



Corso di laurea in Amministrazione, Finanza e Controllo

Cattedra di Operazioni Straordinarie & Valutazione di Azienda

Sustainable and Responsible Investments:  
L'evoluzione dei temi ESG e della finanza sostenibile.  
La sostenibilità che crea valore.

Prof.  
Eugenio Pinto

---

RELATORE

Prof.  
Saverio Bozzolan

---

CORRELATORE

Matr.  
Luca Blengini

---

CANDIDATO

Anno Accademico 2022/2023



## Ringraziamenti

*Questa tesi segna la fine di un lungo ed impegnativo percorso accademico e di crescita personale che non sarei mai riuscito a completare senza il supporto della mia famiglia e dei miei amici.*

*Pertanto, volevo ringraziare mia Madre Patrizia, la cui dedizione, impegno ed amore in ogni cosa che fa, per me e per chiunque altro, mi è fonte di ispirazione ed insegnamento continuo, e alla quale dedico questo elaborato. Ringrazio mio Padre Valerio per essermi sempre stato vicino, ascoltando i miei problemi e consigliandomi saggiamente, nonostante la distanza che alcune volte ci separa. Ringrazio i miei Zii, Franco e Laura, senza i quali nulla di tutto ciò sarebbe stato possibile. Ringrazio mia Sorella Federica che ha avuto il merito di sopportare le mie preoccupazioni e le mie ansie. Ringrazio i miei Nonni Elena e Massimo, non scorderò mai l'amore che ci avete dato. Ringrazio i miei amici, quelli conosciuti alla Luiss con cui ho condiviso molto più che un semplice corso di studi, e quelli di una vita che non mi abbandonano mai. Ringrazio, infine, il Professor Pinto e la Professoressa Parente per la loro disponibilità e il loro supporto nella stesura del lavoro.*



# Indice

<i>Introduzione</i>	7
<b><i>Capitolo 1: Sostenibilità Aziendale e Investimenti Sostenibili</i></b>	<b>9</b>
<b>1.1: La Sostenibilità Aziendale e lo Sviluppo Sostenibile</b>	<b>9</b>
<b>1.2 Finanza Sostenibile e Sustainable and Responsible Investments (SRI)</b>	<b>11</b>
1.2.1 Cosa sono la Finanza Sostenibile e gli Investimenti Sostenibili e Responsabili (SRI)	11
1.2.2 La storia dei Sustainable and Responsible Investments	12
<b>1.3 Le principali strategie di investimento SRI</b>	<b>16</b>
1.3.1 Panoramica delle strategie SRI a livello globale	16
1.3.2 Le strategie SRI	19
<b>1.4 La classificazione degli Investimenti Sostenibili</b>	<b>23</b>
1.4.1 I criteri della classificazione	23
1.4.2 Le categorie di Investimento Sostenibile	24
<b><i>Capitolo 2: Normativa ESG, Indici SRI, Rating ESG e Reporting di Sostenibilità</i></b>	<b>29</b>
<b>2.1 I fattori ESG</b>	<b>29</b>
<b>2.2 Il framework normativo ESG</b>	<b>31</b>
2.2.1 Lo sviluppo della normativa ESG	31
2.2.2 Direttiva UE 2022/2464 (Corporate Sustainability Reporting Directive – CSRD)	34
2.2.3 Regolamento UE 2019/2088 (Sustainable Finance Disclosure Regulation – SFDR)	34
2.2.4 Regolamento 2020/852 (Regolamento Tassonomia - TR)	36
<b>2.3 Indici SRI</b>	<b>38</b>
2.3.1 Cosa sono gli indici SRI o indici di sostenibilità	38
2.3.2 Panoramica dei principali indici di sostenibilità	39
<b>2.4 Il Rating ESG</b>	<b>40</b>
2.4.1 Le agenzie di Rating ESG	41
<b>2.5 Reporting di sostenibilità</b>	<b>46</b>
2.5.1 Il bilancio di sostenibilità con gli standard GRI	48
2.5.2 Gli standard europei per il reporting di sostenibilità (European Sustainability Reporting Standards - ESRS)	49
<b>2.6 La pratica del Greenwashing</b>	<b>51</b>
2.6.1 Cosa è il Greenwashing	51
2.6.2 Come evitare il Greewashing?	53
<b><i>Capitolo 3: La Sostenibilità che crea Valore Economico</i></b>	<b>54</b>
<b>3.1 Il Valore Aziendale</b>	<b>54</b>
<b>3.2 Correlazione tra fattori ESG e performance finanziaria</b>	<b>55</b>
3.2.1 Metastudio sulla relazione tra performance ESG e finanziaria	56

<b>3.3 Metodologia di calcolo dell'ESG Score di Refinitiv</b>	<b>58</b>
<b>3.4 Correlazione tra ESG Scores e performance finanziaria nel settore energetico italiano</b>	<b>59</b>
3.4.1 Introduzione allo studio	59
3.4.2 Metodologia dello studio	60
3.4.3 Il settore energetico italiano	60
3.4.4 Lo studio e i suoi risultati	63
<b>3.5 Relazione tra Costo del Capitale e Sostenibilità</b>	<b>67</b>
3.5.1 La teoria alla base della relazione tra Sostenibilità e Costo del Capitale	67
3.5.2 Il Sustainability Discounted Cash Flow Method (SDCF)	70
<b>3.6 Applicazione del DCF e del SDCF ad Enel: come si modifica la stima dell'Enterprise Value</b>	<b>73</b>
3.6.1 Stima del Valore di Enel mediante Discounted Cash Flow	73
3.6.2 Stima del Valore di Enel mediante Sustainability Discounted Cash Flow	75
<b><i>Conclusioni</i></b>	<b>78</b>
<b><i>Indice delle figure</i></b>	<b>81</b>

## Introduzione

“La più grande minaccia al nostro pianeta è la convinzione che lo salverà qualcun altro”. Questa frase dell’ambientalista Robert Swan esprime perfettamente il pensiero che è, ed è stato, alla base di questa tesi.

Con queste poche parole, quasi a formare uno slogan pubblicitario, l’esploratore britannico ha trasmesso, seppur in parte in modo implicito, il messaggio secondo la quale la sostenibilità e il comportarsi in maniera sostenibile (in questo caso si fa più specificatamente riferimento a una visione ambientalista) è l’unico mezzo per raggiungere e garantire la salvezza del nostro mondo, ormai degradato e segnato da decenni di scelte scellerate e sconsiderate, ma non solo. Egli sottolinea come la volontà di adottare e abbracciare queste scelte di comportamento debba nascere da ognuno di noi, senza pensare che ci sia o ci sarà qualcuno che si eleverà ad eroe e risolverà i problemi, creati dalle generazioni passate e presenti e accumulatisi per anni, al posto nostro. Siamo noi a dover agire, a dover comprendere che la sostenibilità (generale e aziendale) è un elemento che si lega alle nostre vite, alla nostra quotidianità, ma soprattutto al proseguimento di ciò nel prossimo futuro. Non possiamo adagiarci sul pensiero che tutto si rimetterà in ordine da solo o che il nostro singolo contributo sia ininfluenza. La sostenibilità è uno strumento forte e dalle grandi capacità, ma affinché essa risulti efficace è necessario che ciascuno di noi ne comprenda l’importanza e lo spessore della questione che ad essa si lega, nonché le minacce che essa nasconde dietro di sé.

È in questa prospettiva che questo lavoro deve essere inquadrato. L’obiettivo principale è quello di garantire gli strumenti necessari al fine di comprendere come, in ambito aziendale (ma non solo), la sostenibilità rappresenti e offra molto più di un semplice obbligo di *compliance*, molto più di una banale applicazione di una direttiva o di un regolamento. Essa è l’unica soluzione possibile per sopravvivere. E quando si parla di sopravvivenza facciamo riferimento alla sopravvivenza umana in primis, ma a quella aziendale subito dopo. La sostenibilità si riflette infatti allo stesso modo nel mondo economico ed aziendale. Come gli uomini, anche le società hanno il dovere di agire in modo sostenibile, e come gli esseri umani devono farlo per loro stesse. Sì, perché solo quelle aziende che si andranno a qualificare come sostenibili riusciranno a sopravvivere, solo queste società riusciranno a proseguire nel corso delle loro attività. Ancora una volta ritorna il termine *prosequi*, dal latino *prosequi*, composto di *pro* (avanti) e *sequi* (seguire), essa è la parola chiave quando si parla di sostenibilità. Essa infatti è una cura, qualcosa che prima non serviva, ma che ora è necessaria e fondamentale, senza la quale non è possibile andare avanti.

