infatti, come nel caso della rendicontazione non finanziaria, anche nel caso dei rating ESG il mercato è composto da numerose aziende che concorrono liberamente per offrire i propri servizi. Anche in questo caso, c'è una netta mancanza di legislazione alla base di questa situazione. Tale aspetto è uno degli elementi che differenziano il rating ESG dai rating creditizi, ma non è l'unico elemento di differenza.

Infatti, appare evidente che, se da un lato i rating creditizi hanno a che fare con misure economiche finanziarie più o meno definite che rispecchiano la situazione aziendale, tale situazione di certezza e determinatezza non è presente al momento per le misure ESG. Un'ulteriore differenza è data dalla maturità dei due settori, che influisce evidentemente sulla standardizzazione e sull'utilizzo di pratiche comuni tra le varie società del settore. Tutto ciò porta ad una situazione critica per quanto riguarda i rating ESG. Infatti, da numerose analisi effettuate, risulta che i vari rating creditizi hanno una correlazione tra di loro al 99%, ovvero che, tramite le diverse analisi, le varie agenzie di rating arrivano a produrre lo stesso giudizio sull'impresa. Ciò non avviene nel caso dei rating ESG, come dimostrato da Breg, Kölbl e Rigobon, che hanno effettuato un'analisi sui rating ESG emessi dalle sei maggiori società di rating (KLD, S&P Global, MSCI, Refinitiv, Moody's ESG e Sustainalytics) ed hanno riscontrato una correlazione media tra le varie società del 54%. Tale dato si evidenzia in maniera chiara dalla figura 2.3 nella quale vengono riportate le correlazioni di tutte e sei le imprese di rating nel 2017. Il 2017 è stato preso come anno di riferimento poiché dopo tale anno KLD è stata acquisita da MSCI.

Figura 2.3 Correlazione migliori 6 imprese di rating ESG 2017



Fonte: Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings

Dalla figura appare evidente che ci sia una forte disomogeneità tra le imprese. La disomogeneità è data dalle differenti metodologie usate dalle imprese (Berg, Kölbel, & Rigobon, 2022). Volendo analizzare più nello specifico le varie metodologie utilizzate dalle imprese ci si accorge da subito che ci sono ampie differenze nelle tre aree che caratterizzano le metodologie dei rating ESG: scopo, misurazione e peso. Lo scopo si riferisce alla classificazione delle varie sotto attività che vengono utilizzate per la misurazione del rating. Dall'analisi risulta che la differenza di classificazione delle attività impatta sulle differenze tra i rating nel 38% dei casi. Le differenze di misurazione contribuiscono per il 56% alle differenze tra rating. Mentre i pesi assegnati alle singole componenti solamente per il 6%.

Oltre alle forti differenze di metodologie utilizzate dalle imprese, viene evidenziato come ci sia il forte rischio che nel processo di valutazione dei rating le società vadano incontro ad un *rater-effect*, cioè ad un bias di valutazione delle singole categorie. Nello specifico si è assistito al fenomeno in cui un'impresa, essendo lodevole in una singola attività, venisse valutata altrettanto positivamente anche nelle attività simili o della stessa area, distorcendo così il giudizio.

Appare evidente anche in questo caso, come nel caso dei principi di rendicontazione, che è necessario, per lo sviluppo della finanza sostenibile, un processo di unificazione e di omologazione delle varie imprese verso uno standard condiviso, al fine di offrire un'informazione che allo stesso tempo sia di qualità ed attendibile.

2.3 La rendicontazione non finanziaria nella UE

Alla base delle politiche sulla finanza sostenibile e sulla rendicontazione non finanziaria, in Europa ci sono due documenti: il *Green Deal* Europeo e il Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile. Come precedentemente riportato, il *Green Deal* Europeo ha l'obiettivo di tracciare la strada per un futuro sostenibile; per fare ciò al suo interno i legislatori hanno previsto tutta una serie di provvedimenti di breve, medio e lungo periodo (Unione Europea, 2018). Ovviamente, per effettuare una transizione verso un'economia che sia realmente sostenibile, è necessario, come indicato nei precedenti paragrafi, che i mercati finanziari supportino questa transizione indirizzando i capitali verso i progetti con un migliore impatto ESG. Per fare ciò, l'Unione Europea ha predisposto tutta una serie di iniziative volte a razionalizzare e semplificare il mondo della finanza sostenibile (Oriani, et al., 2022). Il primo reale strumento introdotto dall'UE per razionalizzare il mondo della finanza sostenibile, è stato il Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile, che è stato pubblicato dalla commissione nel marzo 2018. Il Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile (d'ora in poi Piano d'azione) è stato stipulato sulla base delle raccomandazioni prodotte dall'analisi svolta da HLEG¹⁴ su richiesta della commissione. Il Piano d'azione si basa su tre argomenti, sviluppati nello specifico da dieci azioni. Esso si articola come uno strumento di indirizzo per le successive politiche d'attuare nell'unione. Le tre aree sono articolate come di seguito (Unione Europea, 2018):

1. Riorientare i flussi di capitali verso investimenti sostenibili al fine di realizzare una crescita sostenibile e inclusiva. Il riorientamento di flussi di capitale all'interno del UE è volto a favorire la transizione verso un'economia sostenibile. Per fare ciò tale area viene articolata in cinque punti che focalizzano l'attenzione su:

¹⁴ L'High-Level Expert Group on Sustainable Finance (HLEG) è un gruppo di esperti costituito dalla Commissione Europea nell'ottobre del 2016. L'HLEG aveva il compito di elaborare delle raccomandazioni al fine di sviluppare la finanza sostenibile in Europa.

- Azione 1: istituire un sistema unificato a livello dell'UE di classificazione delle attività sostenibili
- Azione 2: creare norme e marchi per i prodotti finanziari sostenibili
- Azione 3: promuovere gli investimenti in progetti sostenibili
- Azione 4: integrare la sostenibilità nella consulenza finanziaria
- Azione 5: elaborare indici di riferimento in materia di sostenibilità.

L'azione 1 è volta alla creazione di una tassonomia della sostenibilità di cui si parlerà in seguito. L'azione 2 è strettamente connessa con la prima poiché prevede la creazione di una serie di marchi ed etichette per gli strumenti finanziari sostenibili. La terza azione rimarca l'importanza di investire su infrastrutture che abbiano un impatto positivo, rindirizzando le politiche di investimento europee verso tali soggetti meritevoli. L'azione 4 è volta all'adattamento della direttiva MiFID II¹⁵ e della direttiva IDD¹⁶ al fine di incorporare i temi della ESG. L'ultima azione di questa area riguarda la creazione di indici benchmark che possano fungere da riferimento per gli investitori ESG (Unione Europea, 2018).

2. Gestire i rischi finanziari derivati dai cambiamenti climatici, l'esaurimento delle risorse, il degrado ambientale e le questioni sociali. Essi ormai rappresentano a tutti gli effetti una casistica dei rischi a cui l'azienda va incontro e se essi non sono gestiti al meglio possono portare a gravi ripercussioni per l'azienda stessa.
 - Azione 6: integrare meglio la sostenibilità nei rating e nella ricerca di mercato
 - Azione 7: chiarire gli obblighi degli investitori istituzionali e dei gestori di attività
 - Azione 8: integrare la sostenibilità nei requisiti prudenziali

La sesta azione è volta alla possibile imposizione per le agenzie di rating di introdurre i temi ESG all'interno dei loro strumenti di rating. L'azione numero sette mira ad aumentare la trasparenza sui rischi per gli attori istituzionali sui temi ESG. L'ottava è volta ad integrare, all'interno delle normali norme prudenziali delle banche e degli altri soggetti vigilati, degli strumenti di valutazione dei rischi ESG.

¹⁵ MiFID II (Markets in Financial Instruments Directive) Nome della direttiva (2014/65/CE) del Parlamento e del Consiglio europei emanata il 15 maggio 2014 e finalizzata alla modifica ed integrazione della precedente direttiva MiFID.

¹⁶ IDD (Insurance Distribution Directive) Nome della direttiva europea (2016/97/CE) del Parlamento e del Consiglio europei emanata il 20 gennaio 2016 in materia di distribuzione assicurativa.

3. Promuovere la trasparenza e la visione a lungo termine nelle attività economico-finanziarie. Trasparenza e visione di lungo periodo su due facce della stessa medaglia. Per tale motivo è necessario sviluppare entrambe al fine di poter garantire una maggiore interazione e semplicità negli strumenti della finanza sostenibile.
- Azione 9: rafforzare la comunicazione in materia di sostenibilità e la regolamentazione contabile
 - Azione 10: promuovere un governo societario sostenibile e attenuare la visione a breve termine nei mercati dei capitali.

L'azione numero nove è volta alla semplificazione della rendicontazione non finanziaria per facilitarne l'utilizzo e migliorare la trasparenza. Mentre l'ultima azione prevista dal piano è volta al superamento della visione di breve termine spesso richiesta dai mercati finanziari.

Il *Green Deal* e il piano d'azione hanno tracciato la strada per lo sviluppo delle successive politiche comunitarie. Le principali politiche sulla finanza sostenibile verranno analizzate di seguito.

2.3.1 Tassonomia UE

La tassonomia UE è un regolamento pubblicato dalla Commissione Europea, in data 18 giugno 2020 (Regolamento UE 2020/852), volto a classificare le attività economiche ecocompatibili. Tale regolamento punta a razionalizzare il contesto economico europeo in termini ambientali e di sostenibilità al fine di creare un chiaro quadro di riferimento per poter valutare le attività che siano realmente ecocompatibili.

Per poter stabilire se un'attività economica è ecosostenibile, la Commissione ha previsto che essa debba rispettare quattro punti:

- essa deve contribuire in modo sostanziale al raggiungimento di uno o più obiettivi ambientali;
- essa non arrechi un danno significativo a nessuno degli obiettivi ambientali;
- essa sia svolta nel rispetto delle garanzie minime di salvaguardia previste;
- essa sia conforme ai criteri di vaglio tecnico fissati dalla Commissione.

Per quanto riguarda gli obiettivi ambientali da raggiungere, la Commissione Europea ha stilato una lista di sei obiettivi che devono essere perseguiti da un'attività economica per essere riconosciuta ecosostenibile:

- mitigazione dei cambiamenti climatici;
- adattamento ai cambiamenti climatici;
- uso sostenibile e protezione delle acque e delle risorse marine;
- transizione verso un'economia circolare¹⁷;
- prevenzione e riduzione dell'inquinamento;
- protezione e ripristino della biodiversità e degli ecosistemi.

La tassonomia si configura come un regolamento ibrido a più livelli, in cui nel corpo principale vengono esposti i principali obiettivi ambientali e le norme generali, che poi vengono approfondite e definite dagli atti delegati. Gli atti delegati sono dei documenti prodotti dalla Commissione, di alta natura tecnica, volti a regolamentare in maniera dettagliata le possibili attività economiche nonché gli indicatori di performance da utilizzare al fine della valutazione ambientale. Ad oggi sono stati pubblicati tre atti delegati, due riguardanti le attività sul cambiamento climatico e uno sulla regolamentazione delle dichiarazioni aziendali e istituzionali, il *Disclosures Delegated Act*, che fa riferimento alle norme della tassonomia da applicare nella rendicontazione non finanziaria Europea (Unione Europea, 2020). Infatti, la tassonomia, al fine di creare un quadro integrato con gli altri due pilastri della finanza sostenibile europea (SFDR e NFRD/CSRD), ha previsto esplicite richieste di rendicontazione non finanziaria.

2.3.2 Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR)

La *Sustainable Finance Disclosure Regulation* (SFDR) è un regolamento emanato dalla commissione Europea (Regolamento UE 2019/2088) il 27 novembre 2019 (Unione Europea, 2019). L'SFDR è volto a regolare l'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari. Tale regolamento prescrive nuove misure agli operatori finanziari, per fare in modo che essi integrino nelle loro politiche di trasparenza le informazioni riguardanti la sostenibilità. Tutto ciò migliora la trasparenza e facilita la comprensione per i sottoscrittori dei servizi finanziari, i quali in questo modo possono comprendere anche quale sia il rischio ambientale e di sostenibilità del prodotto finanziario che stanno sottoscrivendo. Oltre a questo, tramite tale regolamento, la Commissione vuole superare l'annoso problema del *greenwashing*, ancora presente negli investimenti finanziari. Nello specifico il

¹⁷ Economia basata sulla produzione e il consumo di beni destinati a essere reimpiegati. È dunque un sistema in cui tutte le attività, a partire da estrazione e produzione, sono organizzate in modo che i rifiuti di alcuni si convertano in risorse di altri.

regolamento pone molta attenzione sulla valutazione degli effetti negativi per la sostenibilità dati da un prodotto finanziario (Art.7), nonché della necessità di trasparenza sull'integrazione dei rischi di sostenibilità (Art.6). Al fine del perseguimento della trasparenza, viene richiesto a tutti gli operatori di pubblicare sul proprio sito web le informazioni riguardanti su come sono stati integrati i rischi di sostenibilità nel processo decisionale, di come vengono gestite le politiche di remunerazione relativamente all'integrazione dei rischi di sostenibilità e di come identificano, analizzano, gestiscono e riducono gli effetti avversi delle politiche di investimento sostenibile. A tal riguardo si fa esplicito riferimento alle PAI (*Principle Adverse Impact*) (Art.4), quale processo di valutazione, analisi e risoluzione dei principali effetti negativi nelle decisioni di investimento sostenibile. Oltre a ciò, viene prevista una specifica informativa riguardante gli specifici prodotti finanziari in modo tale da comprenderne gli impatti ambientali e le caratteristiche sostenibili.

2.3.3 Corporate Sustainability Reporting Directive (CSDR)

La *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSDR) è una direttiva europea (Direttiva UE 2022/2464) emanata il 14 dicembre 2022 ed entrata in vigore il seguente 5 gennaio 2023. La CSRD è volta ad integrare ed ampliare l'attuale contesto Europeo nel campo della rendicontazione delle attività sostenibili. L'UE aveva già modificato le previgenti norme per la rendicontazione introducendo la *Non-Financial Reporting Directive* (NFRD) (Direttiva UE 2014/95) (Unione Europea, 2014). La NFRD aveva introdotto l'obbligo di rendicontazione non finanziaria per tutte le imprese di interesse pubblico che avessero in media più di 500 dipendenti nonché per tutte le imprese che redigevano il bilancio in forma consolidata ed all'interno del gruppo avessero avuto 500 dipendenti in media. L'obbligo di rendicontazione emanato dalla NFRD consisteva nell'integrazione all'interno della relazione sulla gestione degli impatti ambientali, delle problematiche di tipo sociale e quelle riguardanti i dipendenti, del rispetto dei diritti umani e della attività per contrastare la corruzione e il riciclaggio. La rendicontazione NFRD ha introdotto il cosiddetto principio della doppia rilevanza. Il quale ha due prospettive sulle tematiche della sostenibilità: la prima prospettiva è quella dello *outside-in* che è volta ad analizzare come le tematiche della sostenibilità impattino sulle performance dell'impresa; la seconda prospettiva è la *inside-out*, che si focalizza su come l'impatto delle politiche di sostenibilità influisca sui fattori esterni all'impresa. Nonostante l'obbligatorietà del NFRD, tale direttiva non rimandava a nessuno standard di rendicontazione preciso né a nessuna forma di vigilanza su tale rendicontazione. Per tale motivo il contesto di applicazione nel corso degli anni, a partire dal 2018, è rimasto sempre molto vago e variegato fra le imprese. Le imprese erano libere di scegliere volontariamente gli standard di rendicontazione non finanziaria che più preferivano ed

allo stesso tempo a livello comunitario non era stata prevista nessuna norma di revisione sulla rendicontazione non finanziaria. La CSRD è stata ideata al fine di superare i limiti applicativi della NFRD (Unione Europea, 2021), dato che il contesto della sostenibilità e della rendicontazione finanziaria stava prendendo sempre più importanza e per tale motivo il legislatore europeo si è reso conto della necessità di applicare regole più precise ed uniformi al fine di offrire una rendicontazione di qualità e che fosse in grado di essere utilizzabile per analisi e confronti tra imprese.

A certificare il più ampio spettro di applicazione della CSRD rispetto alla NFRD è anche l'ambito di applicazione della direttiva, la quale va a modificare tre direttive ed un regolamento Europeo rispetto all'unica direttiva europea modificata dalla NFRD. La direttiva CSRD articola il suo processo innovativo in quattro punti principali:

1. Estensione dell'obbligo di rendicontazione sulla sostenibilità ad un più ampio numero di imprese. Nello specifico viene abbassato il numero di dipendenti minimo per le imprese di interesse pubblico a 250, rispetto ai 500 previsti dalla NFRD. Oltre a ciò, viene esteso l'obbligo di rendicontazione a tutte le imprese quotate nei mercati regolamentati ad esclusione delle microimprese quotate. Tale ampliamento del campione porterà ad essere oggetto della direttiva quasi 50.000 imprese nell'Unione Europea, rispetto alle 11.500 attualmente oggetto della direttiva.
2. Introduzione dell'obbligo di rendicontazione sulla sostenibilità secondo gli standard Europei. La Commissione ha avviato i lavori per la realizzazione di uno standard europeo per la rendicontazione sulla sostenibilità. I lavori sono stati affidati al EFRAG¹⁸, che tramite una task force dedicata ha sviluppato una prima versione degli *European Sustainability Reporting Standards* (ESRS). La prima versione degli ESRS è stata pubblicata a novembre 2022 ed entrerà in vigore a metà del 2023. Il lavoro svolto dall'EFRAG è stato volto alla creazione di standard che siano coerenti e che integrino gli attuali standard in uso a livello internazionale, già precedentemente esposti. Ad oggi la struttura degli ESRS è articolata da 12 principi suddivisi in 4 aree: principi generali, ambiente, sociale e governance. I 12 principi sono ancora in fase di definizione ma si dovrebbero strutturare in questo modo salvo modifiche:
 - ESRS 1 Requisiti generali;
 - ESRS 2 Informativa generale.

¹⁸ L'EFRAG è un'associazione privata fondata nel 2001 con l'incoraggiamento della Commissione europea a servire l'interesse pubblico. L'EFRAG ha esteso la sua missione nel 2022 in seguito al nuovo ruolo assegnato all'EFRAG nella CSRD, fornendo consulenza tecnica alla Commissione europea sugli standard di rendicontazione di sostenibilità dell'UE.

- ESRS E1 Cambiamento climatico
 - ESRS E2 Inquinamento
 - ESRS E3 Acqua e risorse marine
 - ESRS E4 Biodiversità ed ecosistemi
 - ESRS E5 Risorse ed economia circolare
 - ESRS S1 Forza lavoro
 - ESRS S2 Lavoratori della catena del valore
 - ESRS S3 Comunità interessate
 - ESRS S4 Clienti e utenti finali
 - ESRS G1 Condotta aziendale
3. L'introduzione dell'obbligo di revisione della rendicontazione non finanziaria da parte di un ente esterno preposto alla verifica di tali documenti e che ne possa certificare la veridicità e la correttezza.
 4. L'introduzione della *EU Corporate Sustainability Due Diligence Directive* (CSDD) volta ad indicare con precisione i requisiti richiesti all'impresa sui temi della due diligence. Nello specifico tale direttiva contenuta all'interno della CSRD specifica i requisiti che le aziende devono applicare al fine di poter individuare, gestire e mitigare gli impatti negativi derivati dall'attività d'impresa sulle tematiche ambientali e dei diritti umani. La novità introdotta da tale direttiva riguarda in special modo la catena del valore dell'impresa, la quale diventa oggetto della due diligence, al fine di integrare tutti gli impatti dell'impresa nel sistema economico, sia quelli diretti che quelli indiretti.

L'entrata in vigore della nuova direttiva seguirà un lungo processo, al fine di dare il tempo a tutte le imprese coinvolte di allinearsi alle richieste europee. Le prime a doversi allineare, nel 2024, saranno le imprese che già erano soggette al NFRD; nel 2025 toccherà alle imprese di interesse pubblico che hanno più di 250 dipendenti. In ultima istanza, a partire dal 2026, sarà il momento di tutte le altre imprese soggette della normativa, tra cui le PMI quotate.

2.3.4 Benchmark climatici

A conclusione delle attività intraprese fino d'ora dalla UE nell'ambito della finanza sostenibile è possibile trovare un ulteriore regolamento, oltre a quello riguardante i bond green riportato in seguito. Nello specifico, l'ultimo regolamento del pacchetto di azioni per la finanza sostenibile è il Regolamento UE 2019/2089, riguardante i *benchmark* climatici. Infatti, l'Unione Europea, a conclusione delle norme volte a semplificare e migliorare la trasparenza nella rendicontazione, ha

adottato tale regolamento al fine di creare due tipologie di indici di riferimento per gli strumenti green. L'UE ha previsto tale regolamento al fine di dare le linee guida da seguire al fine di poter ricevere l'apposita etichetta UE per gli strumenti verdi. Sono state introdotte due tipologie di indici: il primo è l'indice UE di transizione climatica (*EU Climate Transition Benchmark*), mentre il secondo è l'indice UE allineato con gli obiettivi di Parigi (*EU Paris-aligned Benchmark*). Il primo è composto da strumenti finanziari volti alla riduzione dei gas serra in generale. Il secondo invece è composto da strumenti finanziari che hanno come obiettivo quello di perseguire gli obiettivi prodotti dagli accordi di Parigi.

2.4 I Green Bonds

I green bonds sono delle obbligazioni emesse al fine di raccogliere capitali per poter finanziare lo sviluppo di progetti sostenibili, nel campo sociale e ambientale. I green bond si configurano come lo strumento principe della finanza sostenibile. Infatti, essi sono lo strumento con cui le organizzazioni e gli stati possono raccogliere i capitali al fine di finanziare i progetti per la transizione verso un'economia sostenibile. Il principale aspetto che differenzia le obbligazioni verdi da quelle normalmente emesse è che i fondi raccolti dall'emissione obbligazionaria sono vincolati a dei progetti precedentemente esposti nel pacchetto informativo dell'emissione, correlati di KPI per il monitoraggio dei progressi. La prima emissione di green bond è avvenuta nel 2007 da parte della Banca Europea per gli investimenti (BEI), con il lancio del *Climate Awareness Bond*. Dal 2007 ad oggi il mercato ha subito una forte crescita in relazione alla crescita della finanza sostenibile e dello sviluppo sostenibile da parte di imprese e degli stati (Ehlers & Packer, 2017).

2.4.1 La classificazione dei green bond

A differenza di tutto il contesto della finanza sostenibile, nel caso dei green bond sin da subito il mercato si è orientato verso uno standard principale che ha garantito al mercato di crescere in maniera uniforme. Infatti, nel 2014 l'*International Capital Market Association (ICMA)*¹⁹ ha emanato i *Green Bond Principles (GBP)*, i quali in poco tempo sono diventati lo standard di riferimento per l'emissione

¹⁹ L'International Capital Market Association è un'associazione con sede a Zurigo, la cui missione è la promozione dei mercati internazionali e dei titoli di debito transfrontalieri. All'fine di creare un'economia globale trasparente e coerente così che si possa sviluppare una crescita economica sostenibile.

di green bond (ICMA, 2021). L'ICMA ha previsto quattro tipologie di obbligazioni sostenibili che le imprese possono emettere in relazione ai progetti che si vogliono perseguire. Nello specifico le quattro tipologie di principi previste dall'ICMA sono:

- *Green Bond*
- *Social Bond*
- *Sustainability Bond*
- *Sustainability-Linked Bond*

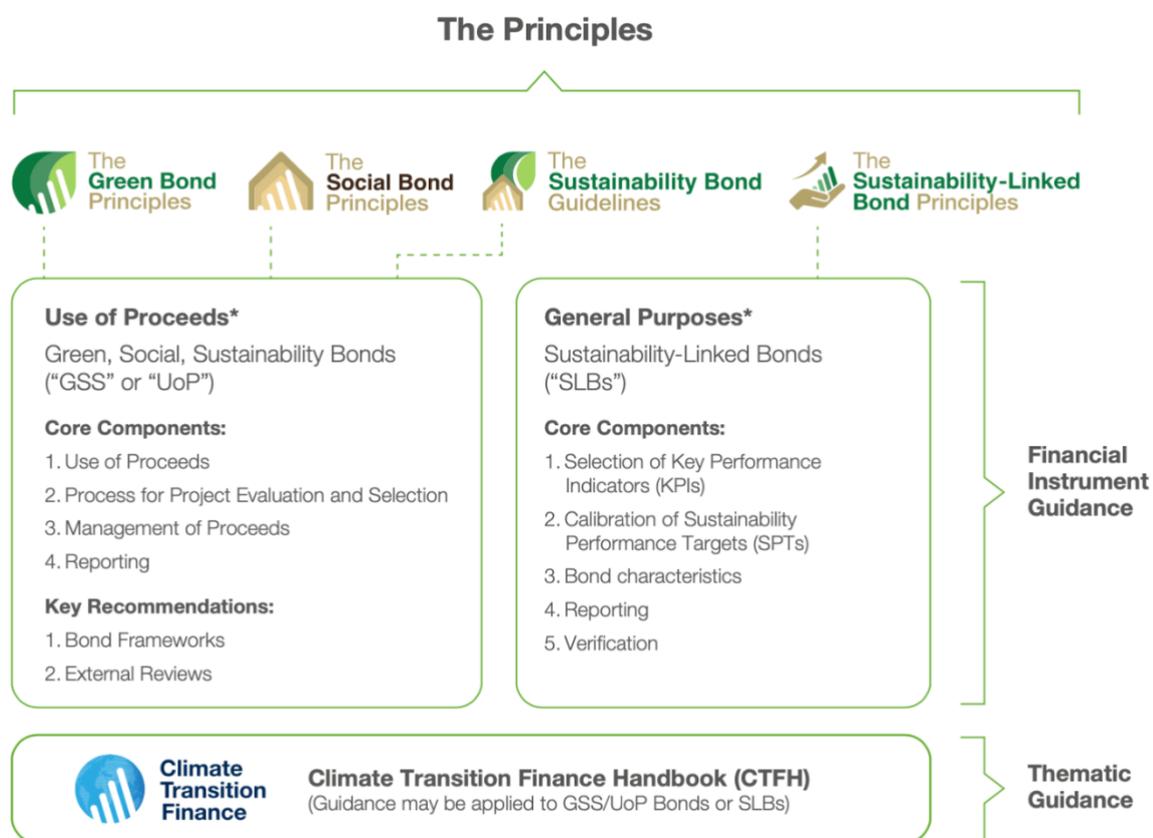
I *Green Bond Principles* sono i principi riferiti allo sviluppo delle obbligazioni che hanno l'obiettivo di finanziare progetti che hanno un chiaro impatto positivo per l'ambiente. Allo stesso modo i *Social Bond Principles* sono i principi per la redazione di obbligazioni volte a finanziare progetti per lo sviluppo sociale. I *Sustainability Bond Guidelines* invece sono uno strumento di sintesi delle due precedenti tipologie, in quanto danno la possibilità di sviluppare un'obbligazione che raccolga capitali da destinare a specifici progetti ambientali e sociali, utilizzando un'unica obbligazione. L'ultima tipologia prevista dell'ICMA è quella dei *Sustainability-Linked Bond Principles*. Tale tipologia di obbligazione sostenibile differisce da tutte le precedenti in quanto i capitali raccolti non sono vincolati a determinati progetti, ma sono volti al perseguimento di un obiettivo generale di sostenibilità. Come mostrato dalla figura 2.4 i principi possono essere ricondotti a due classi principali: uso di procedure o propositi generali.

L' "*Use of Proceeds*" viene utilizzata per i principi *Green, Social e Sustainability Bonds*, in quanto tali tipologie sono caratterizzate dal vincolo dei capitali raccolti per lo sviluppo di determinati progetti. Al fine di garantire la maggior trasparenza possibile da parte dell'emittente, ICMA ha previsto quattro passaggi fondamentali nel processo di redazione della documentazione per l'obbligazione, con lo scopo di riconoscere l'effettiva sostenibilità dello strumento finanziario. Nello specifico l'impresa emittente deve dare nota nei documenti dell'emissione:

- dell'utilizzo dei proventi,
- del processo di valutazione e selezione dei progetti per cui è stato richiesto il finanziamento,
- del modo in cui tali fondi vengono gestiti e monitorati,
- delle modalità con cui verranno emesse relazioni sull'avanzamento dei lavori.

L'utilizzo dei proventi nello specifico si riferisce a quelle attività e progetti a cui verranno destinati i fondi raccolti, tale area è l'unica delle quattro sopra elencata che varia in funzione di ogni tipologia di bond.

Figura 2.4 ICMA principi Green Bond



Fonte: International Capital Market Association

Discorso differente è quello riservato ai *Sustainability-Linked Bond Principles*, che come precedentemente riportato, sono una tipologia di bond generalista che va a raccogliere capitali per investirli in progetti per uno sviluppo sostenibile. Per fare ciò, il processo di redazione della documentazione di emissione per essere conforme agli standard del ICMA deve contenere una differente struttura rispetto a quella degli standard visti in precedenza. Nello specifico la documentazione deve contenere i KPI di monitoraggio, i *Sustainability Performance Targets* (SPTs) per poter indicare gli obiettivi di medio-lungo periodo, le caratteristiche dell'obbligazione anche in relazione al raggiungimento dei KPI e degli SPT, la reportistica di monitoraggio, nonché la verifica esterna della veridicità e correttezza del monitoraggio effettuato dall'impresa. Tale aspetto è fortemente raccomandato anche nel caso dell'uso di procedure, al fine di poter avere un controllo esterno imparziale sul reale operato dell'impresa e sul rispetto dei termini contrattuali e di sostenibilità prescritti dall'emissione dell'obbligazione.

Oltre ai principi emessi dall'ICMA, esistono ulteriori standard volti a regolare e certificare le emissioni di obbligazioni green, tra queste è necessario citare i *Climate Bonds Standard* (CBS). I

CBS sono il frutto del lavoro della *Climate Bonds Initiative*²⁰. I CBS sono una tipologia di standard in continua evoluzione, oggi arrivata alla sua quarta versione in pochi anni. La loro struttura differisce da quella dell'ICMA poiché i CBS si focalizzano solamente sulle obbligazioni volte a combattere il cambiamento climatico e la riduzione dell'inquinamento. Per tale motivo gli standard partono dai principi sviluppati dall'ICMA e li integrano con un maggior dettaglio sui temi delle procedure ambientali, prevedendo una maggiore attenzione sulle attività e sui progetti oggetto delle obbligazioni.