La tesi si compone di tre capitoli principali, corredati da alcune considerazioni finali e conclusive. Come ci dice lo stesso titolo del lavoro, si vuole dare principalmente indicazione delle modalità di azione che una azienda può decidere di assumere al fine di risultare sostenibile, e soprattutto si vuole dare dimostrazione di come la sostenibilità aziendale sia uno strumento efficace al fine della creazione di valore economico e di come, quindi, essa non sia solamente una pratica di adeguamento a delle regole imposte ma, anzi, garantisca la possibilità di raccogliere i frutti degli sforzi necessari per la sua implementazione.

Il primo capitolo si focalizza sulla definizione di finanza sostenibile e di investimenti sostenibili, inquadrando quest'ultimi come la principale forma e modalità per l'implementazione della sostenibilità in azienda e valutandone lo sviluppo nel corso degli anni. In questo capitolo si analizzeranno le strategie di investimento sostenibile principali e si andranno ad osservare alcuni dati in grado di riflettere lo sviluppo di queste forme di investimento, nonché espressivi della forza e della mole con cui essi vengono realizzati.

Il secondo capitolo ha l'importante compito di dare indicazione del contesto normativo di riferimento, nonché del suo sviluppo nel corso degli ultimi anni. Inoltre, all'interno di esso si andranno ad osservare più da vicino alcuni ulteriori strumenti di sostenibilità, in forte crescita e sviluppo, come i rating o gli indici ESG e i nuovi standard di *reporting* connessi alle questioni sostenibili.

Il terzo capitolo espone, infine, uno studio approfondito sulla relazione tra la creazione di valore, per le aziende, e sostenibilità. Cercherà di rispondere ai quesiti che durante i precedenti capitoli e paragrafi si erano andati a creare. In questo terzo capitolo si andranno ad osservare diversi studi e analisi condotte su una moltitudine di società e settori economici differenti. Si avrà, inoltre, la possibilità di affrontare la questione esposta in termini più quantitativi e pragmatici.



# Capitolo 1: Sostenibilità Aziendale e Investimenti Sostenibili

## 1.1: La Sostenibilità Aziendale e lo Sviluppo Sostenibile

La enciclopedia Treccani definisce la sostenibilità in ambito economico come: “la condizione di uno sviluppo in grado di assicurare il soddisfacimento dei bisogni della generazione presente senza compromettere la possibilità delle generazioni future di realizzare i propri<sup>1</sup>”, riprendendo la definizione data nella prima conferenza ONU sull’ambiente nel 1972, la quale sembra concentrarsi particolarmente su una concezione di sostenibilità strettamente connessa con l’idea di equilibrio. Equilibrio nel senso di preservare il futuro agendo in modo responsabile nel presente, garantendo quindi che la bilancia tra effetti di breve e lungo termine si mantenga stabile. La definizione così come viene data risulta però lacunosa e mancante, quindi, poco chiara. Sono molte le domande che ci si potrebbe porre guardando esclusivamente a queste due righe di spiegazione. Si fa riferimento alla sostenibilità o allo sviluppo sostenibile? Sono la stessa cosa? Quali sono precisamente i bisogni alla quale si fa riferimento, quelli umani individuali, legati alla sfera fisica, o quelli aziendali tipici, legati alla sfera del profitto e alla creazione del valore, o entrambi? E ancora, come si raggiunge questa condizione di equilibrio alla quale si fa riferimento?

Ovviamente non ci si aspetta di comprendere tutto di qualcosa partendo esclusivamente dalla sua definizione enciclopedica, ma tutti questi punti interrogativi sono sintomo di come, calandosi nel mondo della sostenibilità aziendale, non si faccia riferimento a una disciplina completa né tantomeno pienamente analizzata, ma al contrario ci si addentri in un cantiere in costruzione, la cui costruzione è avvenuta diversi anni fa (già a partire dal secondo dopo guerra) e nella quale i lavori veri e propri si sono sviluppati con lentezza prima, tra il 1970 e i primi anni 2000, per poi, negli ultimi dieci/quindici anni, essere oggetto di una brusca accelerazione. Questa accelerazione non va però a tradursi nella conclusione dei lavori, ma semplicemente identifica come solo recentemente, e probabilmente in ritardo, si abbia compreso l’importanza di questo tema e soprattutto descrive la mancanza di lungimiranza che in passato si ha avuto a riguardo, generando oggi la necessità di affrettarsi. Con questo esempio si descrive il quadro generale che, volendo oggi comprendere la sostenibilità aziendale, si va a definire, caratterizzato da un lento sviluppo nel passato e una necessaria più rapida e conscia evoluzione nel presente.

L’idea di sostenibilità in campo economico aziendale affonda le proprie radici quindi, a diversi decenni fa, quando però, tale concetto risultava più un elemento di merito ulteriore e accessorio per le aziende, che non un elemento essenziale e imprescindibile come invece oggi viene più comunemente inteso grazie alla presa di coscienza che si è verificata negli ultimi anni e si sta tutt’ora realizzando riguardo questo tema. Occorre a questo punto comprendere, come la sostenibilità non rappresenti semplicemente un concetto sintetizzabile in un paio di righe o una prescrizione vuota di azioni e comportamenti da mettere in atto, ma come sia, al contrario, un elemento in continua evoluzione, che certamente preventiva l’assunzione di determinati comportamenti, ma al tempo stesso richiede di abbracciare con piena cognizione di causa un intero filone di

---

<sup>1</sup> <https://www.treccani.it/enciclopedia/sostenibilita>

pensiero, vasto, ampio, mutevole e distinto per i diversi campi e aree nelle quali essa si applica. Solo superando la concezione statica che per molto tempo si è collegata alla sostenibilità è possibile ottenere i risultati sperati e necessari. Sperati perché gli effetti dell'implementazione di strategie sostenibili solitamente si mostrano tangibili solo nel lungo periodo. Necessari perché le condizioni e gli sviluppi attuali hanno dato piena evidenza di come la sopravvivenza umana, in primis e aziendale poi, si leghi in modo imprescindibile con la capacità di pensare, e quindi di agire, in modo sostenibile.

La sostenibilità aziendale si configura come una disciplina multidimensionale, nata inizialmente con scopi principalmente etici e politici e poi maturatasi e innalzata a metodologia di business imprescindibile. La multidimensionalità a cui si fa riferimento è data dal fatto che la sostenibilità aziendale pone la propria attenzione su diversi aspetti: lo sfruttamento delle risorse, la produttività del capitale umano e le modalità di business e gli effetti che ogni azione intrapresa genera sul territorio sia dal punto di vista ambientale che sociale. È proprio questa peculiarità a renderla una materia tanto affascinante quanto frustrante. Poiché se da una parte questa multidisciplinarietà permette una grande diversità di interpretazioni e studi, dall'altra fa sorgere il problema di rendere difficile la sistematizzazione e l'uniformazione della disciplina. Infatti, la sostenibilità in ambito aziendale si è vista definirsi e declinarsi in molti modi e con molti nomi differenti: *Corporate Sustainability*, *Corporate Social Responsibility (CSR)*, *Triple Bottom Line*, *ESG*, sono solo alcuni dei tanti nomi che si sono susseguiti e affidati alla sostenibilità aziendale. A questo punto viene da chiedersi, tutti questi termini usati nel gergo aziendale per riferirsi allo stesso elemento differiscono davvero tra di loro? La risposta è nel mezzo. Infatti, sicuramente ognuna di queste etichette è contraddistinta dalle peculiarità del contesto in cui ha avuto origine e dalle premesse assunte alla base, va anche notato, però, come poi nella pratica tutti questi termini risultino interscambiabili e utilizzabili liberamente come sinonimi.

Compresa quindi la complessità dell'oggetto di studio a cui ci si va a rivolgere, occorre analizzare e capire quale sia la relazione che lega lo sviluppo sostenibile e la sostenibilità aziendale, elementi simili e probabilmente facilmente scambiabili, ma distinti l'uno dall'altra in relazione alle proprie origini. Il primo nasce infatti nel 1987 all'interno della Commissione Brundtland (approfondiremo più avanti e meglio lo sviluppo storico del tema ambientale) che lo definisce come: *Development that meets the needs of the present without compromising the ability of the future generations to meet their own needs*, definizione peraltro molto simile a quella già vista inizialmente per la sostenibilità aziendale.

La nascita di una definizione univoca per la sostenibilità aziendale, invece, risulta molto più complessa sia da ritrovare, sia soprattutto da datare. Un importante tentativo è stato quello dell'Unione Europea nel 2001 con il *Green Paper Promoting a European framework for Corporate Social Responsibility (CSR)* all'interno del quale venne data la seguente definizione di CSR: *A concept whereby companies integrate social and environmental concerns in their business operations and in their interaction with their stakeholders on a voluntary basis*. Pur sorvolando riguardo al riferimento alla volontarietà dell'atto, si può da subito notare la differenza rispetto al concetto di sviluppo sostenibile. Ciò si riscontra nel fatto che la CSR fa riferimento a una componente non presente nel concetto di *sustainable development*: la responsabilità che un'impresa ha nei confronti delle

aspettative di cittadini e *stakeholder*. La visione di una responsabilità necessaria e richiesta per le imprese nasce già a partire dal 1953 quando Howard R. Bowen pubblicò *Social Responsibilities of the Business*, il quale, appartenendo a un gruppo di keynesiani *sui generis*, condivideva il pensiero dell'impossibilità di scindere le questioni economiche dalle loro implicazioni morali, politiche e istituzionali<sup>2</sup>, calando l'impresa in un contesto non più esclusivamente economico ma invece connesso alla realtà civile e sociale in cui essa opera. Sulla base di quanto detto si può quindi comprendere come debba effettivamente essere affidato alle imprese un ruolo attivo nel raggiungimento dello sviluppo sostenibile. Certo è, però, che questo ruolo non può nascere esclusivamente su base volontaria, come invece la CSR andrebbe ad assumere, dal momento che limitarsi a una responsabilità su base etica morale non risulterebbe sufficiente. Partendo da ciò nasce quindi l'esigenza di formulare un concetto di sostenibilità d'impresa distinto da CSR e sviluppo sostenibile, ma comunque a quest'ultimo strettamente connesso. Si comprenda, quindi, che la sostenibilità aziendale deve essere considerata come il presupposto logico per l'ottenimento di uno sviluppo che possa definirsi sostenibile e quindi in grado di raggiungere gli obiettivi imposti rispetto a questa tematica.

## 1.2 Finanza Sostenibile e Sustainable and Responsible Investments (SRI)

### 1.2.1 Cosa sono la Finanza Sostenibile e gli Investimenti Sostenibili e Responsabili (SRI)

La Commissione Europea definisce la finanza sostenibile come “la finanza che tiene in considerazione i fattori ESG: di tipo ambientale (*Environmental*), sociale (*Social*) e di amministrazione societaria (*Governance*), nel processo decisionale di investimento, indirizzando i capitali verso attività e progetti sostenibile a più lungo termine”.<sup>3</sup>

Gli SRI, acronimo inglese di *Sustainable and Responsible Investments*, sono definiti dal Forum italiano per la Finanza Sostenibile<sup>4</sup> come “una strategia di investimento orientata al medio- lungo periodo che, nella valutazione di imprese e istituzioni, integra l'analisi finanziaria con quella ambientale, sociale e di buon governo, al fine di creare valore per l'investitore e per la società nel suo complesso”<sup>5</sup>.

Si noti che questa è solo una delle tante definizioni date per gli SRI, per i quali in modo simile a quanto visto prima, riguardo al concetto di sostenibilità aziendale, non esiste ancora una definizione univoca che ricomprenda in essa tutte le diverse accezioni attribuite a questo nuova metodologia di investimenti. Tra le altre definizioni che enti diversi hanno cercato di fornire, possiamo ricordare quella dell'Eurosif<sup>6</sup> che nel 2016 definì gli SRI come: “*a long-term oriented investment approach, which integrates ESG factors in the research, analysis and selection process of securities within an investment portfolio. It combines fundamental analysis and engagement with an evaluation of ESG factors in order to better capture long term returns for investors,*

---

<sup>2</sup> Marco Stampa, *La sostenibilità è un'Impresa*, Hoepli, 2022

<sup>3</sup> [https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/overview-sustainable-finance\\_en](https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/overview-sustainable-finance_en)

<sup>4</sup> Il Forum per la Finanza Sostenibile è un'associazione italiana non profit nata nel 2001 con l'obiettivo di incoraggiare l'inclusione dei criteri ambientali, sociali e di governance (ESG) nei prodotti e nei processi finanziari.

<sup>5</sup> [http://finanzasostenibile.it/wp-content/uploads/2016/08/140903\\_Posizione\\_ufficiale\\_SRI\\_FFS.pdf](http://finanzasostenibile.it/wp-content/uploads/2016/08/140903_Posizione_ufficiale_SRI_FFS.pdf)

<sup>6</sup> Eurosif (*European Sustainable Investment Forum*) è l'associazione pan-europea dedicata alla promozione della sostenibilità attraverso i mercati finanziari.

*and to benefit society by influencing the behaviour of companies*”. O ancora potremmo far riferimento alla definizione data dal Forum statunitense per la Finanza Sostenibile<sup>7</sup> il quale identifica gli SRI in maniera sintetica e semplice come: *“an investment discipline that considers environmental, social and corporate governance (ESG) criteria to generate long-term competitive financial returns and positive social impact.”* Quel che appare evidente è che indistintamente dalla definizione presa in considerazione, queste risultano tutte molto simili l’una all’altra in termini di contenuto. Si fa infatti riferimento agli SRI come metodologia di investimento, ci si riferisce sempre a un orizzonte temporale rivolto al medio-lungo termine e, infine, tutte e tre le definizioni vanno a richiedere l’integrazione e l’applicazione di criteri non finanziari volgendo l’attenzione allo stesso obiettivo: creare risultati economici finanziari combinati con risultati di sostenibilità per l’impresa che li mette in atto.

Gli investimenti responsabili, ambientali e sociali sono, quindi, nient’altro se non quegli investimenti richiesti dalla finanza sostenibile e ricompresi nel concetto di responsabilità sociale delle imprese (CSR) che prima abbiamo analizzato. Essi sono dunque considerabili come lo strumento principe attraverso la quale un’impresa si impegna al raggiungimento di obiettivi di sostenibilità. La finanza sostenibile si rifà alla necessità di dover considerare nel processo volto alla decisione di un investimento i fattori ESG; gli SRI, invece, sono propriamente gli investimenti che riflettono nei propri effetti le decisioni assunte a monte, sulla loro fattibilità e ammissibilità, sulla base di una integrazione tra elementi finanziari e non-finanziari. Gli SRI hanno quindi il fine di garantire la creazione di valore sia di natura economico-finanziario, sia di natura sociale, grazie al processo di integrazione delle variabili ESG. Importante notare, inoltre, come la stessa definizione generale degli stessi vada a sottolineare un profilo temporale di medio-lungo termine, volendo indicare come l’aspetto fondamentale e predominante non sia esclusivamente quello finanziario, tipicamente di breve periodo, ma anche quello improntato a garantire un cambiamento futuro, dal punto di vista della sostenibilità, e al tempo stesso, il raggiungimento dell’obiettivo economico mediante la creazione di valore.