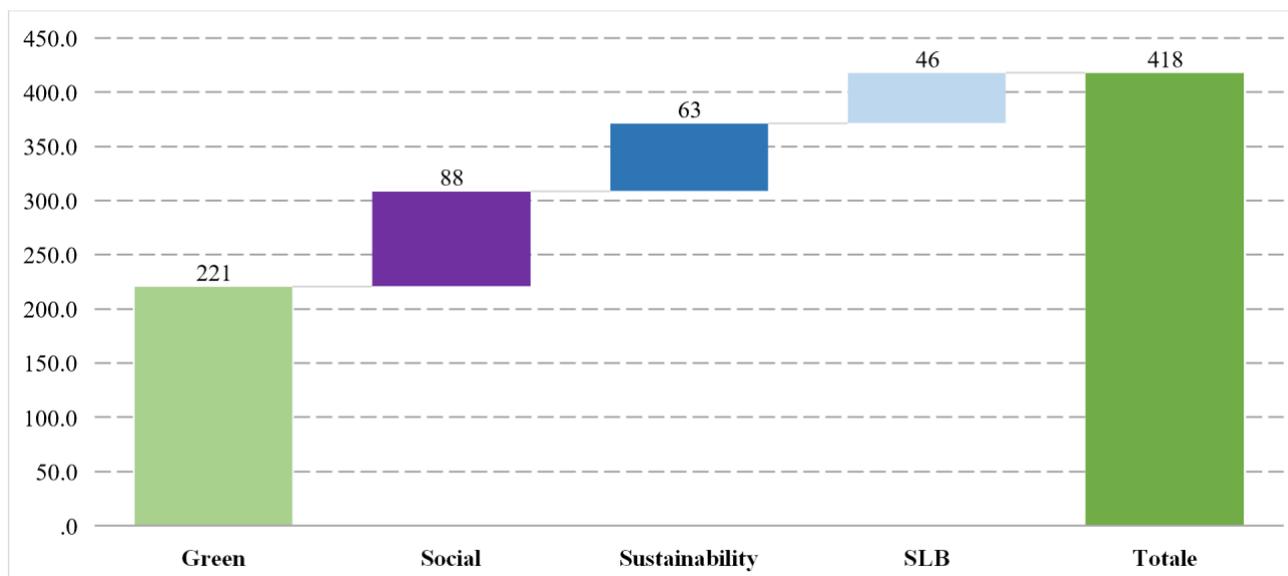
Anche l'Unione Europea al fine di allineare gli obiettivi del *Green Deal* e la tassonomia green, nel 2021, ha presentato una proposta di regolamento (Regolamento UE 2021/391) sulle obbligazioni green europee. La proposta è volta ad integrare l'attuale standard internazionale dell'ICMA con la specificità introdotta dalla tassonomia, al fine di creare uno strumento che sia in grado di adattarsi al contesto politico ed economico europeo. Oltre alla coerenza con la tassonomia europea, l'UE sta lavorando al fine di aumentare anche la trasparenza introducendo l'obbligo di revisione da parte di un soggetto terzo. Con l'introduzione del *European Green Bond Standard* (EUGBS) (Unione Europea, 2021), tutto il mercato beneficerebbe di uno standard ufficiale che aumenterebbe, la trasparenza, la credibilità e la comparabilità delle obbligazioni emesse.

2.4.2 La dimensione del mercato

Il ricorso al mercato obbligazionario rappresenta la migliore modalità per raccogliere ingenti capitali mantenendo il controllo dell'organizzazione. In tal senso le obbligazioni green sono diventate uno strumento cardine per tutte le organizzazioni impegnate nei fattori ESG, al fine di ottenere i fondi necessari a finanziare la transizione verso un'economia sostenibile. Come precedentemente riportato, il mercato delle obbligazioni sostenibili è cresciuto in maniera consistente nel corso degli anni. Tale fenomeno è dovuto alla crescente necessità da parte delle imprese di raccogliere capitali da destinare verso progetti per uno sviluppo sostenibile. A certificare l'attuale situazione internazionale del mercato delle obbligazioni sostenibili sono i dati rilasciati semestralmente dal CBI, tramite la pubblicazione di specifici report che certificano l'andamento complessivo del mercato obbligazionario sostenibile.

²⁰ Climate Bonds Initiative (CBI) è un'organizzazione internazionale che opera per favorire lo sviluppo ambientale tramite l'efficiente riallocazione dei capitali.

Figura 2.5 Dettaglio obbligazioni sostenibili H1 2022 in miliardi di dollari US



Fonte: Climate Bonds Initiative

Come mostrato nella figura 2.5, nel primo semestre del 2022 il valore complessivo raccolto delle emissioni obbligazionarie sostenibili hanno raggiunto i 417 miliardi di dollari US. Tale valore se pur estremamente rilevante ha comunque fatto registrare una diminuzione rispetto al primo semestre del 2021. Andando nel dettaglio ci si rende conto che è presente una forte disomogeneità all'interno delle obbligazioni sostenibili.

Infatti, osservando la figura 2.5 appare evidente come più della metà del valore complessivo raccolto dalle emissioni obbligazionarie derivi da bonds volti a salvaguardare i fattori ambientali. Il secondo strumento più usato sono le obbligazioni social, che hanno ricoperto il 21% del mercato. A seguire possiamo trovare gli strumenti ibridi quali i *Sustainability Bond* e *Sustainability-Linked Bond*, con rispettivamente il 15% e l'11%. Data la configurazione del mercato, è utile porre una maggiore attenzione a riguardo delle obbligazioni green in quanto, esse rappresentano lo strumento più utilizzato all'interno del comparto della finanza sostenibile.

La figura 2.6 a tal proposito mostra l'andamento globale del mercato delle obbligazioni verdi dal 2014 al primo semestre 2022. Come è evidente, il settore nell'arco temporale analizzato ha fatto registrare un costante aumento di anno in anno, facendo registrare nel solo 2021 i 508 miliardi di capitale raccolto. Tra il 2014 e il 2021 il settore dei green bond ha fatto registrare un *Compounded Average Growth Rate* (CAGR) del 38,8%. Tali dati sono estremamente sorprendenti se si guarda al 2014 quando vennero raccolti solamente 37 miliardi.

Figura 2.6 Volume di green bond in miliardi di dollari US dal 2014 al H1 2022

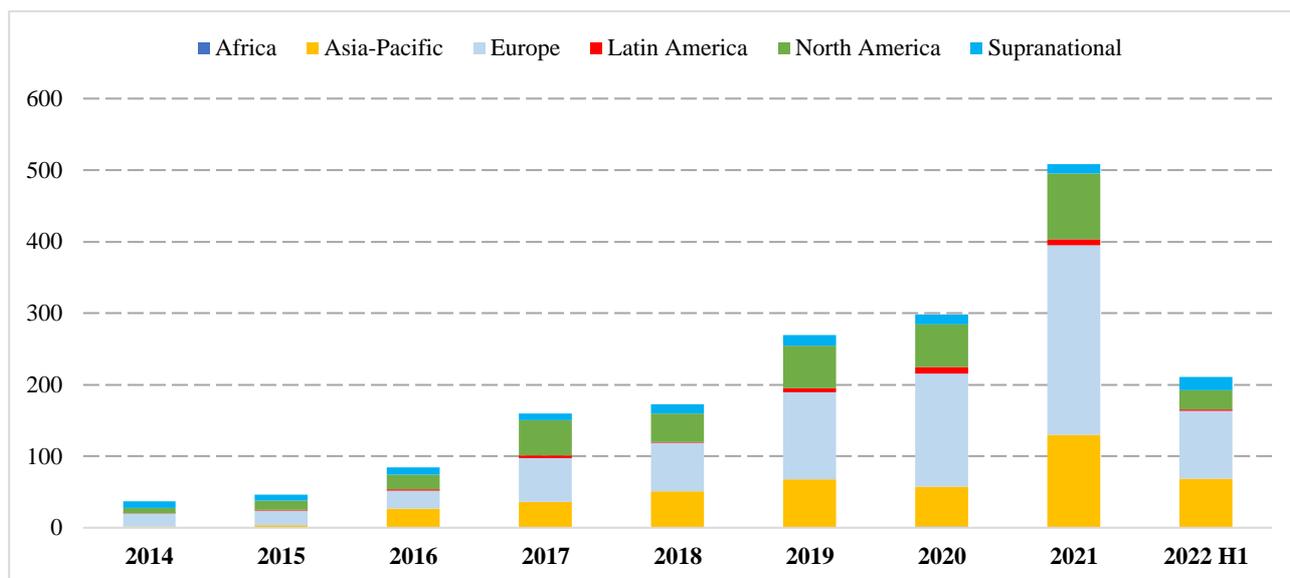


Fonte: Climate Bonds Initiative e Statista

La figura 2.7 riprende i dati esposti nella figura 2.6 e ne dà una rappresentazione per area geografica. Da tale figura appare evidente come l'Europa sin dal 2014 abbia rappresentato il fulcro dello sviluppo sostenibile internazionale. Nel primo anno di analisi, l'Europa, considerata nel suo insieme di stati, ha raccolto 18 miliardi di dollari US, coprendo quasi il 50% del mercato. La rilevanza del mercato europeo è cresciuta di pari passo con il mercato globale facendo registrare un CAGR del 39,7%.

Nel corso degli anni, anche il mercato asiatico ha fatto registrare un forte interesse nel mercato della sostenibilità ambientale.

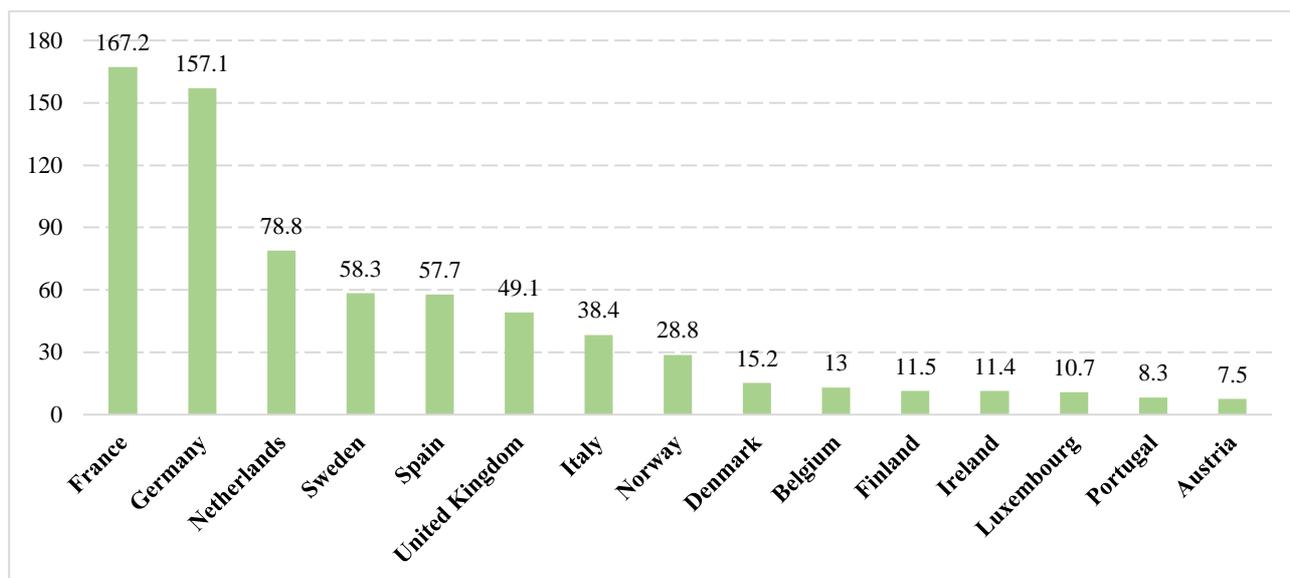
Figura 2.7 Ripartizione territoriale green bond in miliardi di dollari US dal 2014 al 2022 H1



Fonte: Climate Bonds Initiative e Statista

Infatti, si è passati da 1,6 miliardi raccolti nel 2014 ai 129 miliardi raccolti in tutto il 2021, con un CAGR (2014-2021) del 73%. Tale risultato è frutto di intense politiche di investimento che ha portato l'area asiatica a superare quella nordamericana nel 2021. Tale tendenza si è confermata anche nel primo semestre del 2022, in quanto i capitali raccolti tramite obbligazioni green ammontano a 68,4 miliardi contro i soli 26,9 raccolti in nord America. I capitali raccolti da organizzazioni sovranazionali sono leggermente aumentati nel corso degli anni attestandosi intorno ai 13 miliardi tra il 2020 e il 2021, ma facendo registrare un drastico aumento nel primo semestre del 2022 con 19 miliardi di dollari raccolti con l'emissione di obbligazioni verdi.

Figura 2.8 Valore cumulato green bond in Europa in miliardi di dollari US dal 2014 al 2021



Fonte: Climate Bonds Initiative e Statista

Approfondendo il contesto europeo tramite la figura 2.8 appare evidente come l'impegno profuso dalle varie organizzazioni ed enti vari da un paese all'altro. Infatti, analizzando i valori cumulati del 2014 al 2021, si può evincere come la Francia e la Germania abbiano sviluppato una forte attenzione alle tematiche della sostenibilità ambientale, raccogliendo sul mercato rispettivamente 167 e 157 miliardi di dollari da destinare a progetti green. L'Italia in tale classifica appare leggermente distaccata rispetto ai primi paesi avendo raccolto 38,4 miliardi negli otto anni analizzati. Nonostante ciò, è evidente come i paesi europei si stiano mobilitando al fine di implementare sempre di più questo settore.

3 Il costo del capitale e gli strumenti dell'analisi finanziaria

Al fine di continuare l'analisi delle politiche finanziarie delle imprese nell'Unione Europea, è necessario approfondire gli strumenti economici finanziari utilizzati per analizzare l'andamento delle aziende. A tal fine verranno approfonditi prima gli strumenti di analisi finanziaria per la valutazione aziendale ed a seguire le componenti del costo del capitale.

3.1 L'analisi finanziaria

Con il termine analisi finanziaria si definisce il processo di valutazione della situazione economica, finanziaria e patrimoniale di un'impresa. L'analisi è volta a comprendere come la gestione aziendale abbia influito sullo stato di salute dell'impresa al fine di esprimere un giudizio finale. L'analisi finanziaria si compone di tre aree di studio principali: l'analisi di solidità patrimoniale, l'analisi di liquidità e l'analisi di redditività. Le prime due componenti prese in maniera congiunta costituiscono l'analisi di solvibilità dell'impresa. L'analisi che viene svolta sui bilanci aziendali viene effettuata considerando un criterio temporale ed un criterio spaziale. L'analisi temporale è volta ad analizzare l'evoluzione dell'impresa nel corso degli esercizi. L'analisi spaziale invece incentra il suo ambito di interesse sulla comparazione dei risultati aziendali con altre imprese appartenenti allo stesso settore al fine di valutare come essa si posizioni rispetto alle imprese concorrenti. L'insieme di queste valutazioni è volto ad avere una valutazione economia finanziaria sull'attuale stato dell'impresa e della prevedibile evoluzione della situazione aziendale nel prossimo futuro.

L'analisi finanziaria è uno strumento volto a fornire informazioni sia verso gli *stakeholder* interni sia verso gli *stakeholder* esterni. Con riferimento agli *stakeholder* interni, in special modo per il management, la valutazione aziendale si configura come un utile strumento di monitoraggio dell'impresa e come uno strumento da utilizzare per valutare le azioni da intraprendere al fine di combattere alcuni punti critici all'interno dell'impresa. Per quanto riguarda gli azionisti la valutazione aziendale è lo strumento di valutazione delle performance dell'impresa e del ritorno degli investimenti effettuati. Per quanto concerne gli *stakeholder* esterni, la valutazione aziendale è uno strumento volto a valutare la convenienza nell'investimento e nel finanziamento, nonché l'utilizzo dell'analisi come elemento di *benchmark*.

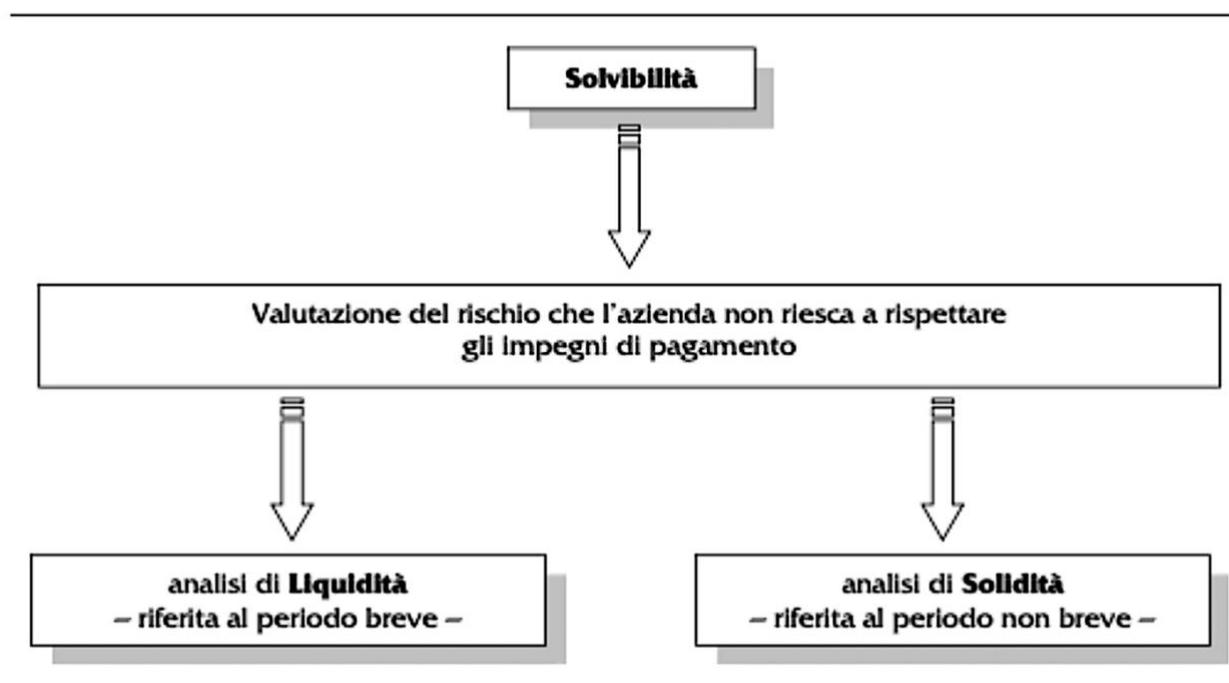
Il processo di analisi aziendale si articola in quattro fasi, quali: raccolta delle informazioni, analisi ed interpretazioni delle informazioni raccolte, definizione degli indicatori di valutazione, interpretazione dei dati e valutazione finale. Il processo di valutazione però presenta notevoli difficoltà applicative da ricondursi alla natura stessa del bilancio. Infatti, il bilancio è un documento di natura contabile

redatto secondo determinati principi, volto a rappresentare la situazione economica patrimoniale di un'impresa, ma in quanto documento di natura contabile non riesce ad incorporare tutti i reali aspetti dell'impresa. Oltre a ciò esiste un limite anche di attuabilità degli stessi bilanci in quanto, per loro natura, debbono dichiarare il vero, ma basano molte delle loro voci su stime o politiche di bilancio proprie ad ogni impresa. L'analisi dei bilanci passati è uno strumento importante per valutare l'attuale situazione aziendale, ma non è sufficientemente valido per valutare la possibile evoluzione dell'impresa nel futuro. Dato tale contesto, appare evidente come l'analisi aziendale sia uno strumento estremamente importante per la valutazione di un'impresa e che allo stesso tempo richieda grande preparazione ed occhio clinico al fine di evitare eventuali bias.

3.1.1 *Analisi di solvibilità*

L'analisi di solvibilità è un'analisi patrimoniale economica volta ad analizzare la struttura delle fonti e degli impieghi al fine di comprendere i potenziali rischi nella bilancia dei pagamenti. Nello specifico l'analisi di solvibilità cerca di comprendere i possibili rischi nel caso in cui l'impresa non riesca a rispettare gli impieghi di pagamento.

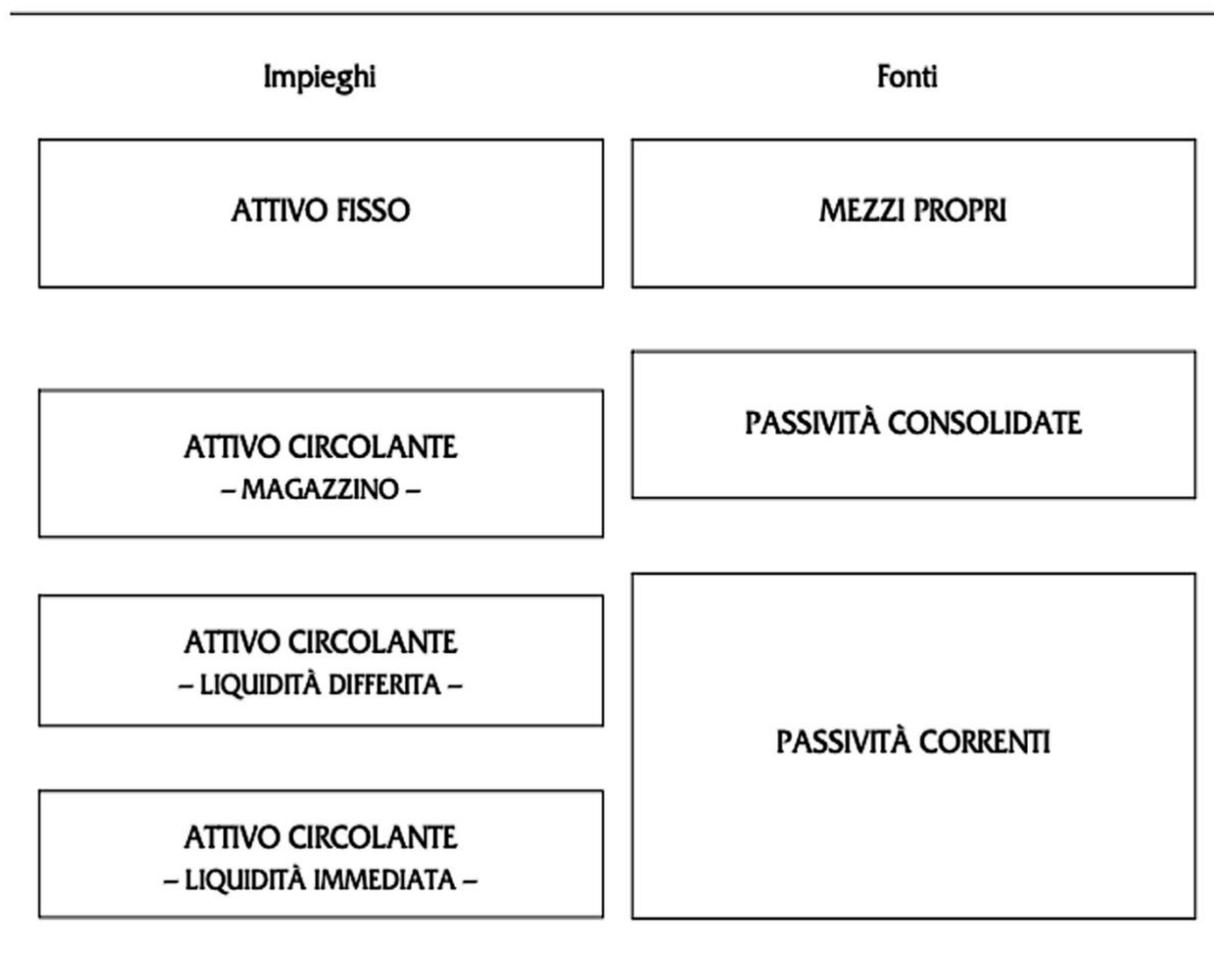
Figura 3.1 Componenti dell'analisi di redditività



Fonte: Di Lazzaro, F., & Musco, G. (2021). *Analisi Aziendale*. Giappichelli.

Come mostrato nella figura 3.1 l'analisi di solvibilità si compone di due aree di analisi, l'analisi di liquidità e l'analisi di solidità. L'analisi di liquidità si riferisce all'analisi degli impieghi di pagamento nel breve periodo, mentre l'analisi di solvibilità si riferisce all'analisi di medio e lungo periodo. Al fine di procedere con il dettaglio delle analisi di cui sopra è però necessario introdurre il concetto di riclassificazione finanziaria. La riclassificazione delle poste di un bilancio è un'attività volta a riorganizzare le voci di bilancio in determinate macro-classi al fine di ottenere uno schema semplificato di bilancio. Tramite la riclassificazione del bilancio diviene più semplice ricavare gli indici di bilancio. Esistono diverse tipologie di riclassificazioni, ognuna delle quali è riservata ad una singola tipologia di analisi. Nel caso dell'analisi di solvibilità è necessario ricorrere alla riclassificazione finanziaria.

Figura 3.2 Riclassificazione finanziaria



Fonte: Di Lazzaro, F., & Musco, G. (2021). *Analisi Aziendale*. Giappichelli.

La figura 3.2 mostra lo schema di bilancio riclassificato secondo il criterio finanziario. La riclassificazione finanziaria è volta a suddividere le voci del bilancio in due macro-classi: impieghi e fonti. Tali macro-classi a loro volta sono suddivise in sottoclassi secondo un criterio temporale di esigibilità e liquidità. Nello specifico gli impieghi vengono divisi in relazione alla loro velocità di trasformazione. Per tale motivo nell'attivo fisso troviamo le voci dello stato patrimoniale con una velocità di trasformazione superiore ai 12 mesi, mentre nell'attivo circolante vengono collocate tutte quelle voci che divengono liquide entro 12 mesi. A sua volta attivo circolante si articola in tre classi: magazzino, liquidità differita e liquidità immediata. Il magazzino comprende tutte le voci di rimanenze fisiche e contabili che sono in attesa di essere consumate. Il magazzino è la voce più lenta ad essere trasformata in liquidità. La liquidità differita si compone di tutti i crediti di funzionamento e finanziari la cui esigibilità è sotto i 12 mesi. Infine, la liquidità immediata è composta dalla cassa e da tutte le voci affini alla cassa in termine di liquidità. Il discorso riguardante le fonti di finanziamento è meno articolato in quanto sono previste tre classi: mezzi propri, passività consolidate e passività correnti. I mezzi propri sono una classe che ricomprende tutte le voci del patrimonio netto. Le passività consolidate sono costituite da tutte le fonti di finanziamento con esigibilità superiore ai 12 mesi. Infine, le passività correnti sono costituite dalle passività che hanno un'esigibilità inferiore a 12 mesi.

Una volta riclassificato lo stato patrimoniale secondo i criteri finanziari è possibile procedere con l'analisi di solidità, la quale si focalizza sull'analisi del rischio finanziario di medio e lungo periodo. L'analisi di solidità si compone di due livelli: il primo è volto a valutare le relazioni intercorrenti tra fonti e impieghi di lungo periodo, al fine di valutare la solvibilità dei pagamenti, mentre il secondo si focalizza sull'analisi della composizione delle fonti e degli impieghi. L'analisi di primo livello è volta a comprendere quali relazioni intercorrano tra l'attivo fisso e gli strumenti di finanziamento, nello specifico si vuole comprendere da quali voci è finanziato l'attivo fisso.

L'analisi di primo livello si effettua tramite il quoziente primario di struttura (Q_S^I), che viene anche definito quoziente di auto copertura dell'attivo fisso (AF). Il quoziente primario valuta in quale intensità i mezzi propri (MP) coprono il finanziamento dell'attivo fisso.

$$Q_S^I = \frac{MP}{AF}$$

Il quoziente primario di struttura è inversamente proporzionale rispetto al rischio finanziario di lungo periodo collegato al rinnovo di capitale. Infatti, ad alti livelli di Q_S^I corrispondono bassi livelli di rischio e così in maniera inversa, a bassi livelli di Q_S^I corrisponde un rischio maggiore per l'impresa nel lungo periodo.

Rimanendo sempre nell'analisi di primo livello, è possibile calcolare il quoziente secondario di struttura (Q_S^{II}). Il quoziente secondario di struttura è anche conosciuto come quoziente di copertura dell'attivo fisso. Il quoziente è volto a mostrare l'ammontare di passività durevoli (passività consolidate (PC) + mezzi propri) per ogni unità di attivo fisso.

$$Q_S^{\text{II}} = \frac{\text{MP} + \text{PC}}{\text{AF}}$$

Il quoziente di struttura ha una duplice valenza analitica, infatti, se da un lato esprime il grado di copertura offerto dalle passività durevoli, dall'altro lato offre la possibilità di analizzare l'indipendenza finanziaria dell'impresa. Infatti, confrontando il Q_S^{I} con il Q_S^{II} è possibile valutare quanto l'impresa si finanzia tramite i mezzi propri e quanto tramite le passività consolidate. Un'ampia divergenza tra i due quozienti indica una notevole dipendenza finanziaria.

Un ulteriore strumento a supporto dell'analisi di primo livello sulla solidità aziendale è l'analisi del grado di ammortamento (g_{amm}) delle immobilizzazioni tecniche. Il grado di ammortamento esprime lo sfruttamento economico delle immobilizzazioni dell'impresa.

$$g_{\text{amm}} = \frac{\text{fondo ammortamento immobilizzazioni tecniche}}{\text{valore lordo immobilizzazioni tecniche}}$$

Il grado di ammortamento ha una doppia valenza: da un lato offre un valore assoluto sullo stato di utilizzo economico delle immobilizzazioni, in quanto un valore sempre più prossimo ad uno indica che le immobilizzazioni stanno arrivando al termine della loro vita economica e probabilmente anche a quella fisica; mentre dall'altro lato, l'analisi temporale del g_{amm} offre una chiave di lettura sulla velocità con cui un'impresa sfrutta le proprie immobilizzazioni, in modo tale da prevedere la possibile necessità di rifinanziamento.

Procedendo con l'analisi di secondo livello, è possibile valutare la composizione degli impieghi e delle fonti. L'analisi degli impieghi si caratterizza per la presenza di una contrapposizione tra uno stato di elasticità e uno stato di rigidità. Tali due possibili situazioni sono date dalla conformazione degli impieghi. Nel caso in cui la parte predominante degli impieghi di capitale sia costituita da attivo fisso si dirà che il capitale ha una struttura rigida, viceversa, se ad essere predominante fosse attivo circolante (AC), il capitale si direbbe elastico. Questa distinzione si basa sull'epoca di esigibilità monetaria.