### **1.2.2 La storia dei Sustainable and Responsible Investments**

Gli investimenti SRI hanno radici molto profonde. Possiamo affermare che già prima del nuovo millennio erano presenti delle correnti di pensiero, spinte principalmente da motivi religiosi, che disincentivavano gli investimenti considerati non etici. Già nella Torah, libro sacro ebraico risalente al V o VI secolo avanti Cristo, si faceva riferimento al concetto di *tzedakah*: termine usato per riferirsi all’obbligo di moralità che ricadeva sui fedeli, che dovevano applicarlo in ogni aspetto della propria vita, economia inclusa. Anche all’interno del Corano, scritto attorno al XII secolo, sono presenti riferimenti ad obbligazioni etiche in campo economico alle quali i credenti dovevano sottostare, rientrando nel set di norme imposte ai fedeli islamici dalla Sharia<sup>8</sup>. Per esempio, si faceva divieto di investire in attività legate all’azzardo o alla prostituzione.<sup>9</sup>

---

<sup>7</sup> [www.ussif.org](http://www.ussif.org)

<sup>8</sup> La Sharia rappresenta la sacra legge islamica

<sup>9</sup> [https://sellainsights.it/pagina-dettaglio/-/asset\\_publisher/jQbviC3NRcjM/content/una-breve-storia-dell-investimento-etico](https://sellainsights.it/pagina-dettaglio/-/asset_publisher/jQbviC3NRcjM/content/una-breve-storia-dell-investimento-etico)

Tra i primi eventi databili riconducibili alle origini degli investimenti responsabili, possiamo ricordare il Secondo Concilio Laterano del 1139, decimo concilio ecumenico della Chiesa Cattolica, tenuto da Papa Innocenzo II, con la quale tra le molte decisioni assunte, la Chiesa condannò l'attività dell'usura. Seppur questo evento segni la nascita di un pensiero di investimento orientato verso la moralità, (ricordiamo infatti che si parla di investimenti sostenibili solo da poche decine di anni e che anche il concetto di sostenibilità aziendale si è sviluppato solo nel recentissimo passato) esso rappresenta semplicemente un fatto isolato, non sostenuto quindi da una linea di azione e pensiero basati sulla moralità degli investimenti.

Il primo e vero e proprio filone di pensiero che vedeva la necessità di una maggior responsabilità nell'utilizzo delle risorse a propria disposizione viene infatti ricondotto al movimento dei Quaccheri, di matrice Cristiana e sviluppatosi a partire dalla seconda metà del 1600, anche noto come Società degli Amici, il quale per primo si scagliò contro la schiavitù e la guerra. Proprio internamente a questo movimento nella metà del XVIII secolo, e più precisamente nel 1754, John Woolman, devoto Quacchero nonché mercante e giornalista, pubblicò un lavoro diviso in due parti: *Some Considerations on the Keeping of Negroes* in cui si scagliava contro la schiavitù e la tratta degli schiavi. Nello stesso anno si tenne a Philadelphia la riunione annuale del movimento, il *Quakers Philadelphia Yearly Meeting*, e, in seno ad esso, venne presentata una seconda epistola, che condivideva e riprendeva molti degli aspetti già trattati da Woolman sulla schiavitù. Questo evento sancì la definitiva presa di coscienza e posizione dei Quaccheri contro la situazione degli schiavi, influenzando la comunità stessa in maniera irreversibile, al punto che gli stessi aderenti al movimento decisero di smettere di essere proprietari di schiavi, rinunciandovene.

Circa un secolo dopo, durante il XIX secolo, si sviluppò un'altra corrente di pensiero, sempre di origine religiosa e rivolta verso una visione etica degli investimenti, guidata dal pastore anglicano John Wesley, uno dei fondatori del movimento metodista. Wesley per primo scisse il concetto di profitto e moralità, facendo chiarezza tra l'obiettivo principale di un uomo d'affari che è il profitto e il dovere di ogni uomo di non sacrificare valori fondamentali come la salute e la moralità in generale. Egli non soltanto distinse tra questi aspetti, ma cercò di mediare tra di essi e trovare un compromesso che accontentasse entrambi le parti. Con la pubblicazione del suo sermone: *L'uso del denaro*, promulgava infatti la coscienza nell'utilizzo del denaro, di non danneggiare con i propri affari le attività altrui e di non investire in attività che avrebbero potuto nuocere alla salute dei lavoratori.

Le prime forme di investimenti sostenibili si sono quindi generate, seppur in modi, forme e tempi diversi, con l'applicazione di dettami religiosi alla vita economica. Questi dettami si sviluppavano come veri e propri divieti nella gestione del denaro a eseguire determinate attività. In questi casi si parla di *negative screening* cioè selezione per esclusione. In questo contesto si colloca il periodo americano del proibizionismo, che va dall'inizio degli anni Venti fino ai primi anni Trenta del XX secolo. Questo momento fu segnato dalla presenza di organizzazioni politico religiose che, con una fortissima pressione sull'opinione pubblica, riuscirono nella loro battaglia contro la produzione e il consumo di alcolici portando all'approvazione del Diciottesimo Emendamento e del *Volstead Act*, con il quale la Costituzione degli Stati Uniti d'America proibiva ogni attività

legata o correlata all'uso, alla vendita, all'importazione e alla produzione di alcolici (verrà abolito con il Ventunesimo Emendamento soltanto nel 1933). La spinta moralista proibizionista, tanto potente da modificare la Costituzione, traeva gran parte della propria forza dal cosiddetto fenomeno dell'azionariato diffuso<sup>10</sup>. Infatti, il periodo del proibizionismo andò di pari passo con il fenomeno dell'espansione delle piazze finanziarie mondiali, soprattutto statunitensi, su tutte New York, il che portò alla quotazione di molte società americane. Si passò dunque, dalla figura di imprenditore come unico leader e proprietario di un'impresa a un imprenditore manager gestore del capitale personale e di quello apportato da investitori esterni. Proprio questa ripartizione del capitale proprio tra innumerevoli azionisti, rese gli investimenti un fenomeno collettivo, soggetto a fattori non esclusivamente finanziari (tipicamente guardati dal management) ma anche extra finanziari (tipicamente più cari agli azionisti).

Sempre negli stessi anni, e sulla base degli stessi presupposti, si definì un'altra tappa fondamentale nella storia degli SRI. Infatti, nel 1928 nacque a Boston il *Pioneer Fund*, fondato da Philip L. Carrett. Esso fu il primo fondo di investimenti responsabile. Si basava sulla raccolta di denaro dai clienti e il reinvestimento dello stesso in portafogli azionari che escludevano i titoli detti *sin stocks*, traducibile come azioni del peccato o titoli peccaminosi. Con questo termine si faceva riferimento a tutti quei titoli emessi da società attive in settori considerati immorali, come l'industria del tabacco, delle armi o dell'alcol. Questo fu solo il primo di una lunga serie di altri fondi nati sulla base delle medesime condizioni. Solo a partire dagli anni Sessanta però lo sviluppo di questi fondi si modificò, discostandosi dai precetti morali di stampo religioso come matrice alla base della propria strategia di investimento e avvicinandosi invece ad aspetti e temi più sensibili ai temi sociali, dell'utilizzo delle risorse e dell'impatto ambientale. Esempio di ciò fu, nel 1971 la creazione del *Pax World Fund*, creato da Luther Tyson e Jack Corbett, entrambi di formazione metodista. Il fondo nacque al fine di accogliere le richieste degli investitori che volevano impiegare il proprio denaro senza però finanziare l'armamento della guerra in Vietnam allora in pieno svolgimento. Occorre ricordare che questo fondo è tutt'ora in attività e tende, come obiettivo primario all'ottenimento di un profitto stabile mantenendo l'applicazione dei principi originari alla creazione e ai più moderni criteri ESG<sup>11</sup>.

Nello stesso periodo si sviluppò la forma del boicottaggio, azioni realizzate da gruppi di sindacati, fondazioni universitarie e organizzazioni umanitarie al fine di disturbare e disincentivare lo svolgimento di attività considerate non morali, o come diremmo oggi, non sostenibili. Durante la guerra del Vietnam, per esempio, alcuni gruppi pacifisti boicottarono Dow Chemical, la società colpevole di produrre il napalm, sostanza combustibile utilizzata dall'esercito americano. Un altro famoso esempio di boicottaggio fu quello avvenuto nel 1985 quando gli studenti della Columbia University di New York manifestarono contro la loro stessa università affinché escludesse dal proprio portafoglio di investimenti tutti quelli in società che erano strette da legami da affari con la Repubblica Sudafricana, al fine di indebolirne il governo.

---

<sup>10</sup> Con azionariato diffuso si intende la frammentazione del capitale sociale di una società tra un grande numero di azionisti

<sup>11</sup> [www.impaxam.com](http://www.impaxam.com)

Infatti, praticamente in contemporanea con il conflitto in Vietnam si combatteva in Sudafrica un'altra battaglia, di stampo sociale, quella contro il regime dell'*Apartheid*, il regime di segregazione razziale imposto a partire dalla fine della Seconda Guerra Mondiale dalle minoranze bianche contro i sudafricani indigeni del luogo. La mobilitazione sociale che seguì questo fenomeno diede una forte spinta allo sviluppo degli investimenti sostenibili e responsabili, soprattutto riguardo al profilo dei diritti umani. In questo contesto si colloca la figura di Leon Sullivan, reverendo battista originario del West Virginia, passato alla storia come grande attivista per i diritti civili. Nel 1971 il reverendo Sullivan entrò a far parte del Consiglio di Amministrazione della General Motors<sup>12</sup>, diventando il primo afroamericano a far parte dell'organo amministrativo di una multinazionale. Sullivan sfruttò questa sua nuova posizione per avviare una lobby sulle grandi società americane che avevano interessi e investivano in Sudafrica al fine di mostrargli le pratiche segregazioniste dell'*Apartheid* e rigettarle. Per fare ciò, nel 1977 pubblicò una lista di sei principi (divenuti sette nel 1984, a seguito di una revisione), i *Sullivan Principles*. Questi, valevano da vero e proprio codice di condotta che le imprese operanti in Sudafrica dovevano seguire. Solo qualche anno dopo, il boicottaggio globale diede i suoi frutti, infatti già più di cento imprese avevano ormai abbandonato il Sudafrica. La peculiarità in questo caso non risiede nella forma del boicottaggio, che avevamo infatti già visto, ma nel fatto che per la prima volta Sullivan non utilizzò un approccio basato su politiche di non coinvolgimento e screening negativo, bensì propose un atteggiamento attivo, (potremmo parlare di un primo caso di *engagement*) facendo valere la propria voce dall'interno, prima in seno al Consiglio di Amministrazione di General Motors e poi a cascata su tutte le altre società con cui il colosso automobilistico stringeva relazioni o divideva interessi.

Nel 1999 i principi di Sullivan, nati con riferimento alla sola questione sudafricana, vennero riformati e portarono alla nascita di un nuovo set di regole di condotta, i cosiddetti *Global Sullivan Principles*. Sottoscritti da Sullivan stesso e dal segretario delle Nazioni Unite Kofi Annan, essi avevano una visione più ampia, ed erano pensati per essere validi per tutte le imprese incondizionatamente, al fine di garantire il rispetto dei diritti umani e della giustizia sociale. Sempre nell'ambito dell'*Apartheid* è opportuno ricordare l'*Interfaith Center on Corporate Responsibility* (ICCR), una delle primissime forme di azionariato attivo, inteso come intervento diretto da parte degli investitori a favore della sostenibilità. Lo *shareholder*, fino ad allora, era considerato come investitore singolo e lontano dalle scelte strategiche dell'impresa che andava a finanziare. L'ICCR, attivo da oltre quaranta anni e che oggi conta una coalizione di quasi trecento milioni di investitori, nacque a New York nel 1971, quando rappresentanti di alcuni gruppi religiosi protestanti, al fine di contrastare il fenomeno dell'*Apartheid*, si unirono per dialogare con banche e multinazionali presenti in Sudafrica. Fu proprio l'ICCR che strinse con General Motors l'accordo con cui questi ultimi si impegnavano a ritirare tutti i loro investimenti in Sudafrica. A partire dalla fine degli anni Settanta e gli inizi degli anni Ottanta l'attenzione si spostò dai temi umanitari a una nuova problematica, fino ad allora non considerata e ignorata: la questione ambientale. I fattori che puntarono le luci su questo aspetto furono molteplici, le crisi petrolifere prima diedero modo di

---

<sup>12</sup> La General Motors Corporation, nota anche come GM, è un'azienda statunitense produttrice di autoveicoli fondata nel 1908

comprendere che l'attività umana ha un impatto significativo sull'ambiente, e a sua volta sulla finanza, e che anzi, questo impatto è spesso negativo e può assumere forme anche disastrose. Nacque in questo senso un sentimento di necessaria protezione nei confronti dell'ambiente. Si iniziò a comprendere l'importanza dei temi quali l'uso responsabile delle risorse, l'inquinamento, la preservazione di flora e fauna. Fu in questi anni che vide la luce il primo fondo SRI europeo, più precisamente nel 1984, quando venne lanciato il *Friends Provident's Stewardship Trust*, fondo volto ad investire in società etiche che garantiscono un contributo positivo per la società, escludendo invece nel proprio portafoglio tutte quelle imprese che al contrario danneggiano l'ambiente, la sua fauna e i cittadini stessi. Seppur si fosse avvertita la nascita di un pensiero green e ambientalista, sono stati propri i disastri ambientali susseguiti negli anni Ottanta, come lo scoppio del reattore nucleare di Chernobyl (1986) o il disastro chimico di Bhopal (1984) o l'incidente della petroliera Exxon Valdez in Alaska (1989) a far sì che la tematica ambientale divenisse di opinione pubblica. Furono le fortissime pressioni dell'opinione pubblica che ne seguirono a permettere che nel 1997 si definisse il Protocollo di Kyoto, il primo accordo internazionale in materia ambientale che contiene gli impegni dei paesi industrializzati a ridurre le emissioni di gas serra, responsabili del riscaldamento globale. L'accordo entrò in vigore solo nel 2005 e venne ratificato da 191 Paesi, tra i quali però si fanno fortemente sentire la mancanza di Stati Uniti e Paesi in via di sviluppo come Cina, India e Brasile. Al protocollo di Kyoto seguiranno una serie di ulteriori accordi e trattati volti a sensibilizzare i soggetti istituzionali in primis e le imprese poi, riguardo ai temi ambientali ma anche sociali e di governance. Infatti, a partire dalla fine degli anni Novanta si iniziarono a sviluppare e a nascere nuove organizzazioni, come associazioni di categoria, consorzi di investitori, forum per la finanza sostenibile (cosiddetti SIF o *Social Investments Forum*) e come anche gruppi specializzati come CERES<sup>13</sup> o Carbon Disclosure Project (CDP)<sup>14</sup>. Si iniziò inoltre, a parlare di approccio ESG, acronimo di *Environmental Social e Governance*, le tre principali categorie di valutazione della sostenibilità di un'impresa o di un investimento specifico.

## **1.3 Le principali strategie di investimento SRI**

### **1.3.1 Panoramica delle strategie SRI a livello globale**

Gli investimenti sostenibili sono già di per sé una strategia di investimento, come suggerisce la definizione che già abbiamo analizzato in precedenza. Quando parliamo di strategie di investimento SRI, ci vogliamo rifare alle principali metodologie applicate proprio al fine di realizzare gli SRI stessi. Il materiale su questo argomento, e anche sulla categorizzazione degli investimenti sostenibili che vedremo più avanti, viene in gran parte fornito da Eurosif e GSIA<sup>15</sup> e dalle loro pubblicazioni. In uno degli ultimi *report* Eurosif pubblicati (*European SRI Study 2018*), si vanno a distinguere sette principali strategie SRI.