Per valutare l'elasticità e la rigidità degli impieghi si utilizzano l'indice di rigidità (I_R) e l'indice di elasticità (I_E). Essi valutano rispettivamente la relazione tra attivo fisso e attivo circolante con il capitale investito ($\text{CI} = \text{AF} + \text{AC}$).

$$I_R = \frac{AF}{CI}$$

$$I_E = \frac{AC}{CI}$$

L'indice di elasticità e l'indice di rigidità sono complementari tra loro e assumono valori compresi tra 0 e 1. Volendo procedere più nel dettaglio è possibile scomporre l'indice di elasticità in tre ulteriori indici: l'indice di liquidità immediata (I_{Li}), l'indice di liquidità totale (I_{Lt}) e l'indice di incidenza del magazzino (I_M).

$$I_{Li} = \frac{LI}{CI}$$

$$I_{Lt} = \frac{LI + LD}{CI}$$

$$I_M = \frac{M}{CI}$$

Tali indici esprimono il peso delle singole voci sul totale del capitale investito in modo tale da dare un maggior dettaglio della ripartizione interna all'attivo circolante. Tornando all'analisi dell'elasticità/rigidità è possibile ricavare anche i quozienti di elasticità (Q_E) e di rigidità (Q_R), come rapporto tra le due componenti.

$$Q_R = \frac{AF}{AC}$$

$$Q_E = \frac{AC}{AF}$$

Passando ad analizzare le fonti di finanziamento, l'analisi di secondo livello si focalizza sul livello di indebitamento dell'impresa al fine di valutarne il rischio. Il primo pacchetto di indici è volto a descrivere come siano ripartite le varie voci delle fonti rispetto al capitale investito/raccolto. L'indice di dipendenza finanziaria (I_D) mette a rapporto le passività totali ($PT = PC + PB$) con il capitale raccolto. Allo stesso modo l'indice di autonomia finanziaria (I_A), descrive l'incidenza dei mezzi propri sul CI.

$$I_D = \frac{PT}{CI}$$

$$I_A = \frac{MP}{CI}$$

Di estrema rilevanza è il quoziente di indebitamento complessivo (Q_D), il quale esprime l'intensità di indebitamento per ogni unità di mezzi propri dell'impresa. Questo quoziente è estremamente importante perché esprime in maniera sintetica lo stato d'indebitamento dell'impresa.

$$Q_D = \frac{PT}{MP}$$

Il quoziente di indebitamento complessivo esprime il rischio derivante dal ricorso al debito. La valutazione del rischio varia in funzione del settore e della regione geografica, nonostante ciò, come mostrato dalla figura 3.3, si può porre una soglia di rischio elevato quando il valore del quoziente supera 2. Infatti, in tale circostanza si riscontra una mancanza di autonomia finanziaria data dall'ingente mole di debiti e dall'inefficacia dei mezzi propri.

Figura 3.3 Soglie di rischio indebitamento complessivo

<i>Valori di Q_D</i>	<i>Significato</i>	<i>Condizione</i>	<i>Azioni da intraprendere</i>
Oltre 2	Elevato rischio	Mancanza di autonomia finanziaria	Ricapitalizzare e/o ridurre il capitale di terzi
Da 1 a 2	Moderato rischio	Dipendenza finanziaria sostenibile	Controllare l'andamento del quoziente
Da 0,5 a 1	Normalità	Equilibrata combinazione delle fonti	–
Meno di 0,5	Rischio remoto	Buona autonomia finanziaria	Possibilità di ricorso al debito per finanziare la crescita

Fonte: Di Lazzaro, F., & Musco, G. (2021). *Analisi Aziendale*. Giappichelli.

Il quoziente di indebitamento complessivo è uno strumento molto importante, ma nella sua forma complessiva incorpora alcuni elementi distorsivi, tra cui i debiti commerciali. Per tale motivo molto spesso vengono utilizzati dei quozienti di indebitamento più specifici, come il quoziente di indebitamento finanziario (Q_{Df}) e il quoziente di indebitamento finanziario consolidato (Q_{Dfc}), i quali usano al numeratore rispettivamente i debiti finanziari (D_{fin}) e i debiti finanziari consolidati (PC_{fin}).

L'analisi della liquidità incentra il suo campo d'azione sulla valutazione del rischio di non far fronte ai pagamenti nel breve periodo. Anche in questo caso l'analisi si sviluppa su due livelli, il primo confronta attivo circolante con le passività a breve, mentre il secondo scende nel dettaglio analizzando la velocità di rinnovo dei valori del capitale circolante netto derivanti dalla gestione operativa. Il primo quoziente dell'analisi di liquidità è il *current ratio* o quoziente di disponibilità (Q_d), il quale valuta solo se le attività correnti sono in grado di far fronte alle passività correnti.

$$Q_d = \frac{AC}{PB}$$

Il quoziente di disponibilità, seppure non offra informazioni sulle tempistiche di pagamento, offre uno strumento di valutazione in grado di segnalare possibili criticità nella bilancia dei pagamenti. Infatti, il quoziente di disponibilità dovrebbe essere sempre superiore ad uno: ciò significherebbe che le attività a breve termine riescono a soddisfare tutte le passività a breve. Se così non fosse, l'impresa andrebbe sicuramente incontro a situazioni di tensione finanziaria, con ritardi nei pagamenti e incapacità di onorare i termini contrattuali. Anche un indice uguale o poco superiore all'unità potrebbe non essere soddisfacente, in quanto all'interno delle attività correnti c'è il magazzino, nel quale è presente a sua volta una scorta permanente, la cui valutazione viene stimata. Per tale motivo un indice intorno ad uno potrebbe comunque portare a delle tensioni finanziarie.

Il quoziente primario di tesoreria (Q_T^I) conosciuto anche come *quick ratio* o *acid test* è volto a superare le incertezze dovute alla stima del magazzino, valutando solamente la liquidità immediata e la liquidità differita.

$$Q_T^I = \frac{LI + LD}{PB}$$

Il Q_T^I esprime il grado in cui la cassa e i crediti a breve possono fronteggiare le passività a breve. Anche in questo caso un valore positivo tendente ad uno del quoziente non indicherebbe sincronismo tra le entrate e le uscite, ma sicuramente attesterebbe che l'impresa ha le risorse per fronteggiare le uscite monetarie. Il *cash ratio*, o quoziente secondario di tesoreria (Q_T^{II}), è un ulteriore quoziente volto a valutare la capacità dell'impresa di far fronte alle passività a breve. Il quoziente secondario di tesoreria offre una misura di quanto le disponibilità immediate dell'impresa riescano a far fronte alle passività a breve.

$$Q_T^{II} = \frac{LI}{PB}$$

Il *cash ratio* è l'unico indicatore che indica in maniera puntuale la capacità dell'impresa di soddisfare i propri debiti. Un valore del quoziente alto sta ad indicare un basso rischio di tensioni finanziarie, in quanto si può far fronte ai debiti tramite l'utilizzo della cassa.

Nel caso in cui il quoziente di disponibilità sia maggiore di uno, mentre il quoziente primario di tesoreria sia inferiore ad uno, è possibile effettuare una verifica tramite il quoziente di dipendenza dal magazzino (Q_{dM}). Il quoziente in questione indica quanto sia dipendente dalla smobilitazione del magazzino l'impresa presa in esame.

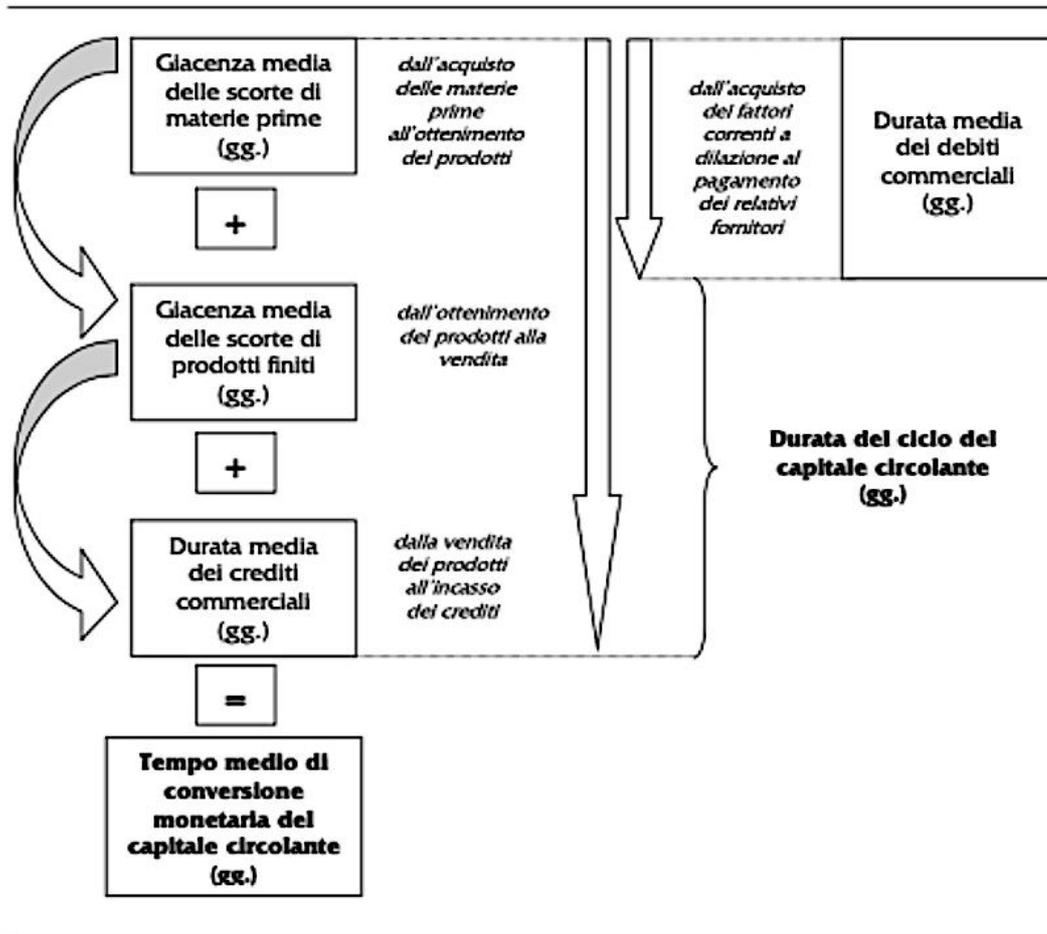
$$Q_{dM} = \frac{PB - (LD + LI)}{M}$$

Nel caso in cui il quoziente di dipendenza del magazzino sia prossimo ad uno viene rilevata un'elevata dipendenza dal magazzino. Ciò implica che l'impresa sia tenuta a disinvestire larga parte del magazzino in tempi brevi per far fronte alle passività.

L'analisi di secondo livello per quanto riguarda l'analisi di liquidità è incentrata sul superamento dei limiti dei quozienti sopra descritti. Infatti, come è stato più volte riportato, i quozienti di liquidità presentano due principali limiti: il primo è relativo sulla capacità degli indici di prevedere gli effetti della gestione futura; il secondo è rappresentato dal fatto che gli indici in questione non hanno la capacità di indicare il sincronismo tra entrate monetarie ed uscite. Il primo limite può essere risolto utilizzando le serie storiche e presumendo che l'impresa continui ad avere la stessa gestione che ha avuto in passato. Mentre per il secondo limite presentato dai quozienti di primo livello è necessario ricorrere agli indici di durata. Gli indici di durata fanno riferimento a delle specifiche sottoclassi del capitale circolante riguardanti il ciclo operativo e riescono ad esprimere i tempi medi di incasso, pagamento e giacenza all'interno del ciclo operativo. Il capitale circolante netto (CCN) deriva dall'attivo circolante netto (ACN) al quale viene aggiunta la cassa. L'ACN a sua volta è dato dalla differenza tra gli impegni e le fonti a breve. Mentre il capitale circolante netto operativo (CCN_o) è una sottoclasse CCN che fa riferimento esclusivamente all'area operativa.

Con riferimento a ciò il ciclo del circolante misura il tempo medio che intercorre tra gli incassi e i pagamenti dei cicli operativi. Al fine di ottenere il ciclo del circolante è necessario analizzare i tempi medi di incasso, giacenza e pagamento nonché i quozienti di rotazione. Come mostrato dalla figura 3.4, il ciclo del circolante si compone dell'analisi del magazzino, dei debiti commerciali e dei crediti commerciali. L'analisi congiunta di tali fattori porta sia alla definizione del ciclo del circolante come tempo intercorrente tra il pagamento dei debiti e l'incasso dei crediti e sia come il tempo medio di conversione monetaria del capitale circolante.

Figura 3.4 Ciclo del circolante



Fonte: Di Lazzaro, F., & Musco, G. (2021). *Analisi Aziendale*. Giappichelli.

Per quanto riguarda l'analisi del magazzino bisogna innanzitutto fare una precisazione rispetto alla figura 3.4, nella quale la giacenza media delle materie prime viene considerata in maniera separata rispetto alle scorte di prodotti finiti. Tale situazione rispecchia un'impresa industriale nella quale è presente un processo produttivo di trasformazione. Per semplicità, nel resto del documento, si farà riferimento ad un'impresa commerciale con un unico magazzino. L'Analisi delle componenti del CCN₀ è caratterizzata dal quoziente di rotazione e il tempo medio. Per quanto riguarda il magazzino il quoziente di rotazione del magazzino (Q_{rM}) è dato dal costo del venduto (CV) diviso il magazzino medio (MM). Mentre il tempo medio di giacenza è dato dall'inverso del quoziente del magazzino per 365 giorni.

$$Q_{rM} = \frac{CV}{MM}$$

$$Giacenza\ media\ magazzino = \frac{MM}{CV} * 365$$

Il quoziente esprime il numero di volte durante un esercizio in cui il magazzino si rinnova. Mentre la giacenza media del magazzino esprime il numero di giorni che l'impresa impiega prima di riuscire a vendere i prodotti.

Anche per i crediti commerciali vale lo stesso tipo di analisi effettuata per il magazzino. Il quoziente di rotazione dei crediti (Q_{rc}) è dato dal rapporto tra i ricavi dell'esercizio (V) e il valore medio dei crediti commerciali (CC) defiscalizzati. Come per il caso del magazzino anche in questo caso il tempo medio di incasso è dato dall'inverso del quoziente di rotazione per 365.

$$Q_{rc} = \frac{V}{CC * \frac{1}{1 + IVA}}$$

$$Tempo\ di\ incasso\ medio = \frac{CC * \frac{1}{1 + IVA}}{V} * 365$$

Il tempo d'incasso medio esprime il numero di giorni che intercorrono tra la vendita del bene e l'effettivo incasso del pagamento. Il quoziente di rotazione invece esprime il numero di volte in cui i crediti vengono rinnovati nel corso di un esercizio.

Come per i precedenti due casi, anche i debiti presentano la stessa fattispecie di applicazione. Nello specifico si può trovare il quoziente di rotazione dei debiti (Q_{rd}), dato dal rapporto tra gli acquisti effettuati (A) e i debiti commerciali medi (DC) defiscalizzati. Come nel caso dei crediti anche qui il tempo medio di pagamento è dato dall'inverso del quoziente.

$$Q_{rd} = \frac{A}{DC * \frac{1}{1 + IVA}}$$

$$Tempo\ di\ pagamento\ medio = \frac{DC * \frac{1}{1 + IVA}}{A} * 365$$

Una volta ottenuti tutte e tre le componenti del ciclo del circolante si può ottenere l'effettivo numero di giorni medi che intercorrono tra il pagamento dei debiti e l'incasso dei debiti. La durata media del ciclo del circolante è data dalla giacenza media + il tempo di incasso medio – il tempo di pagamento medio. Da tale espressione può risultare un valore in giorni positivo o un valore in giorni negativo. Nel caso in cui il ciclo del circolante sia positivo ciò significa che l'impresa ha un fabbisogno da finanziaria in quanto paga prima i suoi debiti e poi incassa i suoi crediti. Viceversa, nel caso di un

ciclo del circolante negativo, l'impresa avrà una bilancia dei pagamenti positiva poiché incasserà i crediti prima di dover pagare i debiti. Il ciclo del circolante dà una misura della sincronicità dei pagamenti dell'impresa, nonché delle misure da adottare al fine di evitare tensioni finanziarie.

3.1.2 *Analisi di redditività*

L'analisi di redditività è volta ad analizzare l'equilibrio economico di medio lungo periodo dell'impresa, tramite l'analisi della capacità dell'impresa di produrre reddito al fine di remunerare gli azionisti. L'analisi incentra il suo campo d'azione sullo studio dei driver che hanno portato alla generazione di valore e come questi abbiano poi remunerato le differenti forme di capitale presenti all'interno della struttura aziendale. Per tale motivo l'analisi di redditività a differenza di quella di solvibilità richiede di utilizzare congiuntamente lo stato patrimoniale e il conto economico. La redditività degli impieghi e la remunerazione delle fonti deriva direttamente da un rapporto tra i valori impiegati nello stato patrimoniale e i valori generati nel conto economico. Nello specifico la redditività (r) è data dal rapporto tra il reddito (R) e lo *stock* di capitale (C).

$$r = \frac{R}{C}$$

Al fine di poter ricavare una corretta valutazione della redditività dell'impresa è necessario riclassificare il conto economico e lo stato patrimoniale. Il conto economico seppur già strutturato in forma scalare non riesce a dare la giusta rappresentazione delle aree operative dell'impresa, per tale motivo è necessario riclassificare il conto economico secondo il criterio delle aree gestionali. La riclassificazione del conto economico secondo il criterio della pertinenza gestionale consiste nella classificazione delle voci in riferimento all'area che le ha prodotte. La classificazione tramite il criterio gestionale a sua volta prevede tre differenti modelli di riclassificazione dei costi operativi:

- natura interna o esterna
- reattività
- destinazione.

La metodologia più utilizzata per riclassificare i costi operativi è quella per natura, in quanto essa è di più facile applicazione per l'analista esterno, il quale non possiede la totalità delle informazioni sulle dinamiche interne all'impresa.

La classificazione secondo il criterio della pertinenza gestionale si articola in cinque aree differenti:

- area della gestione operativa

- area della gestione extra operativa
- area della gestione straordinaria
- area della gestione finanziaria
- area della tassazione.

L'area di carattere operativa ricomprende tutte quelle voci da ricondurre alla produzione tipica dell'impresa. Le attività operative rappresentano l'area principale nel processo produttivo di un'impresa poiché esse contribuiscono in maniera sostanziale alla creazione di reddito per l'impresa. La valutazione delle attività da ritenersi operative è da valutare singolarmente per ogni impresa in quanto intrinsecamente collegate alla attività di quest'ultima. I costi operativi vanno valutati in relazione al loro collegamento con le attività operative.

L'area della gestione extra operativa, anche detta accessoria, ricomprende tutte quelle voci di produzione di reddito che sono estranee dalla gestione ordinaria, in quanto autonome e indipendenti. Tali attività hanno carattere ordinario, ma sono frutto di sfruttamento di attività patrimoniali e finanziarie non correlate con l'attività tipica dell'impresa. Il risultato extra operativo concorre con il risultato operativo nella creazione del reddito ordinario.

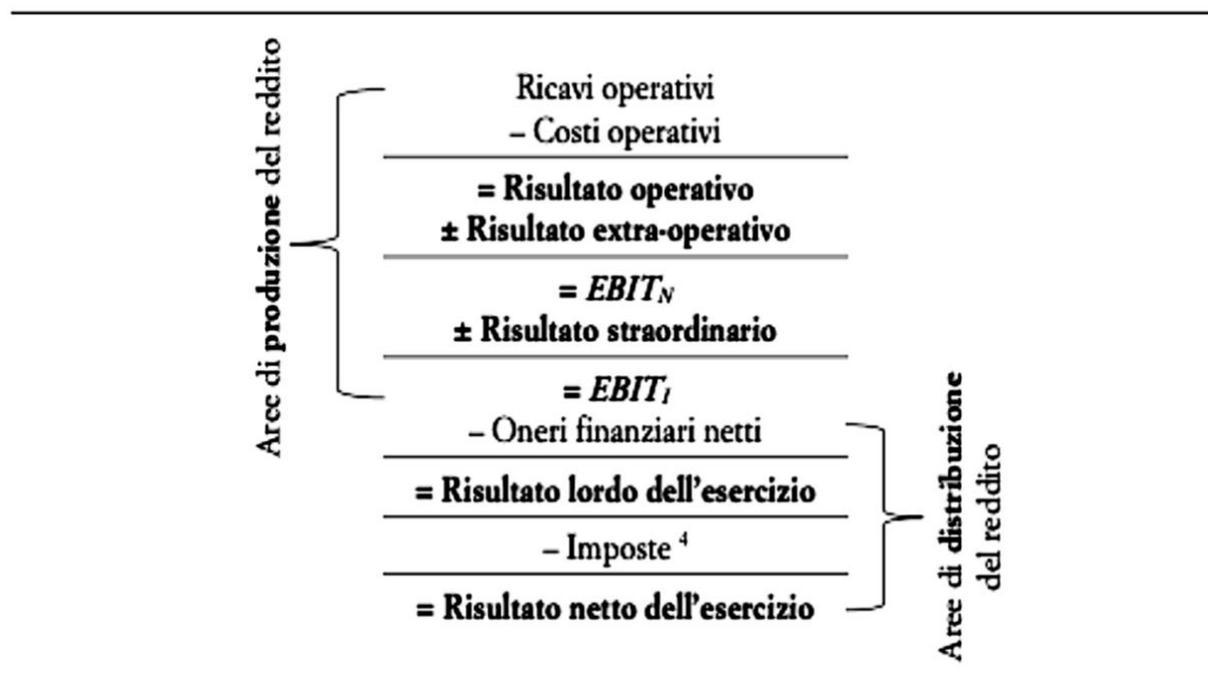
L'area della gestione straordinaria ricomprende tutte quelle voci che per loro natura e dimensione sono da riferirsi ad un evento straordinario non correlato con l'ordinaria gestione.

L'area della gestione finanziaria ricomprende tutte le voci derivanti dall'attività di finanziamento dell'impresa con mezzi diversi dal capitale di rischio. Essa rappresenta la prima area di remunerazione all'interno del conto economico.

L'area della tassazione infine non può essere considerata una reale area gestionale dell'impresa, anche se in alcuni casi anche essa è oggetto di pianificazione, poiché ricomprende gli oneri dovuti allo stato in relazione al reddito prodotto.

La figura 3.5 sintetizza lo schema del conto economico secondo il criterio della pertinenza gestionale. Come si può notare, la figura enfatizza due fasi nel conto economico, quella di produzione del valore e quella di distribuzione del valore. La prima fase è composta dall'area operativa, dall'area extra operativa e dall'area straordinaria, le quali formano congiuntamente l'EBIT integrale ($EBIT_I$), mentre escludendo l'area straordinaria si ha l'EBIT normalizzato ($EBIT_N$). La seconda fase invece mostra le aree di distribuzione del reddito prodotto, tramite l'adempimento degli oneri finanziari, il pagamento dell'imposte sul reddito e la remunerazione del capitale proprio.

Figura 3.5 Conto economico riclassificato secondo criteri gestionali



Fonte: Di Lazzaro, F., & Musco, G. (2021). *Analisi Aziendale*. Giappichelli.

Una volta riclassificato il conto economico è necessario riclassificare anche lo stato patrimoniale al fine di avere una diretta correlazione tra le voci del conto economico e le voci dello stato patrimoniale. La riclassificazione dello stato patrimoniale avviene seguendo il criterio economico, il quale è volto a dare una coerenza tra i valori dello stato patrimoniale e quelli del conto economico. Le attività dello stato patrimoniale vengono riclassificate seguendo uno schema che ricalchi quello previsto dal conto economico con una ripartizione in tre aree. Per tale motivo sono previsti gli impieghi operativi, gli impieghi extra operativi e gli impieghi misti o scorta liquida. Come è presumibile gli impieghi operativi ed extra operativi ricalcano le stesse fattispecie espresse nel conto economico, con l'unica differenza che in questo caso ci si riferisce agli impieghi di capitale. In questo caso ancor più che nel caso della riclassificazione del conto economico è necessario analizzare le voci degli impieghi dello stato patrimoniale al fine di comprendere quali di essi concorrano alla produzione del reddito operativo e quali concorrano alla produzione del reddito extra operativo. La scorta liquida è un'area residuale al cui interno sono ricompresi vari impieghi di capitale, tra cui la cassa e le disponibilità bancarie. Data la sua natura ibrida, senza una corrispondente area reddituale, solitamente la scorta liquida viene scorporata andando a inserire le disponibilità bancarie all'interno degli impieghi extra operativi e ponendo la cassa a riduzione delle passività finanziarie.

Figura 3.6 Stato patrimoniale riclassificato con criterio economico

Impieghi operativi Impieghi extra-operativi Impieghi misti (scorta liquida)	Mezzi propri Debiti finanziari Debiti di funzionamento
---	--

Fonte: Di Lazzaro, F., & Musco, G. (2021). *Analisi Aziendale*. Giappichelli.

La figura 3.6 mostra lo schema di stato patrimoniale riclassificato secondo il criterio economico. Le passività all'interno del criterio economico vengono classificate ponendo in evidenza la modalità con cui vengono remunerate. Esse vengono suddivise in tre aree, mezzi propri, debiti finanziari e debiti di funzionamento. I mezzi propri ricomprendono le voci del capitale proprio, mentre i debiti finanziari comprendono tutte le forme di finanziamento dell'impresa, in questo caso le due voci hanno una remunerazione esplicita riferibile all'utile e agli oneri finanziari. Tale chiarezza nella remunerazione non è presente quando si parla dei debiti di funzionamento in quanto in tale classe vengono indirizzate tutte quelle voci che comprendono debiti commerciali e di normale funzionamento dell'impresa. L'assenza di una remunerazione diretta nel caso dei debiti di funzionamento è da attribuirsi al fatto che la remunerazione è già implicita nella dilazione che viene concessa all'impresa. Per tale motivo solitamente i debiti finanziari vengono portati a sottrazione degli impieghi operativi al fine di dare una remunerazione diretta ad ogni classe.

Il fulcro dell'analisi di redditività è dato del *Return On Equity (ROE)*, dopodiché l'analisi di redditività procede a ritroso attraverso tutte le componenti che hanno influito sul valore generato per gli azionisti. Il *ROE* è un indicatore di sintesi, che esprime il valore generato rispetto al capitale investito nell'impresa. Esso è dato dal rapporto tra utile netto (*UN*) e mezzi propri (*MP*).

$$ROE = \frac{UN}{MP}$$

Il *ROE* esprime la redditività del capitale investito dagli azionisti, rappresentando la remunerazione del loro investimento. È un indice che da un lato rappresenta la remunerazione degli azionisti e dall'altro l'onerosità del capitale proprio. Il *ROE* rappresenta un indicatore di generazione di valore, ma talvolta esso può anche essere negativo. Ciò avviene quando durante l'esercizio di bilancio l'impresa non riesce a generare utile e va incontro ad una perdita. Il *ROE* è uno dei principali indici di valutazione aziendale in quanto esso rappresenta il ritorno dell'investimento nell'impresa. Imprese con un alto *ROE* avranno più facilità ad attrarre potenziali investitori dati gli alti ritorni.

L'analisi di redditività però non si ferma al *ROE*, ma si addentra nello studio delle componenti che ne forniscono il risultato. Nello specifico l'analisi si concentra sull'area operativa, sull'area extra operativa, sull'area straordinaria e sull'area finanziaria. Alla base della creazione del valore c'è l'area operativa sulla quale si poggia tutta la stabilità dell'impresa. Per poter valutare la redditività dell'area operativa si utilizza il *Return On Investment (ROI)*. Il *ROI* mette in relazione l'utile operativo (*UO*) con il capitale operativo. Per quanto riguarda il capitale operativo è necessario tenere in considerazione la distinzione tra capitale operativo netto (*CIO_N*) e capitale operativo lordo (*CIO_L*). Il capitale operativo netto, come precedentemente detto, è dato dal capitale operativo lordo dal quale vengono dedotti i debiti di funzionamento; tramite ciò è possibile valutare il grado di leva commerciale (*glc*), cioè il grado di sfruttamento della dilazione di pagamento.

$$ROI^* = \frac{UO}{CIO_L}$$

$$glc = \frac{CIO_L}{CIO_N}$$

$$ROI = \frac{UO}{CIO_N} = ROI^* * glc$$

Il *ROI* rappresenta la base per il rendimento aziendale, il risultato ottenuto tramite il *ROI* può essere attenuato o accentuato dalle altre aree operative, ma esso rappresenta la componente più importante per l'impresa. Dopo aver analizzato l'area operativa è necessario passare all'analisi del rendimento extra operativo tramite il *Return On Net Assets (RONA_N)*. Il *RONA_N* misura il rendimento dell'attività operative ed extra operative rispetto al capitale investito totale netto (*CIT_N*), dato dalla somma del capitale operativo e del capitale extra operativo. La somma del risultato operativo e del risultato extra operativo danno vita al *EBIT_N*. Il *RONA_N* è espressione della redditività della gestione ordinaria dell'impresa.

$$RONA_N = \frac{EBIT_N}{CIT_N}$$

Il *RONA_N* rapportato con il *ROI* dà vita al grado di leva della gestione accessoria (*glga*), il quale esprime un'indicazione sull'impatto della gestione accessoria sul *ROI*. Infatti, la *glga* può assumere una serie di valori che fungono da moltiplicatore del rendimento aziendale in funzione del risultato della gestione extra operativa.

$$glga = \frac{RONA_N}{ROI}$$

Un risultato della gestione extra operativa deludente o insufficiente può portare ad un *glga* inferiore ad uno con la conseguente riduzione di rendimento della redditività operativa; all'inverso un eccellente risultato sul fronte della gestione extra operativa può portare ad una *glga* maggiore dell'unità con un conseguente miglioramento del *ROI*.