---

<sup>13</sup> Coalizione per un'economia responsabile nei confronti dell'ambiente

<sup>14</sup> Il Carbon Disclosure Project (CDP) è un'organizzazione non profit internazionale che fornisce a imprese, autorità locali, governi e investitori un sistema globale di misurazione e rendicontazione ambientale.

<sup>15</sup> GSIA (Global Sustainable Investment Alliance) è un'associazione di organizzazioni tese allo sviluppo degli investimenti in sostenibilità: comprende le SIF statunitense e britannica, l'Eurosif, la RIA canadese, la VBDO olandese e la RIAA (Australasia).



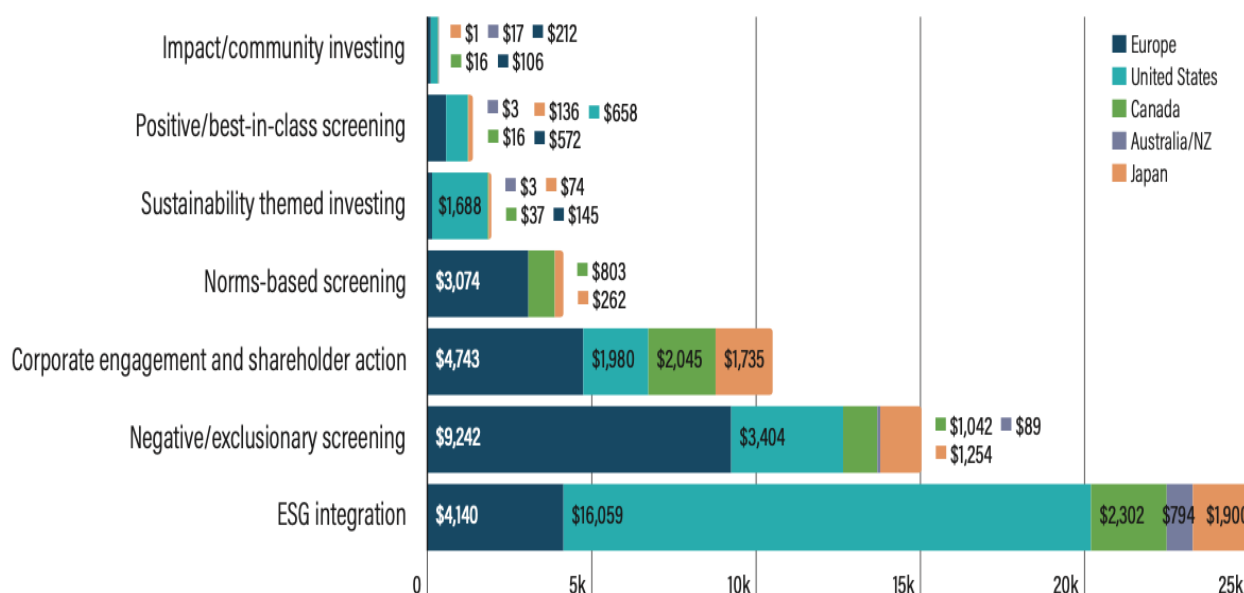
La tabella sotto riportata (figura 1) ha una duplice funzione, in primis riporta una elencazione di questi sette metodi e, inoltre, va a dare indicazione di quali siano le strategie, definite da altre organizzazioni, corrispondenti a quelle individuate invece da Eurosif. Ciò serve per comprendere che seppur soggetti diversi ed estremamente affidabili, come GSIA, PRI<sup>16</sup> ed EFAMA<sup>17</sup>, abbiano condotto ricerche diverse per la determinazione di tali strategie, quelle infine individuate risultino essere sempre le stesse.

Figura 1: categorizzazione delle strategie di investimento SRI

Eurosif	GSIA-equivalent	PRI-equivalent	EFAMA-equivalent
Exclusion of holdings from investment universe	Negative/exclusionary screening	Negative/exclusionary screening	Negative screening or Exclusion
Norms-based screening	Norms-based screening	Norms-based screening	Norms based approach (type of screening)
Best-in-Class investment selection	Positive/best-in-class screening	Positive/best-in-class screening	Best-in-Class policy (type of screening)
Sustainability themed investment	Sustainability-themed investing	Sustainability themed investing	Thematic investment (type of screening)
ESG integration	ESG integration	Integration of ESG issues	-
Engagement and voting on sustainability matters	Corporate engagement and shareholder action	Active ownership and engagement (three types): Active ownership Engagement (Proxy) voting and shareholder resolutions	Engagement (voting)
Impact investing	Impact/community investing	-	-

Fonte: Eurosif, *European SRI Study 2018*, 2018, [www.eurosif.org](http://www.eurosif.org)

Figura 2: Overview delle strategie SRI per Regione



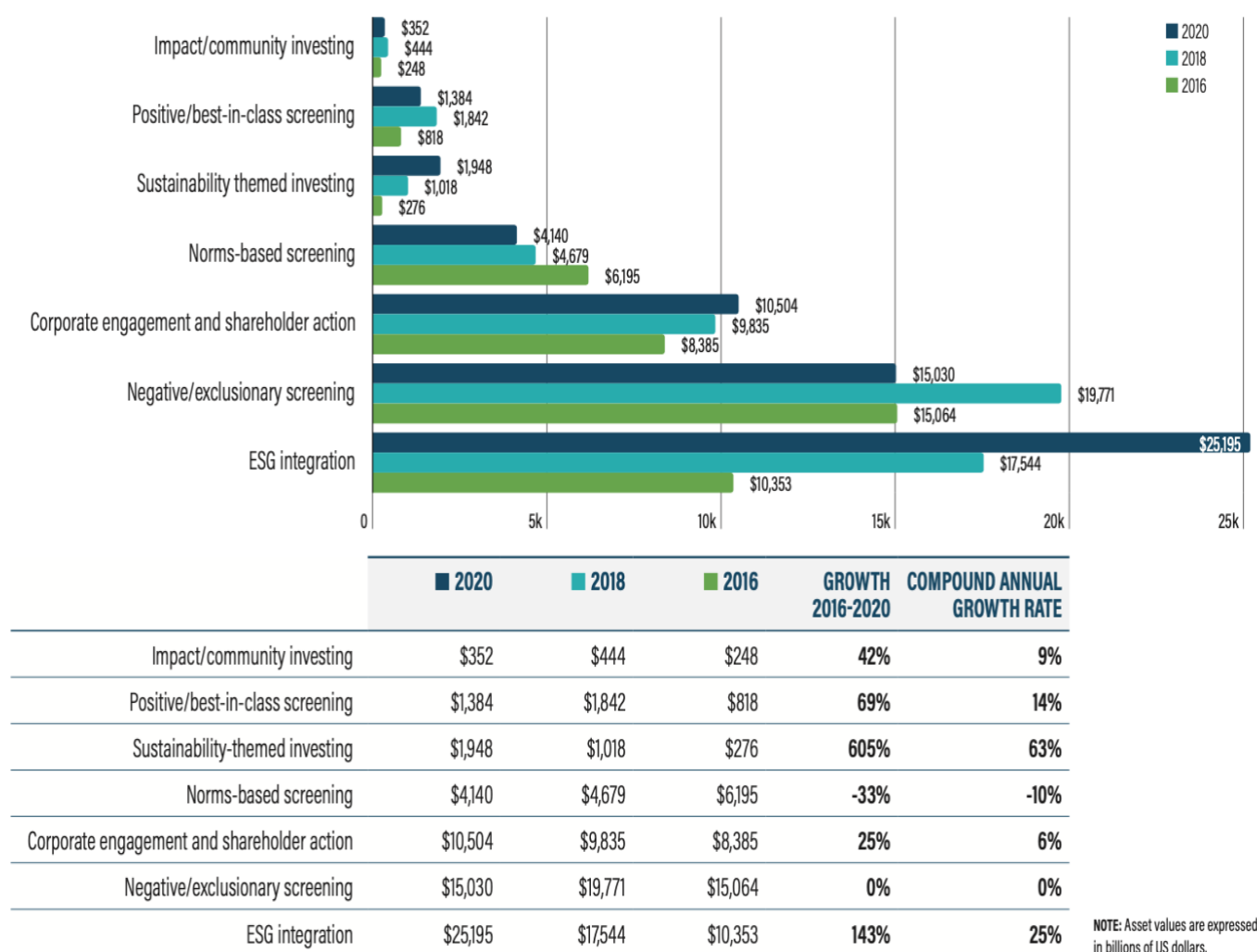
Fonte: GSIA, *Global Sustainable Investment Review 2020*, 2020, [www.gsi-alliance.org](http://www.gsi-alliance.org)

<sup>16</sup> I PRI (Principles for Responsible Investment) sono stati lanciati dalle Nazioni Unite nel 2006 con l'intento di favorire la diffusione dell'investimento sostenibile e responsabile tra gli investitori istituzionali

<sup>17</sup> L' EFAMA (European Fund and Asset Management Association) è l'associazione che rappresenta l'industria europea della gestione patrimoniale e dei fondi

Prima di analizzare le singole strategie soffermiamoci un momento sul grafico riportato di sopra (figura 2). Esso da indicazione delle principali strategie SRI (si noti che in questo caso si fa riferimento alla denominazione delle strategie secondo GSIA che ha condotto lo studio) distinte per area geografica, dove l'Europa è rappresentata dal colore blu scuro e gli Stati Uniti d'America dal blu chiaro. Si può da subito notare come globalmente la strategia più popolare sia quella di Integrazione ESG con 25,2 trilioni di dollari di asset gestiti, mentre a livello europeo questo primato spetta alla strategia di Esclusione con 9,2 trilioni di dollari di *Asset under Management*.

Figura 3: Crescita globale delle strategie SRI

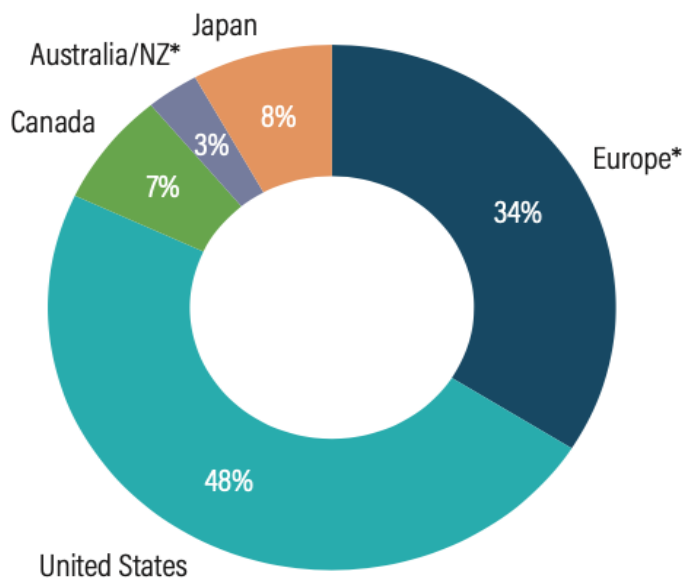


Fonte: GSIA, *Global Sustainable Investment Review 2020*, 2020, [www.gsi-alliance.org](http://www.gsi-alliance.org)

Facendo poi un'analisi in termini di crescita e sviluppo (figura 3), occorre segnalare come sia proprio la strategia dell'*ESG Integration* quella che più di tutte si è sviluppata ed è più cresciuta negli ultimi anni. Non a caso essa ha sperimentato una crescita del 143% tra il 2016 e il 2020 e un CAGR nello stesso periodo del 25%. Situazione opposta per le strategie di *screening* che invece sono state soggette a un *trend* particolarmente variabile. Il Positive Screening ha infatti registrato un CAGR positivo del 14% nella finestra temporale 2016-2020 pur riportando un CAGR negativo tra il 2018-2020. LA strategia di Norms-Based Screening ha visto

invece le proprie masse gestite globali decrescere in modo costante tra il 2016-2020 riportando un CAGR negativo del -10%. L'ultima delle tre strategie di *screening*, la strategia di *Negative Screening (Exclusion)* ha invece segnalato una prima crescita tra 2016 e 2018 e una successiva decrescita tra 2018 e 2020 con il ritorno a valori pressoché identici a quelli del 2016, registrando, nel periodo, un CAGR dello 0% dal punto di vista globale. Da notare infine, come la strategia del *Sustainability Themed Investing* si sia imposta come la strategia più in crescita nel periodo analizzato, con un CAGR del 63% passando da 0,2 a 1,9 trilioni di dollari gestiti.

Figura 4: Distribuzione globale degli SRI per regione



Fonte: GSIA, *Global Sustainable Investment Review 2020*, 2020, [www.gsi-alliance.org](http://www.gsi-alliance.org)

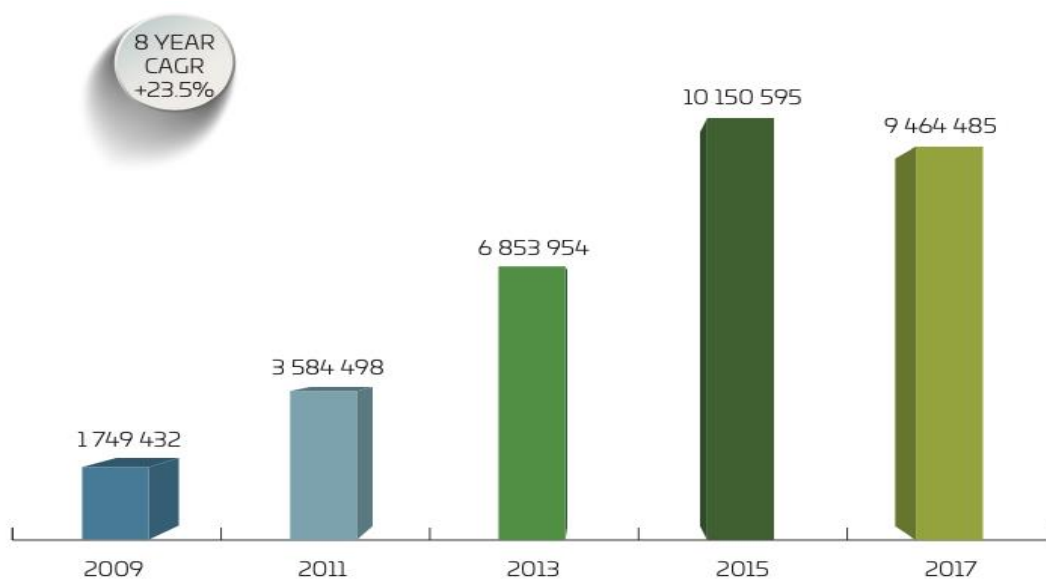
### 1.3.2 Le strategie SRI

Analizzato a grandi linee la situazione globale delle strategie SRI, si proceda all'analisi delle singole tecniche. Nel fare ciò ci andremo a concentrare sul contesto europeo. Proprio l'Europa rappresenta infatti la seconda potenza mondiale in termini di masse di attività in investimenti sostenibili, seconda solo agli USA (figura 4). Va però ricordato che a differenza degli Stati Uniti d'America, l'Europa solo da pochi anni sta effettivamente attuando una politica rivolta all'armonizzazione delle normative legate al tema della sostenibilità. (Aspetto che vedremo meglio più avanti).