Andando oltre la gestione ordinaria dell'impresa, si può valutare il rendimento integrale della gestione aziendale, considerando anche il risultato della gestione straordinaria tramite il calcolo del $RONA_I$ integrale. Esso, inoltre, come nei casi precedenti, contribuisce alla definizione del grado di leva della gestione straordinaria (*glgs*), dato dal rapporto tra l' $EBIT_I$, il quale comprende anche il risultato della gestione straordinaria e l' $EBIT_N$.

$$RONA_I = \frac{EBIT_I}{CIT_N}$$

$$glgs = \frac{EBIT_I}{EBIT_N}$$

Arrivati a questo punto dell'analisi, si sono definite tutte le componenti della produzione di reddito dell'impresa; l' $EBIT_I$ rappresenta l'ultimo livello prima della distribuzione del reddito sottoforma di oneri finanziari, imposte e di utili. La gestione finanziaria rappresenta un elemento cruciale per l'impresa, che se utilizzata in maniera adeguata può portare ad un accrescimento del valore dell'impresa. Al fine di valutare l'impatto della leva finanziaria sull'impresa è necessario introdurre il tasso medio di finanziamento (*Tf*) o *Return On Debt (ROD)*.

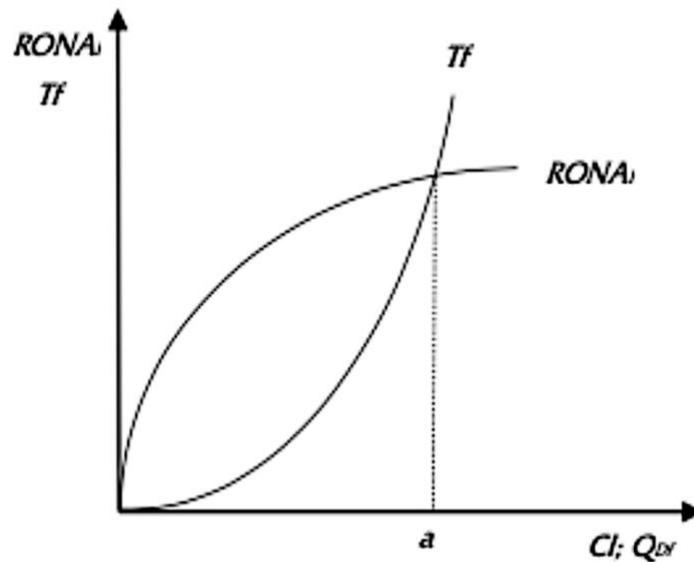
$$Tf = \frac{\text{Oneri finanziari}}{\text{Debiti finanziari}}$$

Il *Tf* misura l'onerosità del debito e deve essere valutata in relazione al $RONA_I$, come si può apprezzare dalla formula di seguito:

$$ROE_N = [RONA_I + Q_{Df} * (RONA_I - Tf)] * (1 - k)$$

La formula del ROE_N mette in relazione il $RONA_I$ con la leva finanziaria e la tassazione, rappresentata dall'aliquota (*k*). Gli effetti della leva finanziaria devono essere ricondotti alla componente $Q_{Df} * (RONA_I - Tf)$, la quale può fornire un aumento o una riduzione di redditività. Tale effetto della leva finanziaria lo si deve allo spread tra $RONA_I$ e *Tf*. Nello specifico se il reddito prodotto è maggiore del costo del debito $RONA_I > Tf$, si avrà un effetto positivo sul *ROE*, di contro se l'onerosità del debito dovesse essere maggiore della redditività prodotta dalla gestione allora la leva finanziaria distruggerà valore $RONA_I < Tf$, come mostrato dalla figura 3.7.

Figura 3.7 Andamento leva finanziaria



Fonte: Di Lazzaro, F., & Musco, G. (2021). *Analisi Aziendale*. Giappichelli

Oltre allo spread ($RONA_I - Tf$) ad influire sulla leva finanziaria è anche il quoziente Q_{Df} il quale funge da moltiplicatore dello spread incrementandone gli effetti positivi e negativi. Il grado di leva finanziaria (glf) esprime una misura sintetica dell'effetto della leva finanziaria sulla generazione del reddito, esso è dato dal rapporto del ROE_L con il $RONA_I$.

$$glf = \frac{ROE_L}{RONA_I}$$

Avendo definito anche il grado di leva finanziaria ora si è in grado di poter valutare congiuntamente tutte le componenti che portano alla formazione del ROE .

$$ROE_N = ROI^* * glc * glga * glgs * glf * (1 - k)$$

La scomposizione del ROE fornisce all'analista la possibilità di valutare singolarmente tutte le componenti del ROE e come queste ne influenzino l'andamento. In questo modo si ha la possibilità di valutare i punti critici ed i punti di forza nella gestione delle varie aree aziendali.

3.2 Costo del capitale

Alla base della definizione del costo del capitale di un'impresa c'è la dicotomia tra rischio e rendimento. Rischio e rendimento sono due facce della stessa medaglia. Gli investitori per loro natura sono alla costante ricerca della massimizzazione del rendimento con la contemporanea minimizzazione del rischio. Tale dinamica è volta alla ricerca di maggiori guadagni andando incontro al minor numero di rischi. Il rendimento però di norma segue un andamento lineare rispetto al rischio. Perciò al crescere del rendimento cresce anche il rischio associato a quello strumento finanziario o a quell'impresa. Tale andamento è dato da una semplice relazione che si basa sull'assunto che nel mercato sono presenti dei titoli *risk free* (r_f), il cui rischio è praticamente nullo, per cui gli investitori avversi al rischio possono investire in tali titoli. Qualsiasi altro investimento, perciò, avrà una rischiosità maggiore rispetto ai titoli r_f ; per tale motivo gli investitori che decidono di investire in attività più rischiose devono ricevere un premio per il rischio che hanno sottoscritto. Appare quindi evidente che, al crescere del rischio, aumenterà anche il premio per gli investitori. Il rischio e rendimento si rifanno ai concetti statistici di rendimento atteso $E[R]$ e deviazione standard $SD(R)$.

La valutazione del rendimento e della rischiosità aziendale si basa sull'analisi storica dei dati al fine di valutarne le possibili evoluzioni nel tempo. Nell'analisi storica dei dati il rendimento è dato dalla media dei rendimenti del titolo.

$$\bar{R} = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T R_t$$

Dove R_t rappresenta i singoli rendimenti dell'impresa e T il numero di intervalli temporali. Associata all'analisi del rendimento storico dell'impresa viene effettuata l'analisi della variabilità dei rendimenti tramite il calcolo della varianza. La varianza esprime la media al quadrato degli scarti dei rendimenti rispetto al rendimento medio, offrendo una misura di quanto il titolo abbia variato dalla media nel corso del tempo²¹.

$$Var(R) = \frac{1}{T-1} \sum_{t=1}^T (R_t - \bar{R})^2$$

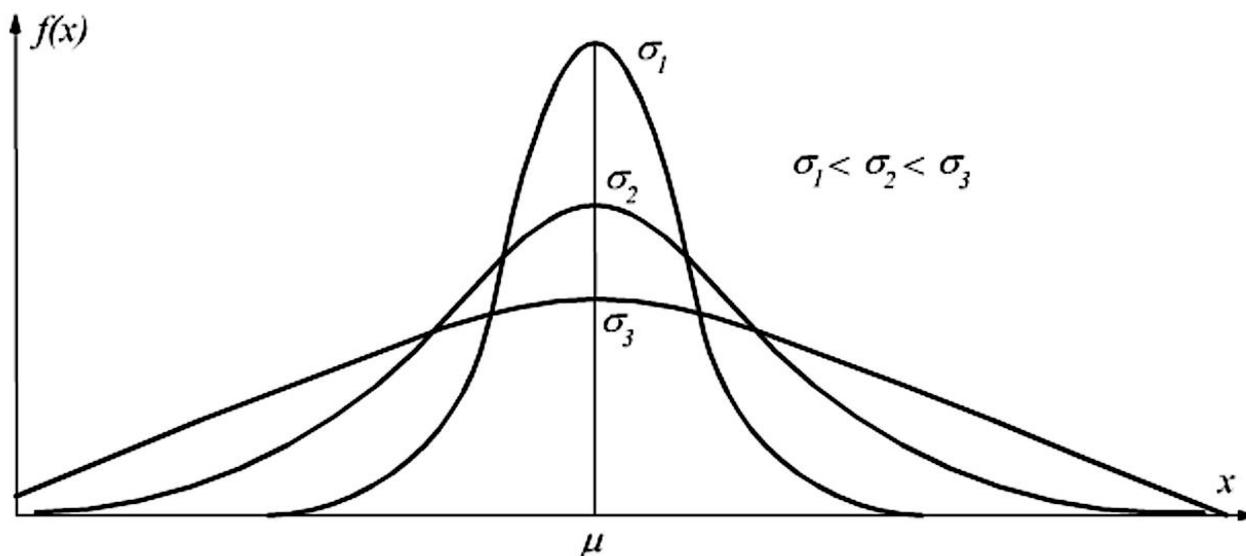
²¹ Il motivo per cui nella formula della varianza viene utilizzato T-1 anziché T è da rifarsi al fatto che non si è a conoscenza del reale rendimento atteso. L'utilizzo di T-1 supplisce a tale fatto poiché va a togliere un grado di libertà all'analisi al fine di produrre una varianza più attendibile.

Dalla varianza viene ricavata la deviazione standard o scarto quadratico medio che è dato dalla radice quadrata della varianza.

$$SD(R) = \sqrt{Var(R)}$$

La deviazione standard in finanza viene anche definita come volatilità. La volatilità rappresenta la rischiosità totale dell'impresa, data dall'andamento dei rendimenti nel tempo.

Figura 3.8 Volatilità e rendimento atteso



Fonte: Monti, A. C. (2008). *Introduzione alla Statistica*. Edizioni Scientifiche Italiane.

La figura 3.8 mostra tre tipologie di distribuzioni normali che presentano la stessa media ma diverse deviazioni standard. Tale situazione rappresenta chiaramente ciò che si determina normalmente con la distribuzione di probabilità dei titoli. Un alto livello di volatilità porta ad una conseguente dispersione dalla media dei possibili rendimenti come mostrato dalla curva più bassa, che può star a significare alti rendimenti come anche gravi perdite. Situazione diametralmente opposta è quella mostrata dalla prima curva che rappresenta un titolo con una bassa volatilità, nella quale i possibili rendimenti si concentrano tutti intorno alla media. La volatilità e la rischiosità dell'impresa possono essere scomposti in due macrocategorie: il rischio sistemico e il rischio specifico. Il rischio specifico rappresenta quella parte di rischio dell'impresa che può essere eliminato tramite diversificazione; tale forma di rischio è data dalla specificità delle attività svolte dall'impresa. Il rischio sistemico o anche detto rischio non diversificabile è quella forma di rischio che deriva dal rischio associato all'andamento del mercato nella sua totalità. Il rischio sistemico viene misurato attraverso il beta che

è dato dal rapporto tra la covarianza dei rendimenti dell'impresa e del mercato (σ_{im}) sulla varianza dei rendimenti del mercato (σ_m^2). A sua volta la covarianza dei due rendimenti è data dal prodotto degli scarti dalla media dei rendimenti di mercato e di quelli dell'impresa. Dalla covarianza può essere ricavato il coefficiente di correlazione (ρ_{im}) dato dal prodotto della volatilità del mercato con la volatilità dell'impresa sulla loro covarianza.

$$\beta_i = \frac{\sigma_{im}}{\sigma_m^2}$$

$$\sigma_{im} = \frac{1}{T-1} \sum_{t=1}^T (R_{i,t} - \bar{R}_i)(R_{m,t} - \bar{R}_m)$$

$$\rho_{im} = \frac{\sigma_i \sigma_m}{\sigma_{im}}$$

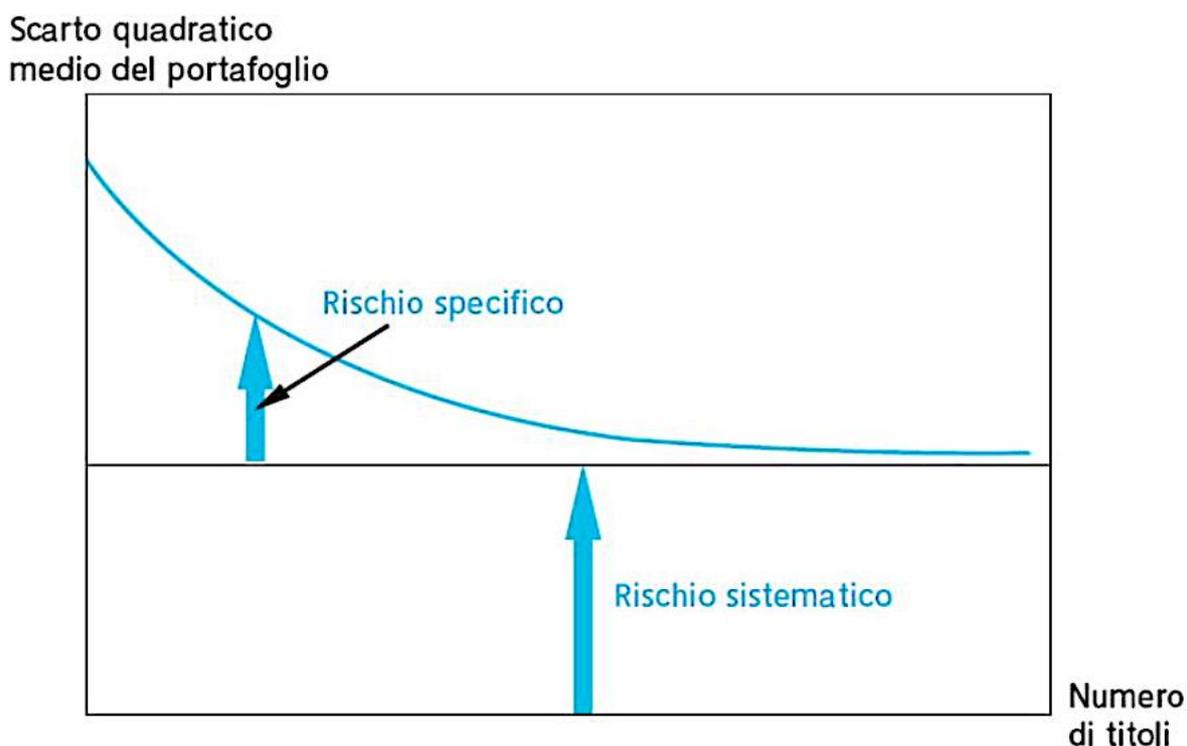
Il beta rappresenta un indice dell'andamento dell'impresa a seguito di una variazione percentuale del mercato. In questo modo è possibile stabilire quanto sia sensibile l'impresa alle fluttuazioni del mercato. Nel caso in cui un'impresa abbia un beta pari a uno essa avrà un rendimento speculare a quello del mercato. In tutte le altre eventualità in cui il beta è diverso da uno, esso acquisterà un ruolo di amplificatore o di attenuatore dei risultati del mercato. Nello specifico, se l'impresa avesse un valore di beta inferiore ad uno ciò determinerebbe una minore sensibilità alle fluttuazioni di mercato. Ciò si espliciterebbe con un andamento meno negativo nelle fasi recessive e con un andamento più contenuto nelle fasi espansive. Diametralmente opposto è l'andamento nel caso in cui l'impresa si trovi ad avere un beta superiore ad uno. In tale situazione ogni variazione del mercato sarebbe amplificata dall'andamento dell'impresa, producendo ritorni più alti nelle fasi di espansione e perdite più gravi nelle fasi di recessione. Il beta prodotto tramite l'andamento del mercato viene definito anche *beta levered*: ciò lo si deve al fatto che nella valutazione del rischio sistemico dell'impresa si tiene conto anche del rischio derivante dalla struttura finanziaria dell'impresa. Al fine di depurare il beta dal rischio di natura finanziaria derivante dal ricorso al debito solitamente si utilizza il *beta unlevered*, che permette una più facile comparazione tra imprese e la creazione di beta di settore.

$$\beta_u = \frac{\beta_l}{1 + (1 - k) \left(\frac{\text{Debiti}}{\text{Equity}} \right)}$$

La valutazione del criterio media-varianza e la remunerazione del rischio sono alla base delle teorie sviluppate da Harry Markowitz e da William Sharpe. Markowitz è il padre della moderna teoria dei portafogli con la quale ha introdotto il concetto di frontiera efficiente, quale insieme di combinazioni

di portafogli volti a massimizzare il rendimento e minimizzare il rischio. La massimizzazione del rendimento si basa sull'assunto che la combinazione di due o più imprese in un portafoglio porta ad una riduzione del rischio complessivo, poiché verrà meno il rischio specifico appratente ad ogni impresa.

Figura 3.9 Effetto della diversificazione



Fonte: Brealey, R. A., Myers, S. C., Allen, F., & Sandri, S. (2020). *Principi di finanza aziendale*. McGraw-Hill.

La figura 3.9 dà un'idea di quale sia l'effetto della diversificazione sul rischio totale di un portafoglio. Come si può cogliere dall'immagine all'aumentare del numero di imprese incluse nel portafoglio il rischio tenderà sempre di più a divenire uguale al rischio sistematico dato dal beta di portafoglio. Su tale assunto nel 1964, William Sharpe ha teorizzato un modello matematico in grado di fornire una relazione tra rischio e rendimento degli asset finanziari tramite l'utilizzo del beta. Il *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* è un modello matematico volto a definire la relazione tra rischio e rendimento di un asset finanziario, non considerando costi di transazione, tassazione, asimmetrie informative e scelte di investimento. Il CAPM mette in relazione il tasso *risk free* (r_f), derivante dai titoli di stato, con il beta dell'impresa e un premio per il rischio dato dalla differenza tra il rendimento *risk free* e

l'andamento del mercato. Tramite ciò è possibile derivare il rendimento che gli investitori debbano aspettarsi dall'impresa per la rischiosità dell'attività intrapresa.

$$r = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

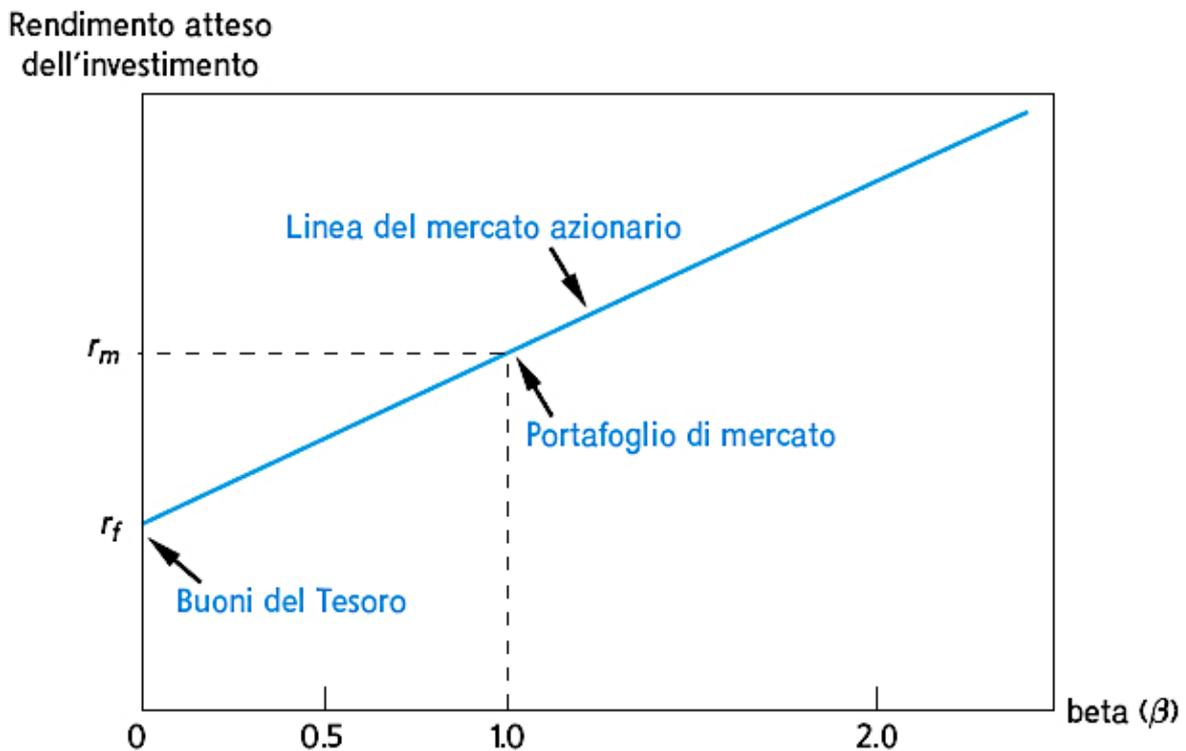
Facendo un passo indietro si può apprezzare come la relazione instaurata dal *CAPM* sia data da due componenti.

$$r - r_f = \beta(r_m - r_f)$$

Come si può vedere dalla formula sopra indicata, il *CAPM* mette in relazione il premio per il rischio dell'impresa, dato dalla differenza tra rendimento dell'impresa e rendimento *risk free*, e il rendimento del premio per il rischio del mercato moltiplicato per il beta. In tal senso si apprezza come il rendimento teorico di un'impresa sia frutto di tre componenti:

- Il tasso di finanziamento senza rischio, che rappresenta la base per la definizione del rendimento dell'impresa e ricopre un ruolo importante anche per la definizione del premio per il rischio di mercato.
- Il premio per il rischio di mercato, che è una misura volta a definire il rendimento minimo atteso dagli investitori per poter investire in un'attività diversa da quella a rischio zero o da quella di mercato nella sua totalità.
- Il beta, che rappresenta la misura più importante in tale equazione in quanto essa definisce il rischio dell'impresa rispetto al mercato.

Figura 3.10 Security market line



Fonte: Brealey, R. A., Myers, S. C., Allen, F., & Sandri, S. (2020). *Principi di finanza aziendale*. McGraw-Hill.

La figura 3.10 illustra la *Security Market Line (SML)*, cioè la retta su cui giacciono i rendimenti di mercato in funzione della loro rischiosità. Come si può cogliere dalla figura la *SML* rappresenta una retta che ha come intersezione con l'asse delle ascisse il tasso *risk free* e come pendenza della retta il beta. La figura inoltre mostra come per un beta pari ad uno si ha il portafoglio di mercato. La relazione lineare presentata dal modello *CAPM*, seppure estremamente semplice, riesce a spiegare con buona precisione la relazione che esiste tra rischio e rendimento. In linea teorica la *SML* si presenta come una retta di efficienza, sulla quale giacciono i rendimenti che minimizzano il rischio grazie alla presenza del tasso *risk free*. Se un titolo si trovasse al di sotto o al di sopra di tale linea gli investitori utilizzerebbero combinazioni del tasso *risk free* e del portafoglio di mercato per ottenere gli stessi rendimenti con rischi minori.

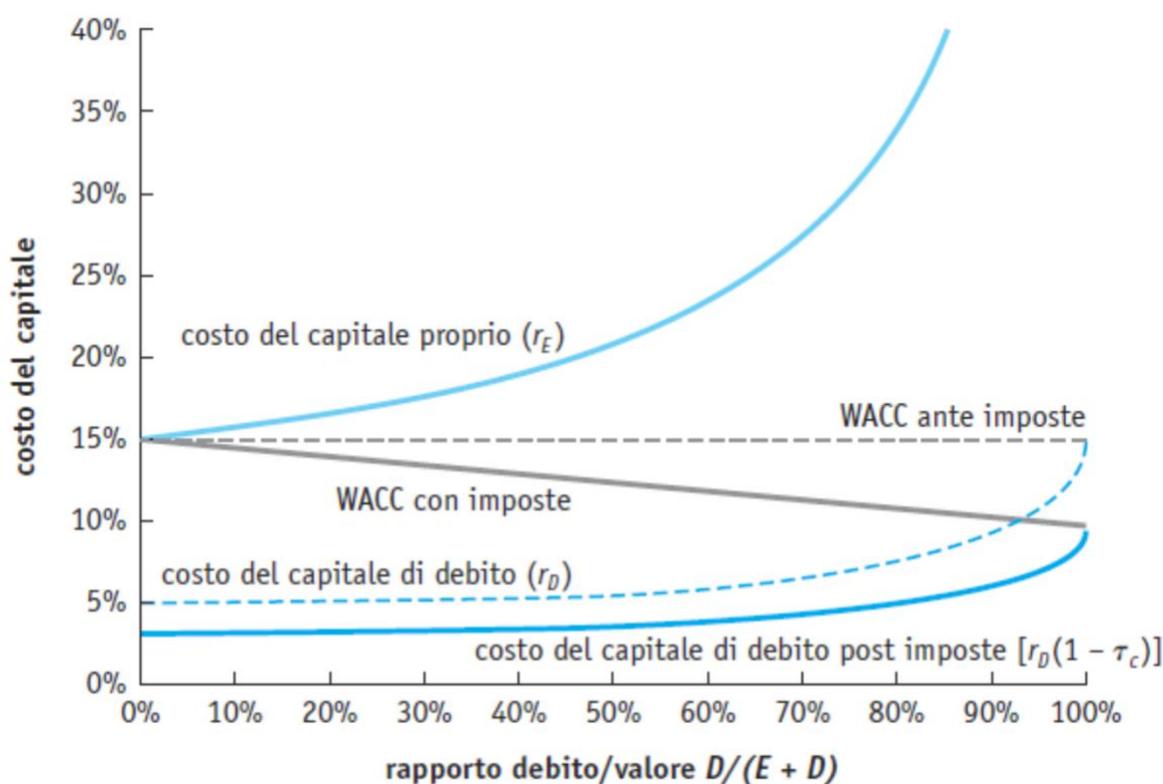
Fino ad ora, tramite il *CAPM*, si è riusciti a stimare il costo dell'*equity* di un'impresa ricorrendo al suo andamento di mercato e all'andamento del mercato stesso. Nella realtà operativa, però, le imprese non sono finanziate solamente con capitale proprio ma spesso ricorrono all'indebitamento finanziario. Al fine di poter valutare l'effettivo costo opportunità dell'investimento in una determinata azienda è necessario ricavarsi il costo del capitale dell'impresa considerando anche l'indebitamento.

Per fare ciò è necessario basarsi sul *Weighted Average Cost of Capital* (WACC), il quale rappresenta una media ponderata del costo dell'equity e del costo del debito tenendo in considerazione l'aliquota fiscale.

$$r_{WACC} = r_E \frac{E}{E + D} + r_D \frac{D}{E + D} (1 - t)$$

Tramite il WACC è possibile valutare il costo complessivo dell'impresa tenendo in considerazione tutte le componenti di finanziamento utilizzate dall'impresa.

Figura 3.11 Il WACC e le sue componenti



Fonte: Berk, J., DeMarzo, P., Morresi, O., & Venanzi, D. (2018). *Finanza aziendale I*. Pearson.

Come si può notare dalla figura 3.11 il WACC è frutto di molteplici forze che ne determinano l'entità. Da un lato sicuramente si ha il costo del capitale proprio che è stato ricavato precedentemente tramite l'utilizzo del *CAPM*. Dalla figura è facilmente osservabile come al crescere del rapporto di indebitamento, il rischio cresca e per tale motivo è necessario remunerarlo tramite un maggior costo del capitale proprio. Ad attenuare tale aumento è il costo del debito, il quale può essere sia dato dal costo d'indebitamento dell'impresa, ovvero il rapporto degli oneri finanziari sui debiti finanziari, sia

dal tasso *risk free* più uno spread creditizio. Il costo del debito rappresenta un elemento estremamente importante per la determinazione del *WACC*. Infatti, tramite un'efficiente struttura del capitale è possibile ottenere notevoli vantaggi sia in termini fiscali sia in termini di costo del capitale, grazie all'utilizzo della leva finanziaria. Il debito tramite lo scudo fiscale degli interessi permette alle imprese di diminuire il prelievo fiscale. Il *WACC* incorpora tale vantaggio all'interno del costo del capitale andando a moltiplicare lo spread dell'aliquota fiscale sul costo del debito, con una conseguente diminuzione del costo totale. Il *WACC* basa le sue assunzioni sul lavoro svolto da Modigliani e Miller, i quali hanno per primi analizzato la struttura del capitale aziendale con e senza imposte, andando per la prima volta a definire il valore dello scudo fiscale delle imposte. Infatti, secondo la prima proposizione di Modigliani e Miller il valore di un'impresa con il debito è dato dal valore dell'impresa senza debito più il valore attuale dello scudo fiscale degli interessi.

Tramite le intuizioni di Modigliani e Miller e il *WACC* si è in grado di stimare in maniera puntuale il costo del capitale di un'impresa, al fine di utilizzarlo nella valutazione dei progetti di investimento. Esistono ulteriori modi per la valutazione dei progetti di investimento in presenza di debito, ma nessuno fornisce il costo del capitale dell'impresa. Il costo del capitale, come precedentemente detto, rappresenta una misura del costo che viene pagato dall'impresa per remunerare tutte le forme di finanziamento. Per tale motivo è buono averne una misura per poterne comprendere l'entità e paragonarlo con le altre imprese presenti nel mercato.

4 La sostenibilità nelle politiche di finanziamento delle imprese europee

L'analisi effettuata in questo capitolo riguarda l'intero mercato dei green bond corporate in Europa. Tale analisi interessa un intervallo temporale di dieci anni, partendo dal 2012 fino al 2022. In una prima fase di analisi, viene effettuata una valutazione complessiva del mercato andando ad analizzarne l'evoluzione ed i principali attori. Dopo aver effettuato questa prima analisi, si procede con la definizione di un campione di imprese, che hanno partecipato all'emissione di obbligazioni e si esegue una valutazione su ogni impresa del campione, al fine di valutare le attività svolte sul mercato obbligazionario per sviluppare progetti sostenibili. Tale analisi è stata sviluppata tramite la realizzazione di una matrice di valutazione, realizzata attraverso la combinazione di fattori quantitativi e qualitativi. Una volta terminata tale analisi, si utilizzano i dati sulle imprese risultanti dalla matrice per sviluppare una serie di portafogli d'imprese, al fine di valutare l'andamento delle imprese sul mercato azionario e come quest'ultimo valuti le azioni da loro intraprese.

4.1 Il mercato dei Green Bond corporate in UE

Lo sviluppo sostenibile delle imprese europee passa dall'implementazione di progetti sostenibili in grado di modificare sensibilmente l'impatto ambientale e sociale delle imprese. Per fare ciò è necessario che le imprese investano ingenti capitali nella transizione sostenibile. Per poter far fronte alla necessità di capitali da investire le imprese hanno tre diverse possibilità:

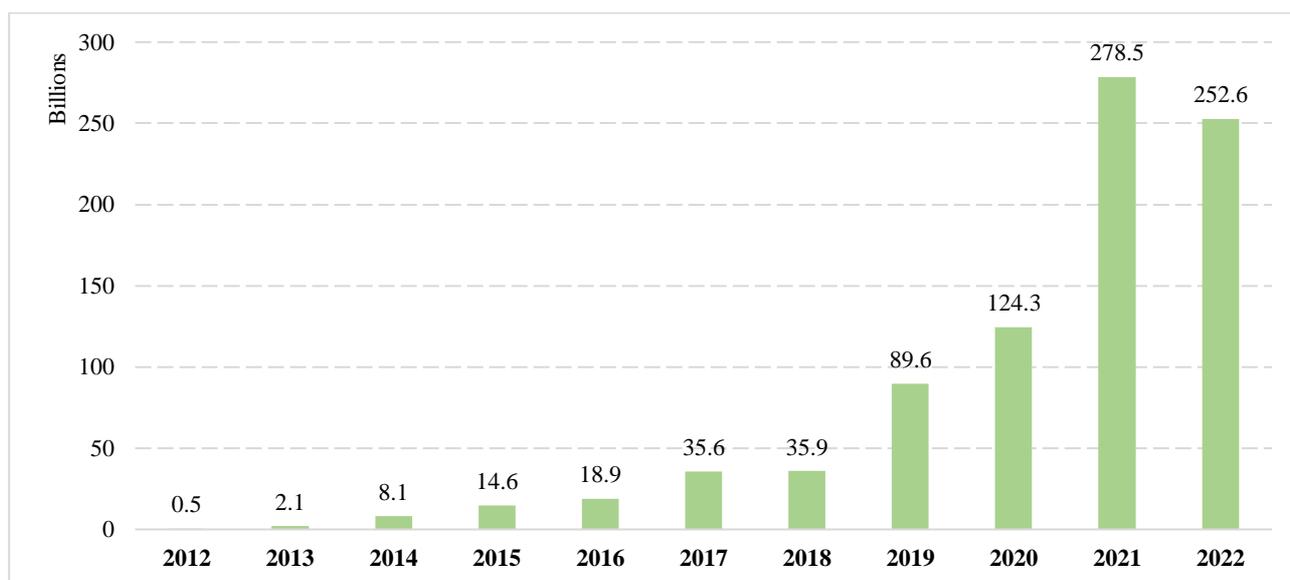
- reinvestire il capitale generato durante la gestione dell'impresa,
- richiedere un aumento di capitale ai soci per avere nuova liquidità,
- fare ricorso al mercato del debito.

Il ricorso all'aumento di capitale è una strategia di ultima istanza per le imprese che viene implementata solamente quando sono presenti squilibri nella struttura del capitale per un eccesso di debito. Nella pratica giornaliera si preferisce utilizzare in prima istanza i proventi della gestione ordinaria a discapito della distribuzione dei dividendi verso i soci e dopodiché fare ricorso al mercato del debito, il quale per sua natura permette alle imprese di raccogliere ingenti capitali. Come presentato nei capitoli precedenti, il mondo finanziario nel corso degli anni ha sviluppato uno strumento ad hoc per lo sviluppo sostenibile quale le obbligazioni green. Il mercato obbligazionario di per sé rappresenta lo strumento con cui imprese e governi raccolgono capitali dagli investitori per poter sviluppare i loro progetti; le obbligazioni green, di conseguenza, rappresentano uno strumento per raccogliere fondi da destinare esclusivamente a progetti sostenibili i cui effetti generino esternalità positive per tutti gli attori. Il ricorso alle obbligazioni green, oltre a essere uno strumento che permette

agli investitori di destinare i loro capitali verso progetti green, molto spesso rappresenta anche un vantaggio per le imprese, in quanto di norma esse vengono emesse con uno sconto sulla cedola rispetto alle normali obbligazioni producendo una minore onerosità dell'obbligazione.

Come mostrato nel secondo capitolo, ad oggi l'Europa e l'Unione Europea rappresentano i driver più forti nello sviluppo sostenibile. Per tale motivo, l'analisi di tale elaborato in un primo momento si è soffermata sullo studio dell'andamento delle emissioni obbligazionarie delle imprese dell'UE nell'arco temporale che va dal 2012 al 2022. L'arco temporale preso in considerazione parte dal 2012, anno in cui è stata registrata l'emissione della prima obbligazione corporate da parte di uno stato membro dell'UE. Il campione di obbligazioni e imprese prese in considerazione per svolgere questa analisi è composto da 714 imprese che, nel corso del decennio 2012-2022, hanno emesso 3101 obbligazioni, raccogliendo sul mercato più di 860 miliardi di euro, destinati allo sviluppo sostenibile. L'intera analisi è stata effettuata basandosi sui dati raccolti tramite la piattaforma dati Refinitiv²².

Figura 4.1 Valore delle obbligazioni emesse nei paesi UE dal 2012 al 2022 in miliardi di Euro

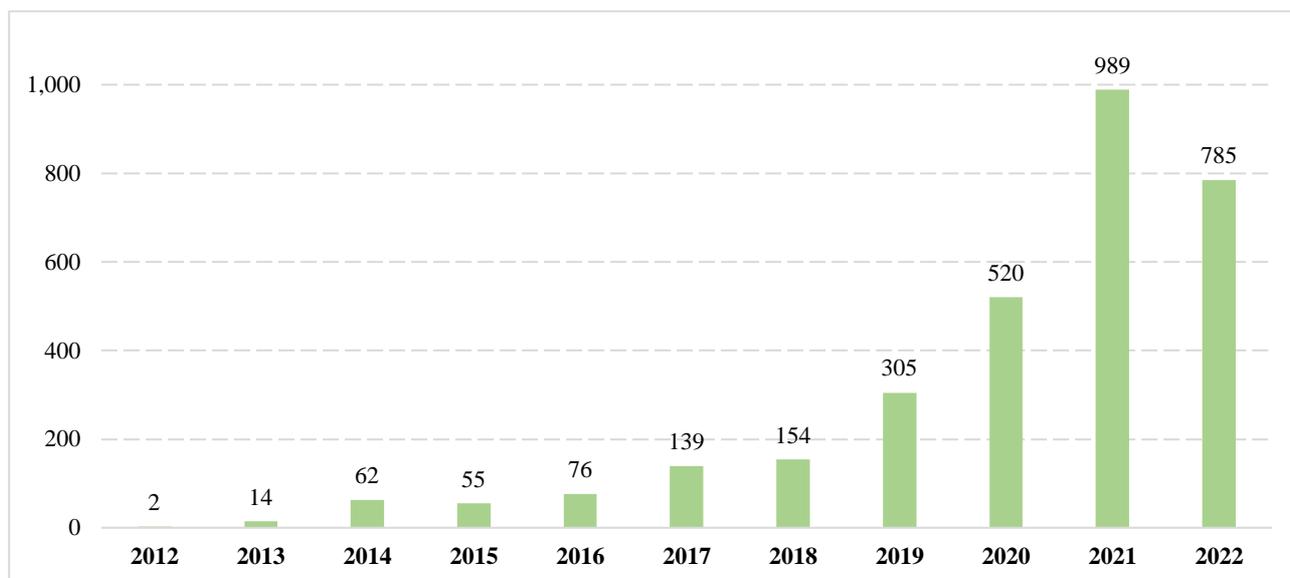


Fonte: Elaborazione propria

²² Refinitiv è una società Anglo-americana specializzata nell'erogazione di dati riguardanti il mondo finanziario. La società è stata fondata nel 2018 e offre dati sull'andamento del mercato azionario e obbligazionario, nonché dati sulle singole imprese, quotate e non. Riservando in ultima istanza anche una valutazione ESG delle imprese.

La figura 4.1 mostra la distribuzione delle obbligazioni emesse dalle imprese per anno, dal 2012 al 2022, i valori all'interno del grafico sono espressi in miliardi di euro. Come si può chiaramente notare il valore dei capitali raccolti nel corso degli anni è drasticamente aumentato, di anno in anno, facendo addirittura registrare un CAGR (2012-2022) del 86,36%. Il crescente interesse e lo sviluppo di politiche mirate hanno favorito una crescita esponenziale nell'ultimo decennio. Basti pensare che nel 2012 vennero raccolti solamente 500 milioni di euro, l'anno successivo nel 2013, il valore fu quattro volte maggiore, pari a 2 miliardi. Dalla figura, inoltre, ci si accorge chiaramente di come le politiche a livello internazionale abbiano fortemente influenzato lo sviluppo del mercato. La crisi pandemica dovuta al Covid-19, congiuntamente con le politiche emanate dall'unione europea sul tema della sostenibilità con il *Green Deal Europeo* e il piano per la finanza sostenibile, hanno rappresentato la definitiva spinta allo sviluppo del mercato, che si è manifestata nel 2021 con il raggiungimento dei 278,5 miliardi di euro raccolti. Lo sviluppo del contesto istituzionale e legislativo ha favorito l'avvio della transizione verso un'economia sostenibile da parte delle imprese UE. Ciò è stato sicuramente accompagnato dalla necessità delle imprese europee di rivedere la loro struttura di business anche alla luce dei cambiamenti geopolitici derivanti dalla pandemia di Covid-19. La crisi pandemica ha fatto venire alla luce alcuni limiti della globalizzazione e mostrato la necessità per le imprese di orientare lo sviluppo del business verso una crescita sostenibile che sia in equilibrio con l'ambiente circostante, al fine di immunizzarsi il più possibile dai rischi derivanti dall'eccessivo sfruttamento delle risorse e dagli obiettivi orientati al breve termine. Tale discorso è stato ancor di più avvalorato nel 2022, quando il contesto europeo e mondiale è stato ulteriormente messo in crisi dallo scoppio della guerra tra Russia e Ucraina. Alla luce dell'instabilità politica sviluppatasi negli ultimi anni, appare evidente come sia necessario sviluppare un sistema di business in grado di resistere il più possibile ad eventi esterni come questi.

Figura 4.2 Numero di obbligazioni emesse nei paesi UE dal 2012 al 2022



Fonte: Elaborazione propria

La figura 4.2 ripropone l'andamento delle emissioni di obbligazioni da parte delle imprese europee, dando però evidenza alle singole emissioni effettuate dalle imprese. Si nota chiaramente come l'andamento della figura 4.2 rispecchi in gran parte la figura 4.1. Anche in questo caso il mercato fa registrare un elevatissimo CAGR pari al 81,71%. Il valore medio di emissione delle singole obbligazioni è oscillato nel tempo, facendo registrare una media di 277 milioni di euro per singola emissione. Ovviamente questo è un dato indicativo, dato che nel campione di imprese sono presenti aziende di tutte le dimensioni, con un intervallo di emissione che varia dai 10.000 euro raccolti dalla Global Patrimoine Investissement SAS²³ nel 2012 (che rappresentano più una cifra simbolica che un'effettiva emissione obbligazionaria) ai 4 miliardi raccolti UNEDIC²⁴ nel 2020 per fronteggiare la crisi pandemica.

Nonostante la leggera flessione registrata nel 2022 dal punto di vista del capitale totale raccolto, il 2022 rappresenta un anno estremamente importante dal punto di vista europeo, dato che è il primo anno di effettiva entrata in vigore della tassonomia europea per le attività sostenibili. Ciò si ripercuote

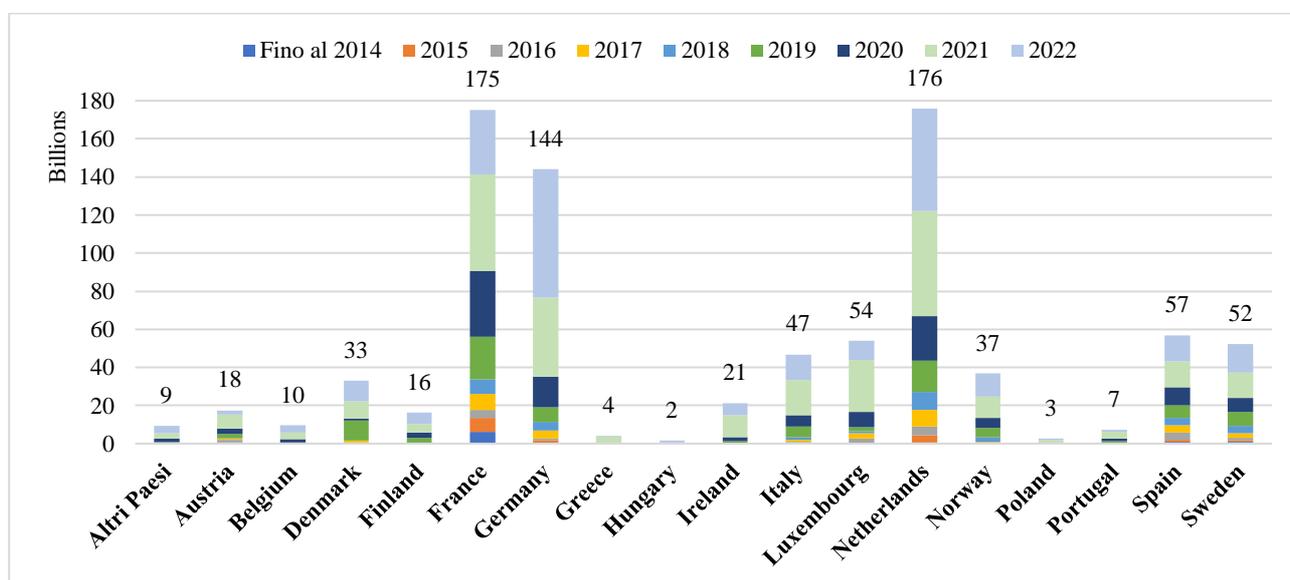
²³ La Global Patrimoine Investissement SAS è una società francese con sede a Parigi, fondata nel 2010 operante nel settore immobiliare francese. La società attualmente si trova in stato di liquidazione.

²⁴ L'UNEDIC (Union nationale interprofessionnelle pour l'emploi dans l'industrie et le commerce") è una società para statale francese fondata nel 1958 e privatizzata nel 2009. Essa opera nel campo della previdenza sociale.

anche nell'emissione media che fa registrare il più alto picco dell'intero arco temporale analizzato, con una media di emissione pari 320 milioni di euro, ben 40 milioni di media superiore al 2021.

L'analisi delle emissioni obbligazionarie europee è proseguita con un approfondimento sulla ripartizione territoriale di queste emissioni andando ad analizzare nello specifico quali sono i paesi leader nella transizione verso un'economia sostenibile. La figura 4.3 dà il dettaglio del valore cumulato di capitale raccolto da ogni nazione dell'UE, dando anche la ripartizione per ogni singolo anno. Al fine di poter apprezzare appieno il grafico sono stati effettuati due accorgimenti. Il primo riguarda il numero di nazioni rappresentate nel grafico, in quanto sono presenti solamente 17 nazioni ed una voce riportante l'indicazione "altri paesi", nella quale sono state inserite le altre dieci nazioni europee quali: Slovacchia, Lettonia, Lituania, Repubblica Ceca, Romania, Liechtenstein, Slovenia, Croazia, Cipro ed Estonia (tali nazioni sono state considerate in maniera aggregata poiché singolarmente non raggiungono le 10 emissioni di obbligazioni e i 2 miliardi di euro di capitale raccolto). Il secondo raggruppamento di dati è stato effettuato sugli anni antecedenti al 2014, in quanto le emissioni totali avvenute nel 2012 e nel 2013 erano solamente 14.

Figura 4.3 Dettaglio del valore delle obbligazioni emesse nei paesi UE

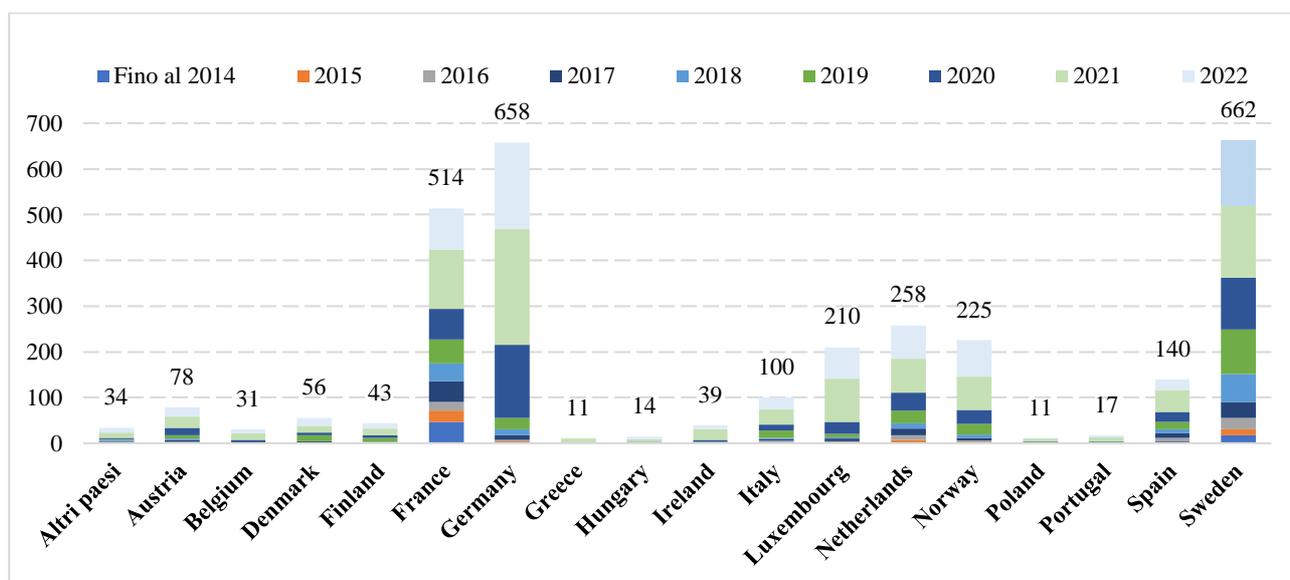


Fonte: Elaborazione propria

La figura 4.3 mostra come in termini di valore dell'emissione Francia e Olanda primeggino su tutte le altre nazioni europee, con rispettivamente 175 e 176 miliardi di euro. A tal proposito è necessario

fare una precisazione in quanto, se pur l’Olanda rappresenti il paese con più capitale raccolto da obbligazioni green, è la Francia e le imprese francesi ad essere le più all’avanguardia nella transazione sostenibile. Tale dato lo si può apprezzare ampiamente anche dalla redistribuzione dei pesi delle varie emissioni per ogni anno, in cui la Francia fino al 2020 ha sempre primeggiato. Oltre ciò, è da evidenziare che i Paesi Bassi, per via della loro fiscalità favorevole, sono casa di molti quartier generali di imprese operanti in Europa, che trasferiscono la sede legale in Olanda per beneficiare di una minor fiscalità. Per tale motivo è necessario sottolineare che gran parte dei fondi raccolti sotto la bandiera olandese sono stati raccolti da holding finanziarie, le quali successivamente li hanno girati verso i centri operativi delle imprese nei paesi di origine. Il terzo stato per capitali raccolti in ambito green è la Germania, con 144 miliardi di euro. Nel caso tedesco è interessante sottolineare il caso Deutsche Bank AG, la quale al fine di finanziare progetti sostenibili ha raccolto sul mercato quasi 39 miliardi di euro, che rappresentano il 26,89% dell’intero capitale raccolto in dieci anni in Germania. Ancor più emblematico è il caso italiano, nel quale l’Italia nella sua totalità di imprese fino al 2022 ha raccolto 46,8 miliardi di euro sul mercato, posizionandosi al settimo posto al livello europeo, dietro a Spagna, Lussemburgo e Svezia. Tale dato però non rispecchia il reale impegno intrapreso dalle imprese italiane, in quanto nel computo di questi 46 miliardi manca il debito emesso da Enel, registrato in Olanda, che corrisponde a quasi 38 miliardi di euro, somma che permette il posizionamento di Enel al secondo posto a livello europeo, di poco dietro a Deutsche Bank.

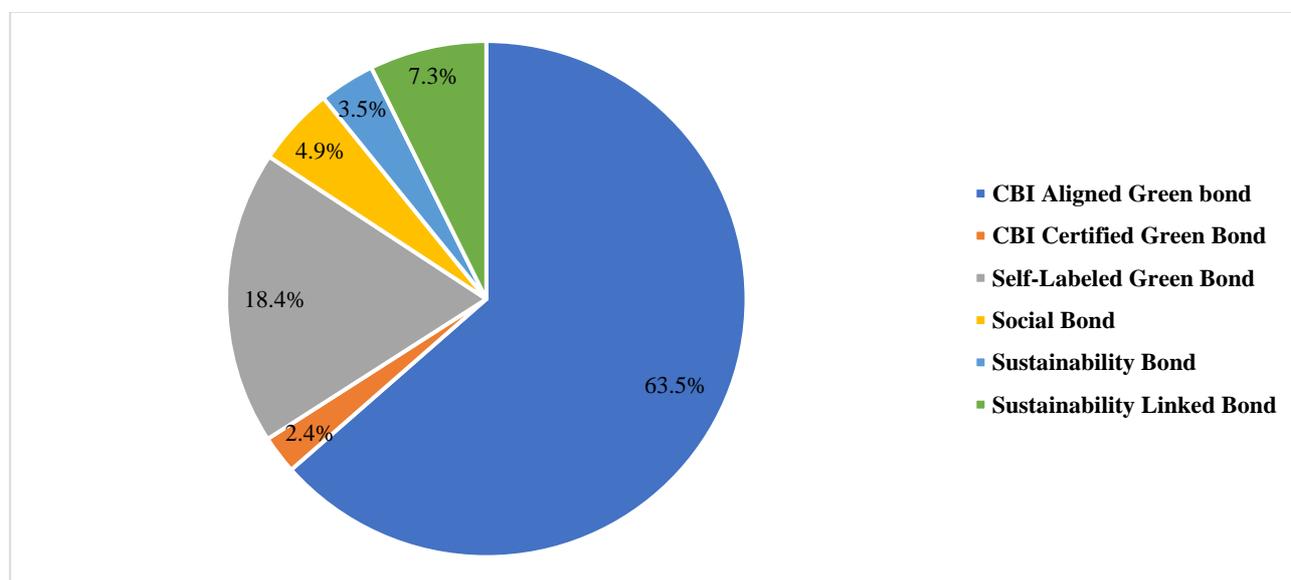
Figura 4.4 Dettaglio Numero di obbligazioni emesse nei paesi UE



Fonte: Elaborazione propria

La figura 4.4 invece esprime la distribuzione delle emissioni tra i vari paesi europei. Come si può notare, la distribuzione del grafico varia significativamente rispetto alla figura 4.3. Ad emergere è soprattutto il dato relativo alla Svezia, la quale ha fatto registrare 662 emissioni di green bond nel corso del decennio 2012 – 2022, raccogliendo un capitale complessivo superiore ai 52 miliardi di euro. Tale dato pone la Svezia tra gli ultimi paesi per quanto riguarda l'emissione media, con un dato poco inferiore ai 79 milioni di euro ad emissione. Tale dinamica può indurre a pensare che nel paese scandinavo il ricorso al mercato obbligazionario sostenibile sia una pratica diffusa anche per aziende di dimensioni minori, che preferiscono ricorrere al debito di mercato invece che sottoscrivere prestiti bancari. La Germania con le numerose e frequenti emissioni obbligazionarie da parte del comparto bancario, si posiziona al primo posto in Europa per numero di emissioni effettuate, con 658 emissioni in 10 anni. L'emissione media registrata in Germania è comunque di notevole entità con un valore che si attesta intorno ai 220 milioni di euro. A sorprendere è il dato derivante dai Paesi Bassi dove l'emissione media registrata si attesta sui 681 milioni di euro. Tale valore constata un elevato impegno finanziario intrapreso dalle imprese operanti o iscritte in territorio olandese per lo sviluppo di una transizione sostenibile.

Figura 4.5 Tipologie di Green bond utilizzati dalle imprese UE

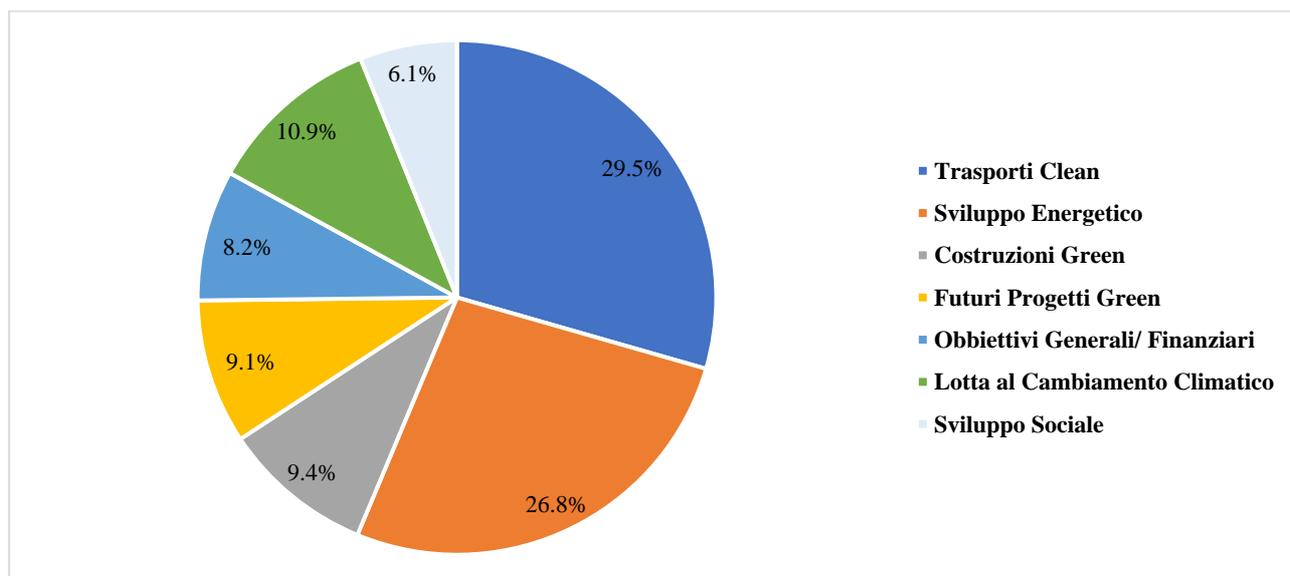


Fonte: Elaborazione propria

La figura 4.5 mostra una rappresentazione della distribuzione delle tipologie di Green bonds utilizzati nel campione di imprese analizzate. Come si può apprezzare dall'immagine, il 63,5% delle emissioni obbligazionarie è effettuato seguendo le linee guida sviluppate dall'ICMA per l'emissione di

obbligazioni con un impatto ambientale positivo. Tali obbligazioni per loro natura sono allineate anche alle linee guida emanate dal CBI. Rispetto al campione analizzato, desta preoccupazione il 18,4% di obbligazioni sostenibili emesse senza seguire le linee guida emanate dagli enti internazionali. Ciò lo si deve sicuramente alla mancanza di una tassonomia generale per l'emissione di obbligazioni che solo negli ultimi anni è stata colmata per le imprese. Nonostante le iniziative intraprese a livello europeo, nel 2021 e nel 2022 sono state registrate varie emissioni fuori dai limiti normativi sviluppati dal UE e dall'ICMA. Ciò ovviamente rappresenta un limite nello sviluppo della finanza sostenibile, in quanto la presenza di strumenti non allineati con gli standard internazionali non permette in primo luogo la valutazione del singolo strumento finanziario e dopodiché la valutazione e comparazione rispetto agli altri strumenti sul mercato. Osservando la figura appare evidente che l'emissione di bond con fini sociali o a più ampio spettro per lo sviluppo sostenibile ricoprono una parte marginale nello scacchiere delle emissioni Green; infatti, come si può apprezzare cumulando i valori dei bond sostenibili e sociali si arriva solamente al 15,7% del totale delle emissioni, rilegando tali tipologie di bond ad un ruolo secondario. Approfondendo però l'analisi, appare che le emissioni legate a progetti sostenibili equivalgono al 26,8% del capitale raccolto dalle imprese, con un valore complessivo di 230 miliardi di euro. Ciò sta ad indicare che, seppure l'ammontare delle emissioni effettuate sia basso, queste hanno un ruolo di rilievo nelle politiche aziendali.

Figura 4.6 Use of Proceeds usate dalle imprese in UE



Fonte: Elaborazione propria

La figura 4.6 va a rappresentare la distribuzione delle Use of Proceeds nel campione di obbligazioni analizzate. La destinazione dei fondi rappresenta una delle parti fondamentali nell'emissione di obbligazioni sostenibili, nonché il reale elemento di differenziazione rispetto ad una classica emissione di obbligazioni. Il vincolo dei fondi raccolti verso determinati progetti inerenti ad uno specifico ambito determina l'essenza delle obbligazioni sostenibili. In assenza di tale vincolo e del processo di selezione dei progetti, l'obbligazione sostenibile sarebbe una comune obbligazione. Per tale motivo l'analisi della destinazione dei fondi è un utile strumento per poter capire dove verranno utilizzati i fondi raccolti dall'impresa. A margine di ciò l'azienda è tenuta ad emanare un framework finanziario che espliciti in che modo e con quali procedure verranno selezionati i progetti inerenti a quella specifica obbligazione. Lo studio dell'Use of Proceeds permette anche di comprendere quali siano i KPI utilizzati per monitorare e valutare l'andamento dell'azienda in relazione a quella specifica attività. Dalla figura 4.6 si apprezza che il 29,5% delle emissioni è stato destinato allo sviluppo di progetti volti ad ottenere soluzioni per i trasporti meno inquinati. All'interno di questa macrocategoria si distinguono però due tipologie principali di attività: le attività volte allo sviluppo di soluzioni ingegneristiche e chimiche (per la riduzione dell'inquinamento tramite lo sviluppo di motori elettrici o di carburanti a basso impatto ambientale) e le iniziative volte ad implementare soluzioni per la sostituzione del parco mezzi inquinante con uno più ecologico. Appare evidente come queste due tipologie di attività, che sono racchiuse sotto la stessa categoria, rappresentino due fattispecie diametralmente opposte anche sull'orizzonte temporale e sugli effetti che esse vanno a produrre. Ciò si ripercuote anche sulla scelta dei KPI da utilizzare, in quanto le due tipologie di attività vanno ad impattare in maniera differente il business. Lo sviluppo energetico raccoglie il 26,8% delle emissioni; in questa categoria gli operatori principali sono le aziende produttrici di servizi energetici, le quali si trovano in prima fila nello sviluppo di tecnologie innovative e nella transizione verso una produzione energetica meno inquinante. Per quanto riguarda i futuri progetti green e gli obiettivi generali, queste sono due categorie che racchiudono attività di raccolta fondi da destinare nella maggior parte dei casi al rifinanziamento di attività già in essere nonché da stanziare a progetti generali in via di sviluppo. Dall'analisi complessiva appare però che, troppo spesso, l'etichetta affissa sull'obbligazione non rispecchi realmente ciò che poi viene realmente effettuato dall'impresa. Nello specifico, molte volte vengono raccolti fondi, destinati solamente alla gestione finanziaria, senza apportare un reale valore aggiunto allo sviluppo sostenibile dell'impresa.

A conclusione dell'analisi, appare interessante evidenziare la ripartizione dei vari settori all'interno della totalità delle emissioni: il 52,7% delle emissioni totali sono state effettuate da imprese operanti nel settore finanziario, la maggior parte di tali emissioni è stata destinata a raccogliere fondi per terzi da investire in progetti sostenibili. Al secondo posto, con il 19,5%, si trova il settore del Real Estate

che, tramite l'efficientamento energetico e lo sviluppo di costruzione green, rappresenta un settore in forte crescita nell'ambito green. All'ultimo posto, con il 12,6%, si trova il settore energetico con tutte le sue componenti.

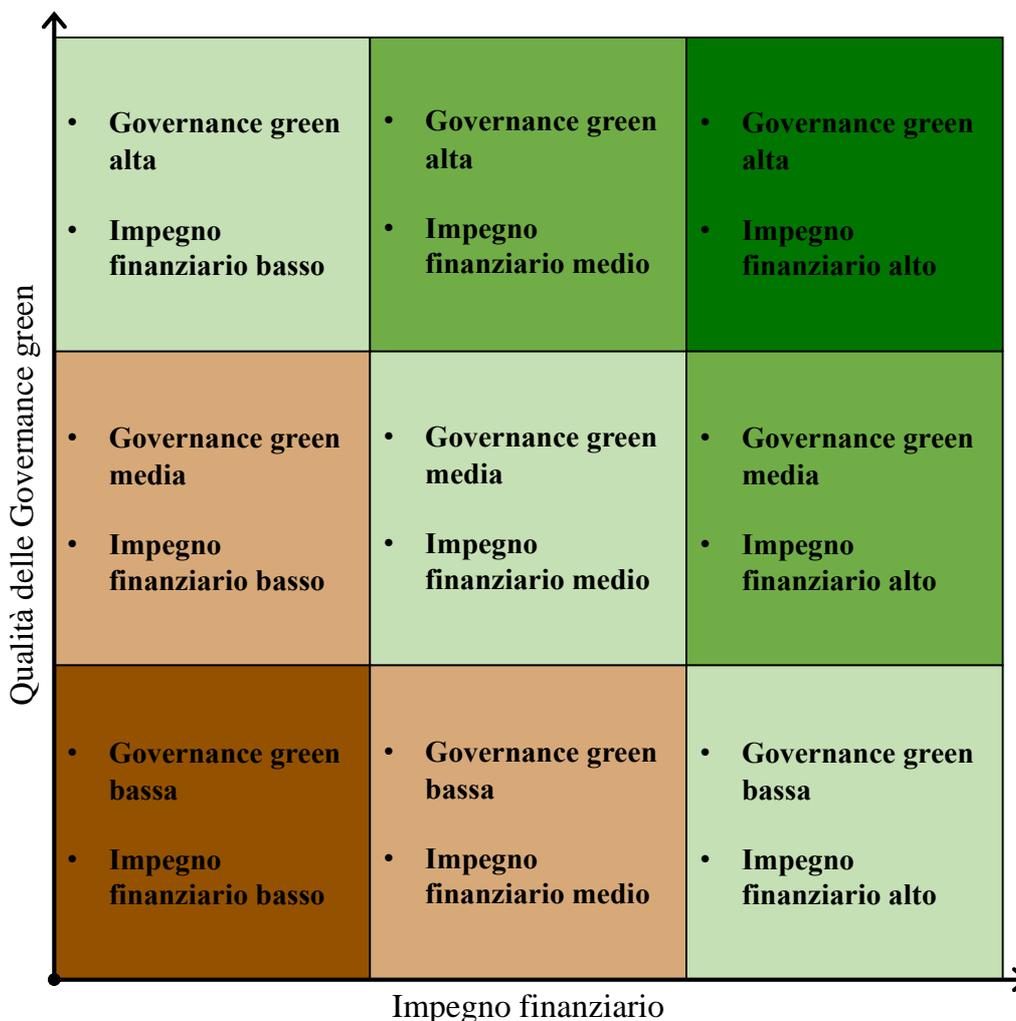
4.2 Le politiche sostenibili sviluppate dalle imprese quotate europee

Al fine di approfondire nel dettaglio le azioni intraprese dalle aziende nel mercato europeo delle obbligazioni green, si è proceduto alla definizione di un sotto campione di imprese europee quotate. Da tale campione sono state escluse tutte le imprese operanti nel settore bancario, poiché, come detto in precedenza, la loro attività nel mercato obbligazionario è principalmente quella di raccolta di capitali da destinare successivamente verso terzi tramite l'erogazione di prestiti. Per tale motivo e per l'evidenza in più articoli scientifici di un'assenza di un reale impatto delle attività green nelle imprese finanziarie, si è proceduto all'esclusione di tali imprese dal campione. Dopodiché si è proceduto a ricercare all'interno del campione tutte le imprese che fossero quotate in uno dei mercati dei paesi europei. Una volta creato questo campione, sono stati raccolti i dati finanziari e di mercato delle aziende. Il campione, in definitiva, è composto da 131 imprese, con sede in 16 diverse nazioni dell'UE. Nella totalità, le 131 imprese del campione hanno effettuato 434 emissioni, con una raccolta pari a 172 miliardi di euro. I dati riferiti al campione fanno riferimento ad un intervallo temporale che parte dal 2012 e arriva fino al 2021. Questa analisi si ferma al 2021 (diversamente da quanto fatto nei paragrafi precedenti) per la necessità di confrontare i dati delle emissioni con i dati iscritti a bilancio, per poterne valutare l'impatto (dati di bilancio che per l'esercizio 2022, per la maggioranza delle imprese, non sono ancora stati pubblicati alla data di stesura di tale elaborato).

L'analisi del campione si è soffermata sulla valutazione dell'impegno finanziario profuso dalle imprese per sviluppare progetti sostenibili. Come è stato riportato nei capitoli precedenti, lo sviluppo sostenibile è un processo tutt'altro che lineare, in cui sono presenti numerose insidie e difficoltà. Il legislatore nel corso degli anni ha sempre di più lavorato al fine di garantire un'architettura in grado di fornire il massimo supporto possibile alle imprese, in modo tale da raccogliere i capitali necessari per poter sviluppare progetti sostenibili. Di pari passo, con la crescita del mercato, si è sviluppata anche la pratica del *greenwashing* che, come indicato in precedenza, è la pratica attuata da alcune imprese volta a sviluppare alcune attività sostenibili di facciata, senza poi attuare veramente nessuna azione volta allo sviluppo sostenibile. La pratica del *greenwashing* rappresenta uno degli ostacoli più grandi allo sviluppo sostenibile mondiale. Le normative sviluppate in campo europeo ed internazionale sono state realizzate per far fronte a tale situazione, tramite la verifica da parte di provider esterni e l'obbligo di rendicontazione delle attività sostenibili. Questi aspetti rappresentano

la natura qualitativa dell'emissione obbligazionaria, in quanto certificano la bontà del processo di selezione dei progetti su cui poi l'azienda andrà ad investire, nonché un utile strumento di monitoraggio e verifica dei progressi. La natura qualitativa delle emissioni rappresenta soltanto una faccia del processo di transizione verso un'economia sostenibile, dall'altro lato è presente la sfera economica come intensità nel processo di trasformazione. Per tale motivo, con l'obiettivo di valutare la bontà delle politiche sviluppate dalle imprese nell'ambito dello sviluppo sostenibile, è necessario valutare entrambe le componenti, qualitativa e quantitativa. Al fine di poter attuare ciò, l'analisi si è concentrata sulla valutazione congiunta della componente qualitativa e quantitativa per ricondurle ad un giudizio finale sull'impresa nell'ambito della sostenibilità. Il giudizio finale sull'operato dell'impresa è dato dalla posizione di questa ultima all'interno della matrice mostrata nella figura 4.7.

Figura 4.7 Matrice per la valutazione dell'operato dell'impresa che emettono obbligazioni Green



Fonte: Elaborazione propria

La figura 4.7 mette in relazione l'impegno finanziario profuso dall'impresa con la qualità della governance delle emissioni green, al fine di esprimere un giudizio sull'operato dell'impresa. Come si può notare, la matrice presenta nove quadranti e cinque fasce di giudizio. Sull'asse delle ordinate si trova l'impegno finanziario il cui valore può oscillare tra 0 e 1; sull'asse delle ascisse è riportata la qualità della governance green, anche questa con un intervallo di valori tra 0 e 1. La ripartizione dell'intensità e della qualità in tre fasce si ispira alle modalità di valutazione utilizzate dalle imprese che effettuano servizi di valutazione terza sulle obbligazioni green. In questo modo la matrice riesce ad esprimere in maniera sintetica lo stato dell'impresa in base alle sue attività pregresse. Le cinque fasce di giudizio vengono rappresentate in base al colore e sono:

- *Dark Brown*: il quadrante *Dark Brown* è caratterizzato da un impegno finanziario basso e da una qualità della governance delle obbligazioni green bassa. L'attività svolta dall'impresa risulta inefficace allo sviluppo di una politica che possa produrre effetti considerevoli per l'impresa stessa. La mancanza di un sistema di governance green esplicito rende impossibile verificare dall'esterno l'effettiva allocazione delle risorse raccolte, nonché il monitoraggio dei progressi e dei risultati. Una situazione del genere è associabile alla pratica del *greenwashing*, data la completa mancanza di organicità nelle attività svolte e nella loro rendicontazione.
- *Medium Brown*: i due quadranti *Medium Brown* rappresentano una situazione aziendale in cui l'impegno finanziario e la qualità della governance sono medie o basse. Tutto ciò si tramuta in una situazione in cui gli impegni profusi dall'impresa non sono sufficienti. Nel quadrante dove l'impegno finanziario è medio, la scarsa qualità della governance penalizza l'impegno profuso nella raccolta di capitali. La mancanza di procedure chiare e di una adeguata struttura di valutazione e reportistica rendono difficile la valutazione esterna. In relazione a ciò, gli obiettivi fissati dall'impresa sono vaghi ed hanno un impatto potenziale limitato sullo sviluppo dell'impresa. Invece, nel quadrante in cui la qualità della governance è media, quest'ultima permette di identificare e valutare gli obiettivi dell'impresa stessa, seppur ancor limitati nel raggio di applicazione; infatti, la situazione viene inficiata dall'insufficiente impegno finanziario sul mercato che non permette di allocare cifre consistenti al fine di sviluppare progettualità significative.
- *Light Green*: I quadranti *Light green* rappresentano una prima situazione in cui le imprese che si trovano in tale fascia hanno attuato una serie di politiche in grado di poter produrre degli effetti consistenti/rilevanti. Partendo dal quadrante in alto a sinistra, si ha una situazione in cui l'impresa si trova a definire in maniera eccellente gli strumenti di scelta dei progetti, nonché KPI colti da un efficiente monitoraggio e da una rendicontazione puntuale. Il potenziale impatto degli obiettivi fissati dall'impresa è volto a trasformare e dare il via alla

transizione sostenibile. Tutto ciò, però, viene limitato dalla mancanza di impegno finanziario profuso nello sviluppo di tale transizione. In questa situazione è possibile identificare un'impresa che ha appena iniziato a sviluppare una progettualità volta alla transizione sostenibile. Il quadrante centrale, invece, esprime lo stato di attività di un'impresa che si impegna nell'ambito della sostenibilità implementando dei progetti volti alla riduzione dei gas serra senza però sviluppare una politica corale volta a trasformare l'intera attività. Gli obiettivi e i sistemi di valutazione sono sufficienti, ma non sono ambiziosi nel voler andare a risolvere le criticità all'origine. Infine, il terzo quadrante in basso a destra rappresenta una situazione alquanto particolare nella realtà operativa, cioè un'impresa con un elevato impegno finanziario nello sviluppo di progetti sostenibili, ma con una governance assente. Tale situazione rappresenta una fattispecie in cui l'enorme mole di impegno introdotto dall'impresa viene vanificato da un'assenza di rendicontazione e di verifica da parte di entità esterne. Appare poco realistico presumere che, un'impresa con un'elevata percentuale di debito green, non abbia sviluppato per lo meno una struttura di governance in grado di supportarla.

- *Medium Green*: I due quadranti rappresentati dal *Medium Green* esprimono una situazione aziendale ottima in cui le imprese tendono all'eccellenza. Nel quadrante in alto, l'impresa in questione pecca di costanza nell'impegno finanziario; ciò può essere dovuto ad una prima fase in cui l'impresa sta sviluppando la strategia e non ha ancora raggiunto la piena intensità nella raccolta di capitale per favorire la transizione. Il quadrante in basso, invece, rappresenta una situazione in cui l'impresa ha intrapreso ottimi progetti di transizione verso la sostenibilità, ma pecca di ambizione, data da una mancanza di obiettivi volti a trasformare completamente il business.
- *Dark Green*: Il quadrante *Dark Green* rappresenta il migliore quadrante della matrice. Le imprese all'interno di tale quadrante hanno allineato la loro strategia aziendale alla transizione verso la sostenibilità. La qualità della governance è ottima, l'azienda è allineata con tutti gli standard internazionali nonché riceve una valutazione, da due o più aziende esterne all'impresa, sull'operato green. La rendicontazione è dettagliata e comprensiva. L'impegno finanziario tramite il ricorso al mercato è alto e finanzia direttamente lo sviluppo. Tale situazione rappresenta l'ottimo per ogni impresa che intende avere una crescita sostenibile tramite il ricorso al mercato del debito.

Al fine di poter valutare l'operato delle imprese sono state realizzate due griglie di valutazione: una per valutare l'impegno finanziario dell'impresa e una per valutare la qualità della governance delle emissioni.

Figura 4.8 Griglia di valutazione dell'impegno finanziario nell'emissione di obbligazioni Green

Debito Green su Debito Totale				
(0-5)	(5-10)	(10-20)	(20-35)	(35+)
0	1	2	3	4
Debito Green su Asset Totali				
(0-2)	(2-4)	(4-8)	(8-15)	(15+)
0	1	2	3	4
Numero di Anni				
(0-1)	(1-2)	(2-3)	(3-4)	(5+)
0	1	2	3	4
Numero di Emissioni				
(0-1)	(2-3)	(4-5)	(6-7)	(7+)
0	1	2	3	4

Fonte: Elaborazione propria

La figura 4.8 rappresenta la griglia di valutazione utilizzata per ottenere il grado di impegno finanziaria di ogni azienda durante la fase di analisi. L'analisi prende in considerazione i dati di bilancio del quinquennio 2017-2021, ma allo stesso tempo considera anche le obbligazioni antecedenti a questa data. La griglia di valutazione analizza quattro voci differenti, assegnandogli un punteggio da 0 a 4, dove zero è il valore più basso e quattro è il valore più alto. La prima area di analisi è la percentuale di debito green sottoscritto come obbligazioni sul totale dei debiti finanziari dell'impresa. In questa fase si calcola il valore di ogni singolo anno, dopodiché si effettua la media dei valori ottenuti. Una volta ottenuto un valore univoco si procede con l'assegnazione del punteggio. Le classi di punteggio sono state stabilite in base alla distribuzione delle imprese. La classe più alta di punteggio viene assegnata quando un'impresa ha una percentuale di debito green contratto sul mercato superiore al 35% dei debiti totali. Al fine di controbilanciare determinati squilibri nella struttura finanziaria dell'impresa, è stato previsto un secondo criterio di valutazione dato dal rapporto tra il debito green e il totale degli asset dell'impresa. In questo caso, le classi di valutazione sono state ricalibrate in maniera tale da coprire la differente distribuzione dei risultati. Anche in questo caso, viene effettuata una valutazione sulla media dei risultati dell'impresa, in base al numero di emissioni fatte, sempre tenendo in considerazione data di emissione e di scadenza delle varie obbligazioni. Una volta effettuata questa prima valutazione del peso delle emissioni obbligazionarie sui dati dello stato patrimoniale dell'impresa, si controbilancia tale risultato con i dati derivanti dalle obbligazioni stesse. Nello specifico si conta il numero di anni da quando è stata effettuata la prima emissione

obbligazionaria sostenibile e si valuta il numero di emissioni effettuate dall'impresa. Una volta raccolte tutte e quattro le valutazioni si procede nel sommare insieme quest'ultime e a dividerle per sedici. In questo modo si ottiene un dato normalizzato che varia nell'intervallo tra zero ed uno, esprimendo l'impegno profuso dall'impresa nelle attività sostenibili.

Figura 4.9 Griglia di valutazione della qualità della governance nell'emissione di obbligazioni Green

Qualità del Use of Proceeds				
Assente	Parziale	Buona	Ottima	Eccellente
0	1	2	3	4
Completezza della Tassinomia				
Assente	Parziale	Buona	Ottima	Eccellente
0	1	2	3	4
Qualità della Verifica Esterna				
Assente	Parziale	Buona	Ottima	Eccellente
0	1	2	3	4
Qualità del Reporting				
Assente	Parziale	Buona	Ottima	Eccellente
0	1	2	3	4

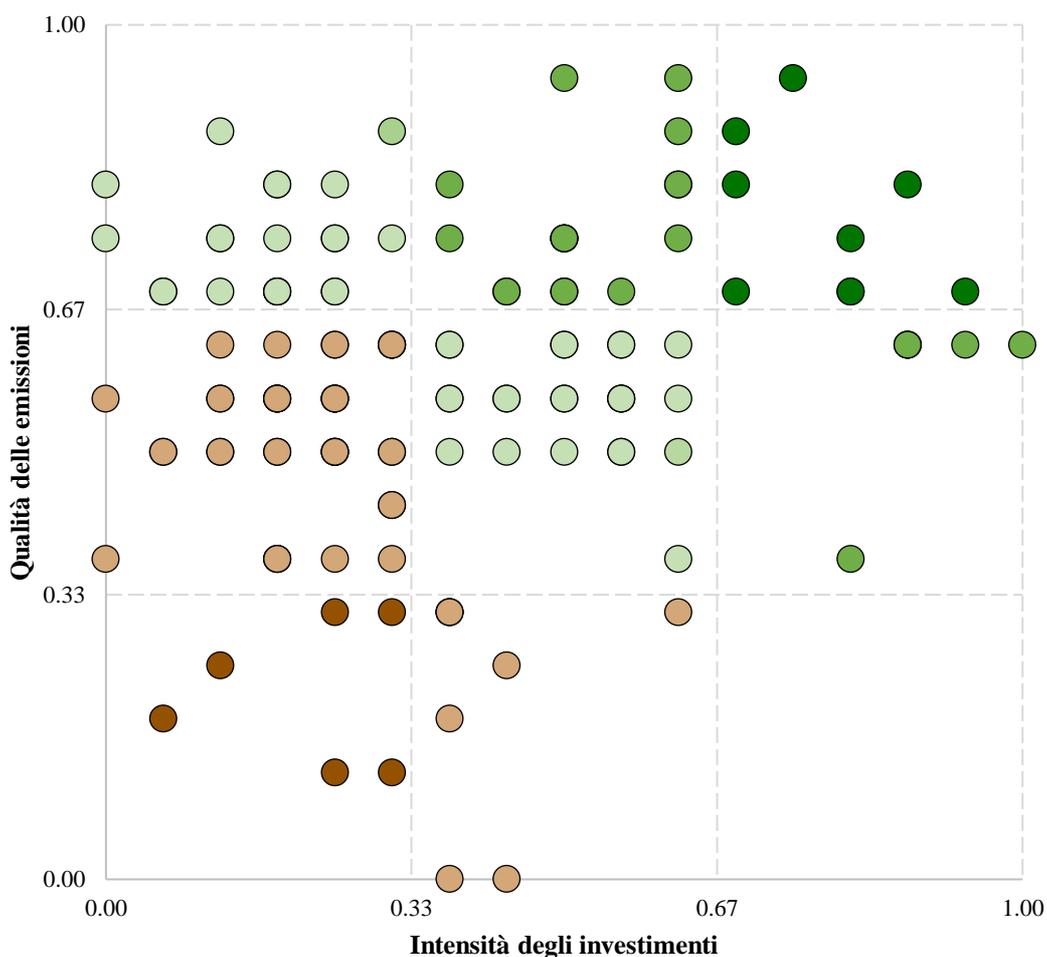
Fonte: Elaborazione propria

La figura 4.9 esprime la griglia di valutazione della qualità della governance delle emissioni sostenibili. Le quattro voci di valutazione sono state scelte in base alle previsioni richieste dagli standard internazionali sull'emissione di green bond, nonché dall'UE tramite la tassonomia e i regolamenti sugli strumenti finanziari sostenibili. In questo contesto la valutazione non è più quantitativa, ma qualitativa; nello specifico si procede ad una valutazione della completezza e della ricchezza delle attività svolte dall'impresa nel redigere la documentazione preliminare e consuntiva dell'obbligazione. La qualità dell'*Use of Proceeds* non si basa solo sulla completezza degli obiettivi e degli intenti formulati dall'impresa, ma va a valutare anche l'impatto di questi nel business. In tale contesto è necessario che le azioni intraprese dall'impresa abbiano un ampio spettro e non si fermino alla mera riduzione delle emissioni con interventi estemporanei. In tale contesto anche la definizione dei KPI ha un ruolo centrale nella valutazione della qualità. Identificare come driver di controllo solamente gli scope 1, 2 e 3 non è sufficiente a definire che l'impresa abbia adottato una strategia corale. La completezza della tassonomia si basa sulla verifica di quali standard internazionali siano

stati seguiti per la redazione delle procedure di emissione. Il massimo livello si avrà nel momento in cui l'impresa sarà allineata sia con gli standard ICMA, sia con la tassonomia UE.

Nel processo di emissione, al fine di evitare comportamenti fraudolenti, le istituzioni europee ed internazionali hanno predisposto l'introduzione di una verifica da parte di enti esterni della veridicità e della completezza delle informazioni rilasciate dall'impresa. La verifica si articola in due macrocategorie: una verifica ex ante della qualità degli obiettivi preposti dall'impresa e del suo sistema di governance ed una verifica durante l'esecuzione dell'obbligazione al fine di valutare la veridicità dei dati trasmessi verso l'esterno, soprattutto quando il valore della cedola dell'obbligazione è legata all'andamento degli obiettivi. Infine, è necessario che anche il reporting sia chiaro e puntuale al fine di offrire una rappresentazione precisa della situazione, in modo tale da valutare i progressi. Anche in questo caso l'inserimento di KPI per la valutazione è necessario al fine di poter esprimere giudizi sulle attività intraprese dall'impresa. Anche in questo caso alla fine del processo di valutazione, i dati raccolti vengono sommati insieme e divisi per sedici producendo un valore che oscilla tra 0 ed 1.

Figura 4.10 Matrice di valutazione del campione d'impres



Fonte: Elaborazione propria

La figura 4.10 rappresenta la distribuzione nella matrice delle 131 imprese oggetto di analisi. Esse come sopra esposto sono state valutate in base ai dati di bilancio del quinquennio 2017-2021. Dall'analisi risulta che solamente nove imprese giacciono nel quadrante *Dark Green*, ovvero che solamente il 6,87% delle imprese preso in esame eccelle nell'emissione di obbligazioni green. Nello specifico tali nove imprese provengono tutte dal comparto energetico, a riprova che al momento esso rappresenta il motore trainante dello sviluppo sostenibile europeo. Continuando con l'analisi, è possibile osservare che le aziende che si trovano nella fascia *Medium Green* sono 23, pari al 17,56%. Anche in questo caso il dato è incoraggiante poiché tali imprese sono in una fase avanzata dello sviluppo delle politiche green. L'analisi però mostra anche varie criticità rappresentate delle fasce *Light Green* e *Medium Brown*, nelle quali si trovano rispettivamente 46 e 47 imprese, pari al 35,11% e 35,88%. Questi due dati mostrano una fotografia di una situazione ancora insufficiente nello sviluppo di reali politiche sostenibili di lungo periodo. La fascia *Light Green* rappresenta in pieno una situazione in cui le imprese si limitano ad implementare progetti mirati con un limitato spettro d'azione, senza tentare di cambiare e fare evolvere l'attività d'impresa. Ancor più critica è la situazione quando si parla della fascia *Medium Brown* nella quale è presente il maggior numero d'imprese; in tale contesto si riscontrano numerose criticità nella governance delle emissioni e nella raccolta di capitali. In questa fascia è comune il ricorso sporadico al mercato al fine di mettere in atto attività di facciata, senza un reale ritorno nell'attività d'impresa per un'evidente insufficienza di risorse ed impegno. L'ultima fascia, la *Dark Brown* è popolata da 6 imprese. Questo dato se pur estremamente basso rispetto al totale delle imprese, rappresenta comunque un campanello d'allarme. Le imprese in questione presentano una completa mancanza di governance nella gestione delle obbligazioni nonché la inefficienza dei capitali raccolti. Le attività svolte da tali imprese non hanno la possibilità di produrre effetti rilevabili per l'impresa, né tantomeno è possibile effettuare una valutazione degli eventuali progressi, data la mancanza di una struttura di valutazione adeguata, dovuta all'assenza di governance.

La situazione complessiva invita a riflettere poiché più del 75% delle imprese attua politiche di sostenibilità inefficaci ad uno sviluppo duraturo. Ad attenuare ciò, c'è da sottolineare che lo sviluppo del mercato obbligazionario è ancora in essere, soprattutto a margine delle recenti introduzioni normative che dal 2021 stanno innovando il settore. Per tale ragione tale analisi mostra solo la coda iniziale di questa fase di sviluppo per le imprese europee, mettendo sicuramente in luce notevoli carenze sul piano progettuale di lungo periodo, date le numerose attività intraprese per aggirare le criticità solamente nel breve periodo.

A margine di ciò è stata effettuata un'ulteriore analisi sulle varie imprese del campione, tenendo in considerazione la ripartizione assegnatagli dalla matrice. L'analisi si è incentrata sulla valutazione del rendimento delle singole imprese sul mercato azionario. Nello specifico si è ricercato di capire se i risultati nel campo della sostenibilità ottenuti dalle varie imprese siano stati apprezzati dai mercati. Per fare ciò si è proceduto alla creazione di sei portafogli al fine di rappresentare tutte e cinque le categorie prodotte dalla matrice ed aggiungendo un ulteriore portafoglio a rappresentazione dell'intero campione. Come termine di paragone per l'analisi è stato scelto l'indice europeo STOXX 600, a rappresentazione del mercato europeo in quanto l'indice in questione raggruppa le 600 più grandi aziende europee capitalizzazione. Inoltre, lo STOXX 600 incorpora gran parte delle imprese del campione analizzato. L'analisi sui rendimenti azionari è stata effettuata su base settimanale a partire dalla prima settimana del 2017 fino all'ultima settimana del dicembre 2021.

Figura 4.11 Rendimento dei portafogli (2017-2021)

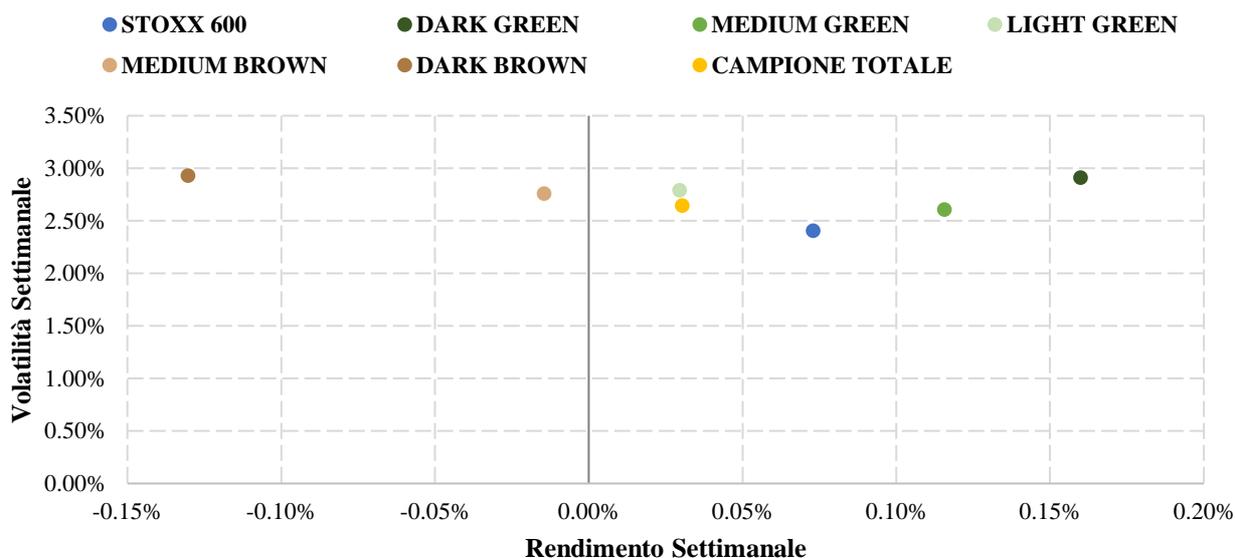
	STOXX 600	DARK GREEN	MEDIUM GREEN	LIGHT GREEN	MEDIUM BROWN	DARK BROWN	CAMPIONE TOTALE
Numero Imprese	600	9	23	46	47	6	131
Rendimento Settimanale	0,07%	0,16%	0,12%	0,03%	-0,01%	-0,13%	0,03%
Varianza Settimanale	0,06%	0,08%	0,07%	0,08%	0,08%	0,09%	0,07%
Volatilità Settimanale	2,40%	2,91%	2,61%	2,79%	2,76%	2,93%	2,64%
Beta		0,95	0,98	1,07	1,06	0,91	1,03
Rendimento Annuo	4,64%	10,15%	7,34%	1,89%	-0,91%	-8,25%	1,94%
Varianza Annuo	3,65%	5,37%	4,31%	4,92%	4,81%	5,44%	4,42%
Volatilità Annuo	19,12%	23,17%	20,75%	22,18%	21,94%	23,32%	21,02%

Fonte: Elaborazione propria

La figura 4.11 rappresenta i rendimenti annui e settimanali dei vari portafogli creati, dando evidenza anche della loro varianza e deviazione standard. Come si può notare è presente un'ampia differenza di rendimento tra i vari portafogli del campione. Nello specifico, si nota una migliore performance per le imprese che hanno ottenuto risultati migliori nella matrice di valutazione. I portafogli *Dark Green* e *Medium Green* hanno fatto registrare rendimenti superiori rispetto l'indice di mercato, presentando anche un beta inferiore all'unità. In tal senso è sorprendente come il mercato premi le imprese virtuose nello sviluppo sostenibile e come penalizzi quelle non in linea con gli standard. Con un rendimento annuo del 10,15%, il portafoglio *Dark Green* batte il rendimento dell'indice azionario. Campione in negativo nell'altro senso è il rendimento del portafoglio *Dark Brown* che su base annuale arriva a perdere 8,25%. Il campione totale e il *Light Green* registrano su base annuale dei rendimenti di poco inferiori al 2% ma con un'elevata volatilità dei portafogli. Anche il beta dei vari

portafogli va ad indicare una minore rischiosità per i portafogli costituiti da imprese con una migliore valutazione. Infatti, si può apprezzare come il portafoglio *Dark Green* presenti un beta leggermente inferiore ad uno, tale risultato si manifesta anche nel caso del portafoglio *Medium Green*, il quale fa registrare un beta pari a 0,98. Unico dato in controtendenza con l'andamento fatto registrare dagli altri portafogli è quello dei titoli *Dark Brown* che fanno registrare un beta pari a 0,91.

Figura 4.12 Rendimento e Volatilità dei portafogli del campione



Fonte: Elaborazione propria

La figura 4.12 dà evidenza della disposizione dei vari portafogli rispetto al rendimento e alla loro volatilità. La figura mostra chiaramente come l'indice azionario ed i portafogli *Medium* e *Dark Green* giacciono su una stessa retta lineare. Altrettanto loquace è la situazione espressa per gli altri portafogli del campione. Il portafoglio *Dark Brown* e quello *Medium Brown* presentano rendimenti negativi con alte volatilità. Ciò sta a rappresentare che il mercato valuta in maniera negativa l'assenza di politiche di lungo termine nel capo della sostenibilità. Discorso analogo vale per le imprese di mezzo, le quali si trovano ad avere una rischiosità maggiore rispetto al mercato con un rendimento inferiore. Questo pone tale portafoglio in un'area di inefficienza. Tali risultati sono da ricondurre ancora una volta alla mancanza di organicità e di visione di lungo termine di tali imprese.

In conclusione, l'analisi di portafoglio mostra in maniera evidente come le imprese che abbiano sviluppato politiche di sostenibilità con maggiore intensità e qualità siano riuscite ad ottenere un maggior ritorno in termini azionari. Tale fenomeno è da attribuire al fatto che i mercati azionari

riconoscono in tale imprese un minor rischio dato il grande impegno nell'immunizzarsi dai rischi derivati dalla non applicazione di un modello di crescita sostenibile. Lo sviluppo di politiche sostenibili permette alle imprese di evitare i rischi connessi alla sfera ambientale, sociale e di governance. Questo si traduce anche in una migliore capacità dell'impresa di fronteggiare l'incertezza e l'instabilità presente oggi a livello globale. Una tale impostazione permette all'impresa di essere resiliente anche sui mercati finanziari, attenuando le possibili fluttuazioni negative del mercato.

Tutto ciò evidenzia in maniera chiara come la sostenibilità oggi rappresenti una parte integrante dello sviluppo. Le analisi effettuate sulle imprese mostrano come il concetto di sostenibilità stia superando il classico paradigma che la ritraeva come una attività accessoria, non portatrice di beneficio economico. Anzi dall'analisi di portafoglio appare che le imprese più impegnate nella transizione sostenibile vengano premiate dal mercato facendo registrare degli extra rendimenti. In conclusione, si nota da parte del mercato una propensione alle imprese sostenibili in quanto dotate di un orizzonte temporale di riferimento di lungo periodo e non orientate ad ottenere profitti solamente nel breve, con una contemporanea immunizzazione dai rischi di mala gestione. Tutto ciò, dovrebbe mostrare come la strada della sostenibilità sia la migliore sia in termini economici che in termini sociali e ambientali.

Conclusione

In conclusione, tale elaborato è andato a ripercorrere l'evoluzione della dottrina internazionale sulla sostenibilità e la conseguente applicazione di tali principi sostenibili sulle imprese europee. Appare evidente come l'impegno profuso a livello internazionale da organizzazioni come le Nazioni Unite e l'Unione Europea si siano intensificate sempre più nel corso degli anni fino alle attuali politiche sviluppate a sostegno della transazione verso un'economia sostenibile. Dall'elaborato appare inequivocabilmente il ruolo trainante delle Nazioni unite che già dalla seconda parte del XX secolo avevano iniziato a sviluppare una serie di attività al fine di sostenere un modello di crescita più sostenibile ed in equilibrio con l'ecosistema. L'impegno profuso dalle Nazioni Unite è sempre più aumentato fino alla realizzazione nel 2015 dell'Agenda 2030, la quale rappresenta l'attuale piano di marcia per una transizione verso un'economia sostenibile. Su i 17 obiettivi sostenibili dell'Agenda 2030 sono state instaurate tutte le attività di sviluppo europee, che nel 2019 hanno portato alla realizzazione del *Green Deal Europeo*.

Lo sviluppo del *Green Deal Europeo* ha permesso all'Unione Europea di sviluppare tutta una serie di norme legislative a carattere comunitario in grado di razionalizzare il mondo della finanza sostenibile, in modo tale da efficientare il più possibile il flusso di capitali verso le imprese intente a prendere parte alla transazione verso un modello economico sostenibile. Dall'analisi del contesto è apparso come la buona riuscita della transazione globale verso un'economia sostenibile passi per due principali fattori, la cooperazione internazionale e la riallocazione dei capitali verso progetti sostenibili. Quest'ultimo punto rientra nelle attività della finanza sostenibile, la quale rappresenta una branca del mondo finanziario interessata a favorire la raccolta di capitali per lo sviluppo di progetti sostenibili. L'attuale situazione del mondo della finanza sostenibile appare estremamente eterogeneo, tale conformazione la si deve alla mancanza di standard internazionali. La configurazione odierna del mercato prevede numerosi standard per la rendicontazione non finanziaria, il che rappresenta un evidente limite allo sviluppo del mercato in quanto essi non permettono un facile confronto delle attività svolte dalle imprese.

La rendicontazione non finanziaria, si è venuta ad affiancare alla tradizionale rendicontazione contabile delle attività, al fine di dare evidenza delle azioni intraprese dalle imprese sui temi della sostenibilità e i risultati raggiunti sia in termini ambientali e sociali sia in termini economici. La mancanza di omogeneità a livello internazionale penalizza la valutazione delle imprese in quanto non è possibile effettuare comparazioni o analisi aggregate in maniera semplice ed immediata. All'interno della finanza sostenibile si sono inseriti anche i rating ESG, al fine di esprimere un giudizio sulla sostenibilità delle imprese, ma anche in questo caso tali società di rating hanno mostrato evidenti

differenze nelle metodologie utilizzate per la valutazione delle imprese, andando a produrre risultati nettamente differenti. In tale contesto l'Unione Europea grazie al *Green Deal Europeo* e al piano per la finanza sostenibile ha tentato di ottenere un'omogeneizzazione dei vari standard tramite lo sviluppo di varie normative regolamentari delle attività green. Tutto ciò è stato elaborato al fine di garantire uno sviluppo prospero della finanza sostenibile e delle obbligazioni green. Quest'ultime rappresentano lo strumento della finanza sostenibile per erogare capitali per i progetti delle imprese intente nella transizione verso un'economia sostenibile tramite il ricorso al mercato obbligazionario. Tali strumenti di debito si differenziano rispetto alle classiche obbligazioni in quanto esse vincolano i fondi a determinati progetti scelti secondo una procedura esplicitata nel momento dell'emissione. Tutto ciò è volto a creare un canale di raccolta di capitale che sia in grado di facilitare lo sviluppo di progetti sostenibili ed in alcuni casi anche di offrire capitali alle imprese a costi minori, rispetto al normale mercato obbligazionario, andando a premiare la sostenibilità intrapresa dall'impresa.

Il mercato obbligazionario verde Europeo è stato oggetto di una approfondita analisi in tale elaborato al fine di comprenderne l'evoluzione e le dinamiche interne. Oltre a ciò, nella fase di analisi si è cercato di evidenziare come gli innesti normativi abbiano influenzato l'andamento del mercato e il comportamento delle imprese. In prima istanza l'analisi si è soffermata sullo studio di tutto il mercato obbligazionario verde Europeo, con specifico riferimento alle obbligazioni emesse dalle imprese. Il campione di obbligazioni rappresenta la totalità delle obbligazioni emesse in ambito europeo dal 2012 al 2022. Nel decennio di analisi sono state registrate 714 imprese emettitrici, che tramite 3101 emissioni obbligazionarie hanno raccolto poco più di 860 miliardi di euro, da destinare a progetti green. Dall'analisi è apparso che il 2021 è stato l'anno che ha fatto registrare il maggior numero di obbligazioni emesse e di capitali raccolti. Da ciò si è passati alla analisi della ripartizione delle emissioni tra gli stati europei, evidenziando come Francia e Germania primeggino su tutte le altre nazioni europee, sia per numero di emissioni sia per il valore del capitale raccolto. Dopo aver effettuato l'analisi sul campione aggregato si è proceduto alla creazione di un sotto campione di imprese, al fine di valutare le loro politiche sostenibili. Il campione composto da 131 imprese è stato analizzato per un arco temporale di cinque anni che va dal 2017 al 2021. L'analisi del campione è stata effettuata al fine di valutare l'impegno delle imprese nella transizione sostenibile. Per tale motivo è stata redatta una matrice di valutazione, la quale è caratterizzata da una componente qualitativa, relativa alla governance utilizzata dall'impresa nel processo di emissione nonché nel processo di selezione dei progetti e da una componente quantitativa data dalla relazione dei dati di bilancio con le emissioni obbligazionarie verdi emesse dall'impresa. La matrice esprime la sua valutazione in cinque fasce di colore che vanno dal *Dark Green* al *Dark Brown*, con quest'ultima che rappresenta il valore più basso. Dall'analisi è apparso come più della metà del campione si trovi a

cavallo tra la fascia intermedia e quella inferiore, evidenziando come sul tema della sostenibilità ci sia ancora notevole strada da percorrere. La fascia *Dark Green* che rappresenta la valutazione migliore presenta solamente nove imprese, lasciando intendere che ci siano ampi margini di miglioramento per le imprese sui temi della sostenibilità. Una volta conclusa la fase di valutazione delle imprese, si è proceduto alla costruzione di cinque portafogli azionari in base alle fasce della matrice di valutazione, mettendoli in relazione con l'indice azionario Europeo STOXX 600. Tutto ciò al fine di valutare come il mercato recepisca le azioni intraprese dalle imprese in termini di sostenibilità. I dati evidenziati dall'analisi hanno mostrato come le due miglior fasce di valutazione abbiano fatto registrare rendimenti e rischiosità migliori rispetto all'indice di mercato. Ciò mostra come il mercato apprezzi in modo significativo la transizione verso un'economia sostenibile da parte dell'impresa. L'altro aspetto che risulta dall'analisi è quello riferibile al fatto che le imprese più indietro nello sviluppo di reali politiche sostenibili presentano un maggiore profilo di rischio per gli investitori in quanto aziende non preparate a fronteggiare i repentini cambiamenti che si stanno sviluppando nel mercato oggi.

Tale aspetto porta al definitivo superamento della dicotomia classica che vedeva le azioni ambientali e sociali come opere filantropiche, in quanto esse ormai rappresentano parte integrante e necessaria per lo sviluppo e la sopravvivenza dell'impresa. Un'impresa non allineata con tali dinamiche si espone ad innumerevoli rischi. Tutto ciò porta a ribadire ancora una volta come la transizione verso modelli di business più sostenibili sia l'unica via da percorrere, nonostante ciò, le analisi condotte mostrano come ci sia ancora molto margine di miglioramento sia a livello legislativo regolamentare sia a livello delle imprese, le quali tutt'oggi continuano ad implementare azioni poco incisive e fini a sé stesse solamente per poter affermare di essere sostenibili senza mettere in pratica azioni realmente efficaci. La buona riuscita della lotta al cambiamento climatico e alle disparità sociali dipenderà dalla cooperazione internazionale e dall'impegno delle singole aziende nel prendere coscienza dell'urgenza e della necessità di tali azioni.

Bibliografia

- Berg, F., Kölbel, J. F., & Rigobon, R. (2022). Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings. *Review of finance* , 1315-1344.
- Berk, J., DeMarzo, P., Morresi, O., & Venanzi, D. (2016). *Finanza Aziendale 2*. Pearson.
- Berk, J., DeMarzo, P., Morresi, O., & Venanzi, D. (2018). *Finanza aziendale 1*. Pearson.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., Allen, F., & Sandri, S. (2020). *Principi di finanza aziendale*. McGraw-Hill.
- Brown, J. A., & Forster, W. R. (2013). CSR and Stakeholder Theory: A Tale of Adam Smith. *J Bus Ethics* , 301-312.
- Carroll, A. B. (1991). The pyramid of corporate social responsibility: towards the moral management of organizational stakeholders. *Business Horizons*, 39-48.
- Cochran, P. L., & Wood, R. A. (1984, Marzo). Corporate Social Responsibility and Financial Performance. *The Academy of Management Journal*, p. 42-56.
- Comunita Europea. (1973). *Programma di azione in materia ambientale*.
- Di Lazzaro, F., & Musco, G. (2021). *Analisi Aziendale*. Giappichelli.
- Dmytriiev, S., & Freeman, E. (2017). Corporate Social Responsibility and Stakeholder Theory: Learning From Each Other. *Emerging Issues in Management*, 7-15.
- Ehlers, T., & Packer, F. (2017, Settembre). Green bond finance and certification. p. 89-104.
- EY. (2021). *The Evolving Non-Financial Reporting Landscape*.
- Fink, L. (2020). *Letter to CEO 2020*. BlackRock.
- Flammer, C. (2019). *Green Bonds: Effectiveness and Implications for Public Policy*. NBER Working Paper.
- Freeman, E. R., & McVea, J. (2001). A Stakeholder Approach to Strategic Management. *SSRN Electronic Journal*, 1-32.
- Friedman, M. (1970, Settembre 13). A Friedman doctrine-- The Social Responsibility Of Business Is to Increase Its Profits. *The New York Times*.
- Gillan , S. L., Koch, A., & Starks, L. T. (2021). irms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance. *Journal of Corporate Finance*.

- Goss, A., & Roberts, G. S. (2011). The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans. *Journal of Banking & Finance*, 1794-1810.
- GRI. (2021). *GRI 1: Principi Fondamentali*.
- GRI. (2021). *GRI 2: Informativa Generale*.
- GRI. (2021). *GRI 3: Temi materiali*.
- ICMA. (2020). *Climate Transition Finance Handbook*.
- ICMA. (2020). *The Sustainability-Linked Bond Principles*.
- ICMA. (2021). *The Green Bond Principles*.
- ICMA. (2021). *The Social Bond Principles* .
- ICMA. (2021). *The Sustainability Bond Guidelines*.
- ICMA. (2022). *The GBP guidance handbook*.
- IIRC. (2021). *Il framework <IR> internazionale*.
- IPCC. (2023). *Synthesis Report Of The IPCC Sixth Assessment Report*. IPCC.
- Klassen, R. D., & McLaughlin, C. P. (1996). The Impact of Environmental Management on Firm Performance. *Management Science*, 1199-1214.
- LI, F., & Polychronopoulos, A. (2020). *What a Difference an ESG Ratings Provider Makes!*
- Lindgreen, A., & Swaen, V. (2010). Corporate Social Responsibility. *International Journal of Management Reviews*, 1-7.
- MacAskill, S., Roca, E., Liu, B., Stewart, R., & Sahin, O. (2021). Is there a green premium in the green bond market? Systematic literature review revealing premium determinants. *Journal of Cleaner Production*.
- Meadows, D., Meadows , D., Randers , J., & Behrens III , W. (1972). *The limits to growth*. Universe Books.
- Menghwar, P., & Daood, A. (2021). Creating shared value: A systematic review, synthesis and integrative perspective. *Int J Manag Rev*, 466–485.
- Monti, A. C. (2008). *Introduzione alla Statistica*. Napoli: Edizioni Scientifiche Italiane.
- Nazioni Unite. (1972). Dichiarazione della conferenza ONU sul ambiente umano. Stoccolma.

- Nazioni Unite. (1987). *Our Common Future, Brundtland Report*.
- Nazioni Unite. (1992). *Agenda 21*. Rio de Janeiro.
- Nazioni Unite. (1992). *Rappoto della conferenza delle Nazioni Unite sull'ambiente e lo sviluppo*. Rio de Janeiro.
- Nazioni Unite. (1992). *United Nations Framework convention on Climate Change*. Rio De Janeiro.
- Nazioni Unite. (1998). *Kyoto protocol to the United Nations framework convention on climate change*. Kyoto.
- Nazioni Unite. (2000). *United Nations Millennium Declaration*. New York.
- Nazioni Unite. (2012). *The future we want*. Rio De Janeiro.
- Nazioni Unite. (2015). *Accordi di Parigi*. Parigi.
- Nazioni Unite. (2015). *Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development*. New York.
- Nazioni Unite. (2022). *The Sustainable Development Goals Report*.
- Oriani, R., Agnes, P., Taddeo, S., Clerici, M., Asaro, F., Botti, F., & Cucchetti, A. (2022). *Sustainable Debt Instruments: Evolution and Outlooks with a focus on Italian Companies*. Luiss Business School.
- Purvis, B., Mao, Y., & Robinson, D. (2019). Three pillars of sustainability: in search of conceptual origins. *Sustainability Science*, 681-695.
- Sharfman, M. P., & Fernando, C. S. (2008). Environmental risk management and the cost of capital. *Strategic Management Journal*, 569-592.
- Smith, J. H. (2003). The Shareholders vs. Stakeholders Debate. *MIT Sloan Management Review*, 85-90.
- Tang, D. Y., & Zhang, Y. (2020). *Journal of Corporate Finance*, 1-18.
- Task Force on Climate-related Financial Disclosures. (2017). *Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures*. Basilea.
- Unione Europea. (1993). *Per uno sviluppo durevole e sostenibile*.
- Unione Europea. (1997). *Trattato di Amsterdam*. Amsterdam.

- Unione Europea. (2014). *Direttiva 2014/95/UE del parlamento europeo e del consiglio del 22 ottobre 2014*.
- Unione Europea. (2018). *Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*.
- Unione Europea. (2019). *Il Green Deal europeo*.
- Unione Europea. (2019). *Regolamento UE 2019/2088 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari*.
- Unione Europea. (2020). *Regolamento UE 202/852 elativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del regolamento (UE) 2019/2088*.
- Unione Europea. (2021). *Direttiva che modifica la direttiva 2013/34/UE, la direttiva 2004/109/CE, la direttiva 2006/43/CE e il regolamento (UE) n. 537/2014 per quanto riguarda la comunicazione societaria sulla sostenibilità*.
- Unione Europea. (2021). *Regolamento sulle obbligazioni verdi europee*.

Riassunto

Le politiche internazionali intraprese dalle Nazioni Unite

La pietra miliare nello sviluppo dei temi della sostenibilità ambientale e sociale a livello internazionale è stata la conferenza di Stoccolma del 1972. La conferenza di Stoccolma è stata la prima conferenza delle Nazioni Unite sui temi ambientali. Essa fu innovatrice nel presentare i principi fondamentali dello sviluppo sostenibile; tali principi sono stati la base per lo sviluppo di tutte le successive politiche internazionali volte alla difesa e allo sviluppo ambientale. Oltre alla conferenza di Stoccolma, nel 1972 venne pubblicato un report sui limiti dello sviluppo condotto dal MIT su richiesta del Club di Roma. Il rapporto redatto da Donella H. Meadows mostrava come la continua crescita non responsabile della popolazione, dei consumi e dell'inquinamento avrebbe portato ad un limite, superato il quale ci sarebbe stata una regressione nella crescita economia e sociale. Tale rapporto ebbe un forte impatto in tutto il mondo, anche se fu al centro di aspre contestazioni da parte del mondo scientifico ed economico. Un altro importante passaggio a livello internazionale fu la pubblicazione del rapporto finale della commissione mondiale sull'ambiente e sviluppo (WCED), dal titolo *Our common future*. Tale rapporto conosciuto anche come rapporto Brundtland, dal nome del presidente della commissione, venne pubblicato nel 1987 a conclusione delle analisi richieste dalle Nazioni Unite alla commissione. Il punto fondamentale del rapporto per cui viene tutt'oggi ricordato è la definizione di sviluppo sostenibile:

“Sustainable development is development that meets the needs of the present without compromising the ability of future generations to meet their own needs.”

Tale definizione è estremamente importante perché per la prima volta mette in contatto lo sviluppo economico con il contesto ambientale quali elementi di un unico insieme. In seguito nel 1992, a Rio de Janeiro in Brasile si sono riuniti i rappresentanti di 172 paesi, per la Conferenza delle Nazioni Unite su ambiente e sviluppo (UNCED), anche conosciuto come “Summit della terra”. La conferenza delle Nazioni Unite tenutasi a Rio verteva sui temi dello sviluppo sostenibile, andando ad analizzare le criticità dell'epoca sui temi ambientali, sociali ed economici, con l'obiettivo di produrre una serie di accordi volti a ridurre le disparità sociali ed economiche, tenendo in considerazione la preservazione ambientale. Da tale incontro vennero prodotti due convenzioni giuridicamente vincolanti a livello internazionale e tre accordi da applicare a livello nazionale (Agenda 21, Dichiarazione di Rio su ambiente e sviluppo e Dichiarazione dei principi per la gestione sostenibile delle foreste). Sulla scia dei lavori iniziati a Rio nel 1997, si è tenuta la terza conferenza delle parti (COP-3), dove venne promulgato il protocollo di Kyoto, dal nome della città in cui si tenne la conferenza. Esso rappresenta il primo accordo vincolante sulle emissioni dei gas serra, al fine di

contrastare il Riscaldamento globale. Il protocollo, se pur aspramente contestato a livello internazionale, raggiunse i suoi obiettivi, facendo registrare nell'insieme una diminuzione delle emissioni rispetto al 1990 per i 36 paesi coinvolti. Nella storia dell'impegno sostenibile internazionale il 2015 ha rappresentato un anno di svolta. Infatti, in tale anno vennero approvati a distanza di pochi mesi l'Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile e gli accordi sul clima di Parigi durante la COP21. L'Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile rappresenta il piano d'azione per la salvaguardia e la prosperità del pianeta e delle persone. L'Agenda è stata approvata da 193 paesi membri delle Nazioni Unite ed al suo interno sono contenuti i 17 Sustainable Development Goals (SDGs). Sempre nel 2015 sono stati negoziati gli accordi di Parigi, al termine della ventunesima conferenza delle parti (COP21). L'accordo sul clima di Parigi si prefigge lo scopo di essere un ponte tra le politiche attuali e l'obiettivo di diventare neutrali verso il clima entro la fine del XXI secolo. Per fare ciò l'accordo stabilisce che le parti debbano tenere un obiettivo di lungo periodo che limiti l'aumento medio globale della temperatura ben al di sotto della soglia dei 2°C rispetto ai livelli preindustriali, soglia che segna il limite al fine di evitare gravi cambiamenti climatici.

La strategia ambientale all'interno del Unione Europea

La creazione di una coscienza ambientale e di uno sviluppo sostenibile in Europa e nell'Unione Europea sono andati di pari passo con gli sviluppi ottenuti dalle Nazioni Unite. L'Unione Europea nel corso degli anni, infatti, ha svolto un importante ruolo di filtro tra gli indirizzi deliberati dalle Nazioni Unite e le politiche poi attuate dagli stati membri. Questo ruolo evidentemente si è evoluto passando da una mera ratifica ad un'azione proattiva, nella quale l'Unione Europea incorpora le direttive delle Nazioni Unite e le sviluppa in maniera estensiva al fine di raggiungere obiettivi ambiziosi. Infatti, è proprio a termine della conferenza di Stoccolma del 1972 che l'allora Comunità Economica Europea (CEE) decise di avviare i lavori per realizzare i Programmi d'Azione per l'Ambiente (PAA). Tali programmi avviati nel 1973, e tutt'oggi in forze, hanno l'obiettivo di definire le azioni pluriennali da intraprendere tramite proposte legislative e di obiettivi. Un importantissimo passaggio nello sviluppo delle politiche ambientali all'interno della Comunità Europea fu rappresentato dall'Atto Unico Europeo, entrato in vigore nel 1987, il quale allargò l'orizzonte di azione della Comunità Europea inserendo tre nuove aree di competenze della CEE: l'ambiente, la coesione sociale e la ricerca/sviluppo tecnologico. Il trattato di Maastricht, sulla scia del summit della Terra, introdusse il concetto di sviluppo sostenibile contenuto nel rapporto Brundtland. Successivamente, il trattato di Amsterdam, volto ad implementare le norme del trattato di Maastricht, consolidò in maniera inequivocabile il ruolo della salvaguardia ambientale, affermando che quest'ultima è uno degli obiettivi prioritari della CE e per tale motivo deve essere tenuta in considerazione anche quando si sviluppano le altre politiche.

Nel 2019 in risposta al lancio dell'Agenda 2030 da Parte delle Nazioni Unite, l'Unione Europea ha deciso di varare un ambizioso piano di sviluppo sostenibile per tutta l'Europa che incorporasse e superasse gli obiettivi presentati nell'Agenda. Il *Green Deal Europeo* si presenta come un piano di riforme Europee volte a rendere l'Europa il primo continente neutrale dal punto di vista ambientale. Il piano si pone come obiettivo principale di lungo periodo, il raggiungimento della neutralità delle emissioni nel 2050.

L'evoluzione verso la sostenibilità aziendale

Il ruolo della sostenibilità all'interno dell'impresa è un tema che si è evoluto di pari passo con le politiche internazionali e poggia le sue radici agli inizi degli anni 70. È infatti in questo periodo che Milton Friedman esprime il suo pensiero sul ruolo delle imprese e sulla loro responsabilità sociale. La visione di Friedman è poi stata ribattezzata *shareholder theory*, la quale ha come obiettivo centrale la massimizzazione del profitto al fine di destinarlo agli azionisti. La dottrina di Friedman e la *shareholder theory* sono state alla base delle politiche dei neoliberalisti degli anni 80. In contrapposizione con la *shareholder theory* nel 1984, Edward Freeman teorizzò la *stakeholder theory*. La *stakeholder theory* si pone l'obiettivo di superare l'approccio della *shareholder theory*, per creare una dinamica aziendale che possa tenere in considerazione tutti i portatori di interessi dell'impresa. L'obiettivo di tale teoria era quello di cambiare l'approccio aziendale ponendo enfasi sull'importanza di tutti gli attori che si trovano ad interagire con l'impresa. Oltre alla *stakeholder theory* è presente un'ulteriore teoria aziendalistica che basa le sue radici su un approccio aperto dell'impresa verso l'ambiente circostante ed è la *Corporate Social Responsibility (CSR)*. La CSR è l'insieme di politiche intraprese dall'azienda al fine di avere un approccio proattivo verso la società. La CSR cerca di coniugare il benessere comune con la performance aziendale. Un *framework* teorico che racchiude in sé sia i propositi della CSR sia della *stakeholder theory* è la *Triple Bottom Line (TBL)*. La TBL si basa sulla bottom line che rappresenta l'ultima voce del conto economico, che sta ad indicare l'eventuale perdita o utile di esercizio. Infatti, la TBL sostiene che è necessario salvaguardare le 3P: profitto, persone e pianeta. Le 3P sono volte ad enfatizzare la necessità di considerare ulteriori aspetti oltre a quello esclusivamente economico nella gestione d'impresa, se si vuole avere uno sviluppo sostenibile. La progressiva evoluzione della dottrina aziendalistica ha rispecchiato l'andamento delle politiche internazionali sui temi della sostenibilità e dell'impatto ambientale. Il peso degli stakeholder esterni con il passare degli anni è incrementato sempre più, divenendo uno strumento di persuasione per le imprese più reticenti sotto il punto di vista ambientale e sociale.

La finanza sostenibile

Il contesto internazionale e sociale hanno portato ad una progressiva sensibilizzazione sui temi ambientali e sociali. Nonostante ciò, al fine di ottenere un effettivo riscontro nelle politiche aziendali è stato necessario introdurre una serie di strumenti volti a facilitare le imprese. È proprio in questo contesto che si inserisce il *Global Compact*. Il *Global Compact* è un patto globale stilato nel 1999 tra i leader mondiali e le Nazioni Unite al fine di promuovere un'economia globale sostenibile per le imprese. In sostanza il *Global Compact* è un vincolo volontario, con il quale le imprese aderiscono ad una serie di principi volti ad una crescita sostenibile di lungo periodo, nonché un impegno comune allo sviluppo congiunto di un nuovo tipo di globalizzazione, che tenga in considerazione la sostenibilità e la cooperazione. Nello specifico i principi coprono quattro macroaree differenti quali: Diritti Umani, Lavoro, Ambiente e Lotta alla Corruzione. Ed è in questo contesto che si è iniziata a sviluppare la cosiddetta finanza sostenibile, cioè quella area della finanza che non punta solamente alla generazione di profitto economico, ma che indirizza i propri capitali verso società e progetti volti a garantire anche uno sviluppo sociale e ambientale. Con lo scopo di incoraggiare e rafforzare gli obiettivi alla base della finanza sostenibile, sono stati definiti dei criteri, chiamati ESG. I quali sono dei criteri volti a valutare le azioni aziendali su tre differenti aspetti: *Environment*, *Social* e *Governance*.

La rendicontazione non finanziaria

La rendicontazione non finanziaria è una dichiarazione in cui l'azienda esplicita tutti gli aspetti delle sue politiche ambientali, sociali e di governance, nonché le politiche intraprese nell'ambito della lotta alla corruzione e alla gestione del personale. L'obiettivo di tale strumento è quello di mostrare agli *stakeholder* esterni le attività intraprese dall'azienda nonché i risultati raggiunti sulle tematiche ESG. La rendicontazione non finanziaria a differenza della rendicontazione tradizionale è su base volontaria in gran parte del mondo. Ma non è solo la volontarietà che differenzia le due tipologie di rendicontazione. Infatti, nel caso della rendicontazione finanziaria i governi e le autorità sovranazionali nel corso degli anni hanno regolamentato la redazione dei bilanci, dinamica che non è ancora avvenuta per la rendicontazione non finanziaria. Il tema della rendicontazione delle attività ESG si rende estremamente complicato poiché caratterizzato da una forte relazione con il settore e l'area di provenienza dell'impresa. Ciò poiché i criteri ESG e il perseguimento degli SDG non sono obiettivi oggettivi e univoci per ogni azienda, ma presentano molte differenze da settore a settore. Per tale motivo è necessario sviluppare strumenti in grado di cogliere tali differenze e di rendicontarle nel migliore dei modi. In un contesto articolato come quello appena descritto, la mancanza di un framework internazionale di riferimento che garantisca un'uniformità e comparabilità, rende tutto più complicato. Al momento non esiste uno standard universalmente riconosciuto per la rendicontazione non finanziaria, ma coesistono una molteplicità di standard o *framework*. Nonostante ciò, il mercato

si sta lentamente orientando verso quattro standard principali: TCFD, GRI, CDP e IFRS. Le aziende a capo di tali standard hanno avviato una convergenza al fine di ottenere una omogeneizzazione delle pratiche richieste, così da garantire degli strumenti comparabili e utilizzabili.

I rating ESG sono dei giudizi sintetici sull'operato delle imprese sulle tematiche ESG, volti a valutare se un'impresa stia attuando o meno delle buone politiche aziendali nel campo della sostenibilità. Tali rating si rifanno alla logica dei classici rating creditizi. Come nel caso della rendicontazione non finanziaria, anche nel caso dei rating ESG il mercato è composto da numerose aziende che concorrono liberamente con una assenza di legislazione. Ciò ha portato nello specifico a riscontrare una disomogeneità nelle metodologie usate dalle imprese, per la valutazione dei rating. Infatti, da numerose analisi, risulta che i rating creditizi hanno una correlazione tra loro del 99%, ovvero che, le varie agenzie di rating arrivano a produrre lo stesso giudizio sull'impresa. Ciò non avviene nel caso dei rating ESG, come dimostrato da Breg, Kölbel e Rigobon, i quali hanno effettuato un'analisi sui rating ESG emessi dalle sei maggiori società di rating ed hanno riscontrato una correlazione media tra le varie società del 54%. Appare evidente anche in questo caso, come nel caso dei principi di rendicontazione, che è necessario, per lo sviluppo della finanza sostenibile, un processo di unificazione e di omologazione delle varie imprese verso uno standard condiviso, al fine di offrire un'informazione che allo stesso tempo sia di qualità ed attendibile.

La rendicontazione non finanziaria nella UE

Alla base delle politiche sulla finanza sostenibile e sulla rendicontazione non finanziaria, in Europa ci sono due documenti: *il Green Deal Europeo* e il Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile. Il Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile è stato stipulato sulla base delle raccomandazioni prodotte dall'analisi svolta da HLEG su richiesta della commissione. Esso si articola come uno strumento di indirizzo per le successive politiche d'attuare nell'unione. Da tale Piano d'azione sono stati prodotti: la tassonomia UE, SFDR, CSRD e i Benchmark climatici. La tassonomia UE è un regolamento pubblicato dalla Commissione Europea volto a classificare le attività economiche ecocompatibili. Tale regolamento punta a razionalizzare il contesto economico europeo in termini ambientali e di sostenibilità al fine di creare un chiaro quadro di riferimento per poter valutare le attività ecocompatibili. La *Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR)* è un regolamento emanato dalla commissione Europea, volto a regolare l'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari. Tale regolamento prescrive nuove misure agli operatori finanziari, per fare in modo che essi integrino nelle loro politiche di trasparenza le informazioni riguardanti la sostenibilità. Tutto ciò migliora la trasparenza e facilita la comprensione per i sottoscrittori dei servizi finanziari. La *Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD)* è una direttiva europea volta ad

integrare ed ampliare l'attuale contesto Europeo nel campo della rendicontazione delle attività sostenibili. La direttiva CSRD articola il suo processo innovativo in quattro punti principali: Estensione dell'obbligo di rendicontazione sulla sostenibilità ad un più ampio numero di imprese, l'introduzione dell'obbligo di rendicontazione sulla sostenibilità secondo gli standard Europei, l'introduzione dell'obbligo di revisione della rendicontazione non finanziaria da parte di un ente esterno preposto alla verifica di tali documenti, l'introduzione della *EU Corporate Sustainability Due Diligence Directive* (CSDD) volta ad indicare con precisione i requisiti richiesti all'imprese sui temi della due diligence. A margine di ciò, la Commissione ha avviato i lavori per la realizzazione di uno standard europeo per la rendicontazione sulla sostenibilità.

I Green Bonds

I *green bonds* sono delle obbligazioni emesse al fine di raccogliere capitali per poter finanziare lo sviluppo di progetti sostenibili. I green bond si configurano come lo strumento principe della finanza sostenibile. Infatti, essi sono lo strumento con cui le organizzazioni e gli stati possono raccogliere i capitali al fine di finanziare i progetti per la transizione verso un'economia sostenibile. Il principale aspetto che differenzia le obbligazioni verdi da quelle normalmente emesse è che i fondi raccolti dall'emissione obbligazionaria sono vincolati a dei progetti precedentemente esposti nel pacchetto informativo dell'emissione, correlati di KPI per il monitoraggio dei progressi. Nel 2014 l'*International Capital Market Association* (ICMA) ha emanato i *Green Bond Principles* (GBP), i quali in poco tempo sono diventati lo standard di riferimento per l'emissione di green bond. L'ICMA ha previsto quattro tipologie di obbligazioni sostenibili che le imprese possono emettere in relazione ai progetti che si vogliono perseguire: Green Bond, Social Bond, Sustainability Bond e Sustainability-Linked Bond. I *Green Bond* sono i principi riferiti allo sviluppo delle obbligazioni che hanno l'obiettivo di finanziare progetti che hanno impatto positivo per l'ambiente, allo stesso modo i *Social Bond* sono i principi volti a finanziare progetti per lo sviluppo sociale. I *Sustainability Bond Guidelines* invece sono uno strumento di sintesi delle due precedenti tipologie. L'ultima tipologia prevista dell'ICMA è quella dei *Sustainability-Linked Bond Principles*. Tale tipologia di obbligazione sostenibile differisce da tutte le precedenti in quanto i capitali raccolti non sono vincolati a determinati progetti, ma sono volti al perseguimento di un obiettivo generale di sostenibilità. Anche l'Unione Europea al fine di allineare gli obiettivi del *Green Deal* e della tassonomia UE, nel 2021, ha presentato una proposta di regolamento sulle obbligazioni green europee. La proposta è volta ad integrare l'attuale standard internazionale dell'ICMA con la specificità introdotta dalla tassonomia.

Il costo del capitale e gli strumenti dell'analisi finanziaria

Al fine di continuare l'analisi delle politiche finanziarie delle imprese nell'Unione Europea, è necessario approfondire gli strumenti economici finanziari utilizzati per analizzare l'andamento delle aziende.

L'analisi finanziaria

Con il termine analisi finanziaria si definisce il processo di valutazione della situazione economica, finanziaria e patrimoniale di un'impresa. L'analisi è volta a comprendere come la gestione aziendale abbia influito sullo stato di salute dell'impresa al fine di esprimere un giudizio finale. L'analisi finanziaria si compone di tre aree di studio principali: l'analisi di solidità patrimoniale, l'analisi di liquidità e l'analisi di redditività. L'analisi finanziaria è uno strumento volto a fornire informazioni sia verso gli *stakeholder* interni sia verso gli *stakeholder* esterni. Il processo di analisi aziendale si articola in quattro fasi, quali: raccolta delle informazioni, analisi ed interpretazioni delle informazioni raccolte, definizione degli indicatori di valutazione, interpretazione dei dati e valutazione finale. L'analisi di solvibilità è un'analisi patrimoniale economica volta ad analizzare la struttura delle fonti e degli impieghi al fine di comprendere i potenziali rischi nella bilancia dei pagamenti. Nello specifico l'analisi di solvibilità cerca di comprendere i possibili rischi nel caso in cui l'impresa non riesca a rispettare gli impieghi di pagamento. Essa si compone di due aree di analisi: l'analisi di liquidità e l'analisi di solidità. L'analisi di liquidità si riferisce all'analisi degli impieghi di pagamento nel breve periodo, mentre l'analisi di solvibilità si riferisce all'analisi di medio e lungo periodo. L'analisi di redditività, invece, è volta ad analizzare l'equilibrio economico di medio lungo periodo dell'impresa, tramite l'analisi della capacità dell'impresa di produrre reddito al fine di remunerare gli azionisti. L'analisi incentra il suo campo d'azione sullo studio dei driver che hanno portato alla generazione di valore e come questi abbiano poi remunerato le differenti forme di capitale presenti all'interno della struttura aziendale. Per tale motivo l'analisi di redditività a differenza di quella di solvibilità richiede di utilizzare congiuntamente lo stato patrimoniale e il conto economico.

Costo del capitale

Il costo del capitale rappresenta una misura del costo che viene pagato dall'impresa per remunerare tutte le forme di finanziamento. Per tale motivo è risulta necessario avere un indicatore per poterne comprendere l'entità e paragonarlo con le altre imprese presenti nel mercato. Alla base della definizione del costo del capitale di un'impresa c'è la dicotomia tra rischio e rendimento. Gli investitori per loro natura sono alla costante ricerca della massimizzazione del rendimento con la contemporanea minimizzazione del rischio. Il rendimento però di norma segue un andamento lineare

rispetto al rischio. Perciò al crescere del rendimento cresce anche il rischio associato a quello strumento finanziario o a quell'impresa. La rischiosità dell'impresa può essere scomposta in due macrocategorie: il rischio sistemico e il rischio specifico. Il rischio specifico rappresenta quella parte di rischio dell'impresa che può essere eliminato tramite diversificazione. Il rischio sistemico o rischio non diversificabile è quella forma di rischio che deriva dal rischio associato all'andamento del mercato nella sua totalità. Il rischio sistemico viene misurato attraverso il beta. Il beta rappresenta un indice dell'andamento dell'impresa a seguito di una variazione percentuale del mercato. In questo modo è possibile stabilire quanto sia sensibile l'impresa alle fluttuazioni del mercato. Al fine di ottenere il rendimento torico dell'equity di un'impresa si utilizza il CAPM. Il *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* è un modello matematico volto a definire la relazione tra rischio e rendimento di un asset finanziario. Il CAPM mette in relazione il tasso *risk free* (r_f), derivante dai titoli di stato, con il beta dell'impresa e un premio per il rischio dato dalla differenza tra il rendimento *risk free* e l'andamento del mercato. La relazione lineare presentata dal modello CAPM, seppure estremamente semplice, riesce a spiegare con buona precisione la relazione che esiste tra rischio e rendimento. Nella realtà operativa, però, le imprese non sono finanziate solamente con capitale proprio ma spesso ricorrono all'indebitamento finanziario. Al fine di poter valutare l'effettivo costo opportunità dell'investimento in una determinata azienda è necessario ricavarsi il costo del capitale dell'impresa considerando anche l'indebitamento. Per fare ciò è necessario basarsi sul *Weighted Average Cost of Capital (WACC)*, il quale rappresenta una media ponderata del costo dell'equity e del costo del debito tendono in considerazione l'aliquota fiscale. Il costo del debito rappresenta un elemento estremamente importante per la determinazione del WACC. Infatti, tramite un efficiente struttura del capitale è possibile ottenere notevoli vantaggi sia in termini fiscali sia in termini di costo del capitale, grazie all'utilizzo della leva finanziaria. Il debito tramite lo scudo fiscale degli interessi permette alle imprese di diminuire il prelievo fiscale. Il WACC incorpora tale vantaggio fiscale all'interno del costo del capitale.

La sostenibilità nelle politiche di finanziamento delle imprese europee

L'analisi effettuata in questo capitolo riguarda l'intero mercato dei green bond corporate in Europa. Tale analisi interessa un intervallo temporale di dieci anni, partendo dal 2012 fino al 2022. In una prima fase di analisi, viene effettuata una valutazione complessiva del mercato andando ad analizzarne l'evoluzione ed i principali attori. Dopodiché, si procede con la definizione di un campione di imprese, che hanno partecipato all'emissione di obbligazioni e si esegue una valutazione su ogni impresa del campione, al fine di valutare le attività svolte sul mercato obbligazionario per sviluppare progetti sostenibili. Tale analisi è stata sviluppata tramite la realizzazione di una matrice di valutazione, realizzata tramite la combinazione di fattori quantitativi e qualitativi. Una volta

terminata tale analisi, si utilizzano i dati sulle imprese risultanti dalla matrice per sviluppare una serie di portafogli d'impese, al fine di valutare l'andamento delle imprese sul mercato azionario.

Il mercato dei Green Bond corporate in UE

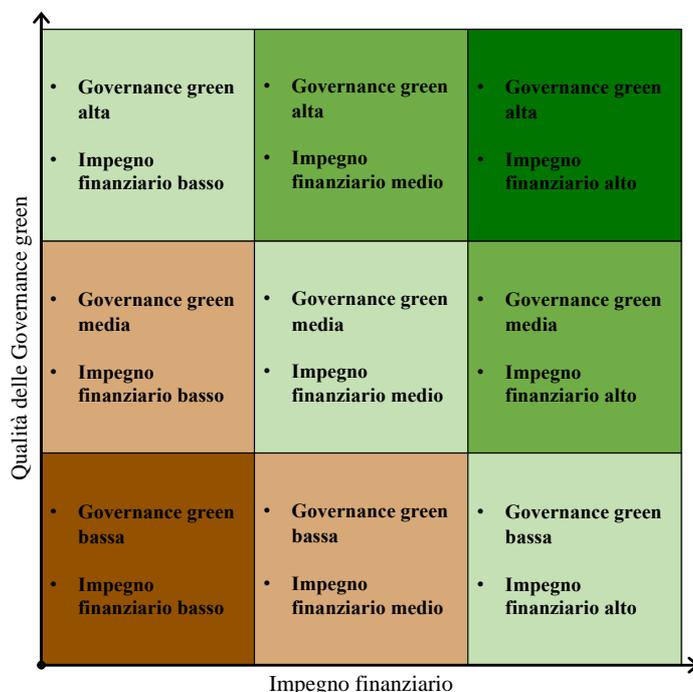
Lo sviluppo sostenibile delle imprese europee passa dall'implementazione di progetti sostenibili in grado di modificare sensibilmente l'impatto ambientale e sociale delle imprese. Il mondo finanziario nel corso degli anni ha sviluppato uno strumento ad hoc per lo sviluppo sostenibile quale le obbligazioni green. Tale elaborato in un primo momento ha focalizzato la sua analisi sullo studio dell'andamento delle emissioni obbligazionarie delle imprese dell'UE nell'arco temporale che va dal 2012 al 2022. Il campione di obbligazioni e imprese prese in considerazione per svolgere questa analisi è composto da 714 imprese che, nel corso del decennio 2012-2022, hanno emesso 3101 obbligazioni, raccogliendo sul mercato più di 860 miliardi di euro, destinati allo sviluppo sostenibile. L'intera analisi è stata effettuata basandosi sui dati raccolti tramite la piattaforma dati Refinitiv. Dall'analisi si apprezza che dal 2012 al 2022, il mercato ha fatto registrare un CAGR (2012-2022) del 86,36% per quanto riguarda il capitale raccolto e un CAGR pari al 81,71% per il numero di emissioni effettuate. Il capitale raccolto è passato da 0,5 miliardi nel 2012 a 252,6 miliardi di euro nel 2022, passando per il picco del 2021 con i 278,5 miliardi di euro raccolti. L'analisi delle emissioni obbligazionarie europee è proseguita con un approfondimento sulla ripartizione territoriale di queste emissioni. Tale analisi mostra come in termini di valore dell'emissione Francia e Olanda primeggino su tutte le altre nazioni europee, con rispettivamente 175 e 176 miliardi di euro raccolti, dietro di esse si posiziona la Germania, con 144 miliardi di euro. L'Italia nella sua totalità di imprese fino al 2022 ha raccolto 46,8 miliardi di euro sul mercato, posizionandosi al settimo posto al livello europeo, dietro a Spagna, Lussemburgo e Svezia. A conclusione dell'analisi, appare interessante evidenziare la ripartizione dei vari settori all'interno della totalità delle emissioni: il 52,7% delle emissioni totali sono state effettuate da imprese operanti nel settore finanziario. Al secondo posto, con il 19,5%, si trova il settore del Real Estate.

Le politiche sostenibili sviluppate dalle imprese quotate europee

Al fine di approfondire nel dettaglio le azioni intraprese dalle aziende nel mercato europeo delle obbligazioni green, si è proceduto alla definizione di un sotto campione di imprese europee quotate. Da tale campione sono state escluse tutte le imprese operanti nel settore bancario. Dopodiché si è proceduto a ricercare all'interno del campione tutte le imprese che fossero quotate in uno dei mercati dei paesi europei. Una volta creato questo campione, sono stati raccolti i dati finanziari e di mercato delle aziende. Il campione, in definitiva, è composto da 131 imprese, con sede in 16 diverse nazioni dell'UE. Nella totalità, le 131 imprese del campione hanno effettuato 434 emissioni, con una raccolta

pari a 172 miliardi di euro. I dati del campione fanno riferimento ad un intervallo temporale che parte dal 2012 e arriva fino al 2021. L'analisi del campione si è soffermata sulla valutazione dell'impegno finanziario profuso dalle imprese per sviluppare progetti sostenibili. Di pari passo, con la crescita del mercato, si è sviluppata anche la pratica del *greenwashing*, ovvero la messa in atto di alcune attività sostenibili di facciata, senza l'effettiva attuazione di azioni volte allo sviluppo sostenibile. Le normative sviluppate in campo europeo ed internazionale sono state realizzate per far fronte a tale situazione, tramite la verifica da parte di provider esterni e l'obbligo di rendicontazione delle attività sostenibili. Questi aspetti rappresentano la natura qualitativa dell'emissione obbligazionaria, in quanto certificano la bontà del processo di selezione dei progetti su cui poi l'azienda andrà ad investire, nonché un utile strumento di monitoraggio e verifica dei progressi. La natura qualitativa delle emissioni rappresenta soltanto una faccia del processo di transizione verso un'economia sostenibile, dall'altro lato è presente la sfera economica come intensità nel processo di trasformazione. Per tale motivo, al fine di valutare la bontà delle politiche sviluppate dalle imprese nell'ambito dello sviluppo sostenibile, è necessario valutare entrambe le componenti, qualitativa e quantitativa. Al fine di poter attuare ciò, l'analisi si è concentrata sulla valutazione congiunta della componente qualitativa e quantitativa per ricondurle ad un giudizio finale sull'impresa nell'ambito della sostenibilità. Il giudizio finale sull'operato dell'impresa è dato dalla posizione di questa ultima all'interno della matrice mostrata nella figura R1.

Figura R1 Matrice per la valutazione dell'operato dell'impresa che emettono obbligazioni Green



La figura R1 mette in relazione l'impegno finanziario profuso dall'impresa con la qualità della governance delle emissioni green, al fine di esprimere un giudizio sull'operato dell'impresa. Come si

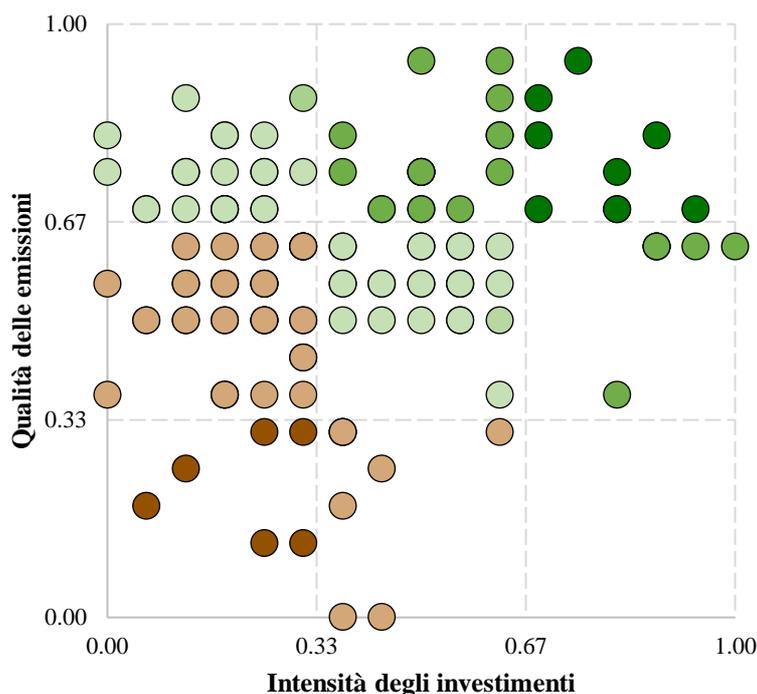
può notare, la matrice presenta nove quadranti e cinque fasce di giudizio. Sull'asse delle ordinate si trova l'impegno finanziario il cui valore può oscillare tra 0 e 1; sull'asse delle ascisse è riportata la qualità della governance green, anche questa con un intervallo di valori tra 0 e 1. La ripartizione dell'intensità e della qualità in tre fasce si ispira alle modalità di valutazione utilizzate dalle imprese che effettuano servizi di valutazione terza sulle obbligazioni green. In questo modo la matrice riesce ad esprimere in maniera sintetica lo stato dell'impresa in base alle sue attività pregresse. Le cinque fasce di giudizio vengono rappresentate in base al colore e sono:

- *Dark Brown*: il quadrante *Dark Brown* è caratterizzato da un impegno finanziario basso e da una qualità della governance delle obbligazioni green bassa.
- *Medium Brown*: i due quadranti *Medium Brown* rappresentano una situazione aziendale in cui l'impegno finanziario e la qualità della governance sono medie o basse.
- *Light Green*: I quadranti *Light green* rappresentano una prima situazione in cui le imprese che si trovano in tale fascia hanno attuato una serie di politiche in grado di poter produrre degli effetti consistenti/rilevanti.
- *Medium Green*: I due quadranti rappresentati dal *Medium Green* esprimono una situazione aziendale ottima in cui le imprese tendono all'eccellenza.
- *Dark Green*: Il quadrante *Dark Green* rappresenta il migliore quadrante della matrice.

Al fine di poter valutare l'operato delle imprese sono state realizzate due griglie di valutazione: una per valutare l'impegno finanziario dell'impresa e una per valutare la qualità della governance delle emissioni. La griglia di valutazione dell'impegno finanziaria di ogni azienda prende in considerazione i dati di bilancio del quinquennio 2017-2021, ma allo stesso tempo considera anche le obbligazioni antecedenti a questa data. La griglia di valutazione analizza quattro voci differenti, assegnandogli un punteggio da 0 a 4, dove zero è il valore più basso e quattro è il valore più alto. La prima area di analisi è la percentuale di debito green sottoscritto come obbligazioni sul totale dei debiti finanziari dell'impresa. Il secondo criterio di valutazione è dato dal rapporto tra il debito green e il totale degli asset dell'impresa. Il terzo e quarto criterio rappresentano il numero di anni da quando è stata effettuata la prima emissione obbligazionaria e il numero di emissioni effettuate dall'impresa. Una volta raccolte tutte e quattro le valutazioni si procede nel sommare insieme quest'ultime e a dividerle per sedici. In questo modo si ottiene un dato normalizzato che varia nell'intervallo tra zero ed uno, esprimendo l'impegno profuso dall'impresa nelle attività sostenibili. La valutazione della qualità della governance delle emissioni sostenibili avviene specularmente tramite quattro voci, le quali sono state scelte in base alle previsioni richieste dagli standard internazionali sull'emissione di green bond. In questo contesto la valutazione non è più quantitativa, ma qualitativa; nello specifico si procede ad

una valutazione della completezza e della ricchezza delle attività svolte dall'impresa nel redigere la documentazione preliminare e consuntiva dell'obbligazione. Nello specifico si valuta la qualità dell'*Use of Proceeds*, la completezza della tassonomia, l'adeguatezza della verifica da parte di enti esterni e infine la qualità del reporting. Anche in questo caso alla fine del processo di valutazione, i dati raccolti vengono sommati insieme e divisi per sedici producendo un valore che oscilla tra 0 ed 1.

Figura R2 Matrice di valutazione del campione d'impresa



La figura R2 rappresenta la distribuzione nella matrice delle 131 imprese oggetto di analisi. Esse come sopra esposto sono state valutate in base ai dati di bilancio del quinquennio 2017-2021. Dall'analisi risulta che solamente 9 imprese giacciono nel quadrante *Dark Green*, mentre nella fascia *Medium Green* sono 23, pari al 17,56%. L'analisi mostra una notevole concentrazione di imprese nelle fasce *Light Green* e *Medium Brown*, nelle quali si trovano rispettivamente 46 e 47 imprese, pari al 35,11% e 35,88%. Questi due dati mostrano una fotografia di una situazione ancora insufficiente nello sviluppo di reali politiche sostenibili di lungo periodo. L'ultima fascia, la *Dark Brown* è popolata da 6 imprese. Questo dato se pur estraneamente basso rispetto al totale delle imprese, rappresenta comunque un campanello d'allarme. La situazione complessiva invita a riflettere poiché più del 75% delle imprese attua politiche di sostenibilità inefficaci ad uno sviluppo duraturo. Ad attenuare ciò, c'è da sottolineare che lo sviluppo del mercato obbligazionario è ancora in essere, soprattutto a margine delle recenti introduzioni normative che dal 2021 stanno innovando il settore. Per tale ragione tale analisi mostra solo la coda iniziale di questa fase di sviluppo per le imprese

europee, mettendo sicuramente in luce notevoli carenze sul piano progettuale di lungo periodo, date le numerose attività intraprese per aggirare le criticità solamente nel breve periodo.

A margine di ciò è stata effettuata un'ulteriore analisi sulle varie imprese del campione, tenendo in considerazione la ripartizione assegnatagli dalla matrice. L'analisi si è incentrata sulla valutazione del rendimento delle singole imprese sul mercato azionario. Nello specifico si è ricercato di capire se i risultati nel campo della sostenibilità ottenuti dalle varie imprese sia stato apprezzato dai mercati. Per fare ciò si è proceduto alla creazione di sei portafogli al fine di rappresentare tutte e cinque le categorie prodotte dalla matrice ed aggiungendo un ulteriore portafoglio a rappresentazione dell'intero campione. Come termine di paragone per l'analisi è stato scelto l'indice europeo STOXX 600, a rappresentazione del mercato europeo in quanto l'indice in questione raggruppa le 600 più grandi aziende europee capitalizzazione. L'analisi sui rendimenti azionari è stata effettuata su base settimanale a partire dalla prima settimana del 2017 fino all'ultima settimana del dicembre 2021.

Figura R3 Rendimento dei portafogli (2017-2021)

	STOXX 600	DARK GREEN	MEDIUM GREEN	LIGHT GREEN	MEDIUM BROWN	DARK BROWN	CAMPIONE TOTALE
Numero Imprese	600	9	23	46	47	6	131
Rendimento Settimanale	0,07%	0,16%	0,12%	0,03%	-0,01%	-0,13%	0,03%
Varianza Settimanale	0,06%	0,08%	0,07%	0,08%	0,08%	0,09%	0,07%
Volatilità Settimanale	2,40%	2,91%	2,61%	2,79%	2,76%	2,93%	2,64%
Beta		0,95	0,98	1,07	1,06	0,91	1,03
Rendimento Annuo	4,64%	10,15%	7,34%	1,89%	-0,91%	-8,25%	1,94%
Varianza Annua	3,65%	5,37%	4,31%	4,92%	4,81%	5,44%	4,42%
Volatilità Annua	19,12%	23,17%	20,75%	22,18%	21,94%	23,32%	21,02%

La figura R3 rappresenta i rendimenti annui e settimanali dei vari portafogli creati, dando evidenza anche della loro varianza e deviazione standard. Come si può notare è presente un'ampia differenza di rendimento tra i vari portafogli del campione. Nello specifico, si nota una migliore performance per le imprese che hanno ottenuto risultati migliori nella matrice di valutazione. I portafogli *Dark Green* e *Medium Green* hanno fatto registrare rendimenti superiori rispetto l'indice di mercato, presentando anche un beta inferiore all'unità. In tal senso è sorprendente come il mercato premi le imprese virtuose nello sviluppo sostenibile e come penalizzi quelle non in linea con gli standard. Con un rendimento annuo del 10,15%, il portafoglio *Dark Green* batte il rendimento dell'indice azionario. Campione in negativo nell'altro senso è il rendimento del portafoglio *Dark Brown* che su base annuale arriva a perdere 8,25%. In conclusione, l'analisi di portafoglio mostra in maniera evidente come le imprese che abbiano sviluppato politiche di sostenibilità con maggiore intensità e qualità siano riuscite ad ottenere un maggior ritorno in termini azionari. Tale fenomeno è da attribuire al fatto che i mercati azionari riconoscono in tale imprese un minor rischio dato il grande impegno

nell'immunizzarsi dai rischi derivati dalla non applicazione di un modello di crescita sostenibile. Lo sviluppo di politiche sostenibili permette alle imprese di evitare i rischi connessi alla sfera ambientale, sociale e di governance. Questo si traduce anche in una migliore capacità dell'impresa di fronteggiare l'incertezza e l'instabilità presente oggi a livello globale. Tutto ciò evidenzia in maniera chiara come ad oggi la sostenibilità rappresenti una parte integrante dello sviluppo. In conclusione, si nota da parte del mercato una propensione alle imprese sostenibili in quanto dotate di un orizzonte temporale di riferimento di lungo periodo e non orientate ad ottenere profitti solamente nel breve, con una contemporanea immunizzazione dai rischi di mala gestione. Tutto ciò, dovrebbe mostrare come la strada della sostenibilità sia la migliore sia in termini economici che in termini sociali e ambientali.