La prima strategia analizzata è quella dell'Esclusione o di *Negative Screening*, la più antica, e già introdotta nel paragrafo precedente relativo alla storia degli SRI, quando parlavamo delle *sin stocks*. Questo approccio si basa essenzialmente sulla sistematica esclusione delle imprese, o di interi settori e paesi, dall'universo delle scelte di investimento perseguibili. I criteri di esclusione adottati, seppur siano scelti indipendentemente da chi definisce la strategia ultima di investimento, tipicamente riguardano decisioni di disinvestimento nei settori legati alla produzione di armi, di tabacco, e ancora, all'industria pornografica e dei prodotti testati su cavie animali. Seppur questa sia la strategia SRI più popolare in Europa, e ciò è certificato dal fatto che in termini

di *Asset under Management*<sup>18</sup> (AuM) essa ha un grande distacco rispetto a tutte le altre metodologie, negli ultimi anni la popolarità di cui godeva in passato è venuta leggermente a scemare. Ciò è stato causato in larga parte dai molti dubbi che relativamente a questa strategia si sono alimentati nel recente passato. Infatti, in molti hanno sostenuto l'incapacità di questa tecnica, se applicata singolarmente e senza essere integrata con altre strategie SRI (tipicamente di *Engagement* e *Voting*), di essere effettivamente contributiva al raggiungimento di obiettivi sostenibili. Tutto ciò è peraltro ben spiegato dal grafico di sotto (figura 5) che mostra come seppur vi sia stata tra il 2009 e il 2017 un tasso di crescita annuale composto (CAGR<sup>19</sup>) del 23,5%, tale crescita ha subito un leggero rallentamento negli ultimi anni, con un CAGR negativo tra il 2015 e il 2017 del -3%. Inoltre, si noti che se al 2017 le masse gestite relativamente a questa strategia erano di circa 9,4 trilioni di dollari, il *Global Sustainable Investment Review 2020*, report pubblicato da GSIA, la Global Sustainable Investments Alliance, a cui partecipano i principali SIF di tutto il mondo, tra cui anche *Eurosif* e *US SIF*, riporta gli AuM in Europa per questa strategia pari a 9,2 trilioni di dollari, segnalando una perdita di 0,2 trilioni di dollari, e definendo, tra 2018 e 2020 un altro CAGR negativo, pari al -1%, sintomo del rallentamento nell'uso di questa tecnica e di una diminuzione di fiducia nella sua efficacia.

Figura 5: Crescita della strategia di Esclusione in Europa, in termini di masse gestite



Fonte: Eurosif, *European SRI Study 2018*, 2018, [www.eurosif.org](http://www.eurosif.org)

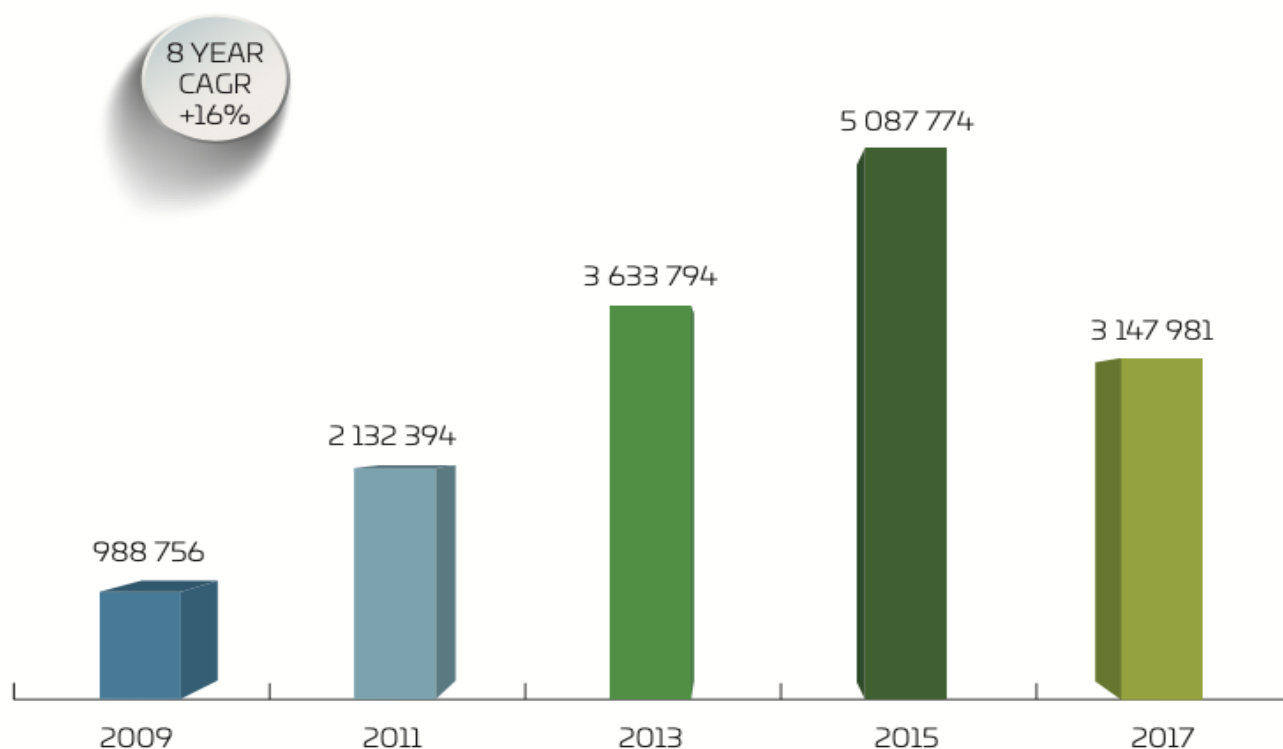
La seconda strategia analizzata è quella del *Norms-Based Screening (NBS)*, o Screening Normativo. Così come la tecnica dell'Esclusione anche questa si basa su di un processo di selezione, di *screening* appunto. In questo caso però il criterio di selezione adoperato dall'investitore fa riferimento al livello di *compliance* delle imprese analizzate rispetto agli standard internazionali e alle norme vigenti, soprattutto quelle legate ai fattori ESG e quindi, ai temi della protezione dell'ambiente, dei diritti umani nonché dei lavoratori o relativi a principi

<sup>18</sup> Asset under Management (AuM) è una locuzione finanziaria che denota il valore di mercato di tutti i fondi gestiti da un'istituzione finanziaria per conto dei propri clienti o degli investitori

<sup>19</sup> CAGR (Compounded Annual Growth Rate) è il tasso medio annuale a cui un determinato valore è cresciuto

anticorruzione. Queste norme vengono solitamente disposte mediante iniziative internazionali e pubblicazioni di linee guide di riferimento. Le principali da citare sono l'*OECD*<sup>20</sup> *Guidelines for Multinational Enterprises*<sup>21</sup>, l'*ILO*<sup>22</sup> *Tripartite Declaration of Principles concerning Enterprises and Social Policy*<sup>23</sup>, l'*UN Global Compact*<sup>24</sup> e tra i più recenti il *Guiding Principles on Business and Human Rights*<sup>25</sup>. In termini di masse gestite e in ambito europeo, la strategia di NBS ha registrato una crescita annua composta del 16% tra 2009 e 2017. Si noti come tra il 2015 e il 2017 si sia rilevata una forte decrescita del -39% degli AuM da 5,1 a 3,1 trilioni di dollari gestiti, mentre tra il 2018-2020 gli AuM si sono mantenuti stabili ai valori iniziali del periodo.

Figura 6: Crescita della strategia di Screening Normativo in Europa, in termini di masse gestite



Fonte: Eurosif, *European SRI Study 2018*, 2018, [www.eurosif.org](http://www.eurosif.org)

La strategia di *Best in Class (BiC)* è un'altra tecnica di *screening*, in questo caso però di tipo positivo. Ciò significa che in questo caso si selezionano le imprese in cui investire in relazione alla loro "bravura" nell'essere

<sup>20</sup> OECD (Organization for Economic Co-operation and Development) è un'organizzazione internazionale di studi economici per i Paesi membri, Paesi sviluppati aventi in comune un'economia di mercato

<sup>21</sup> Le l'OECD Guidelines for Multinational Enterprises sono raccomandazioni rivolte dai governi alle imprese multinazionali che operano in o a partire dai Paesi aderenti nate nel 1976

<sup>22</sup> ILO (International Labour Organization) è un'agenzia specializzata delle Nazioni Unite che si occupa di promuovere la giustizia sociale e i diritti umani internazionalmente riconosciuti, con particolare riferimento a quelli riguardanti il lavoro

<sup>23</sup> La Dichiarazione Tripartita, adottata nel 1998, ha lo scopo di incoraggiare le imprese multinazionali a contribuire positivamente al progresso economico e sociale e al raggiungimento del lavoro dignitoso per tutti

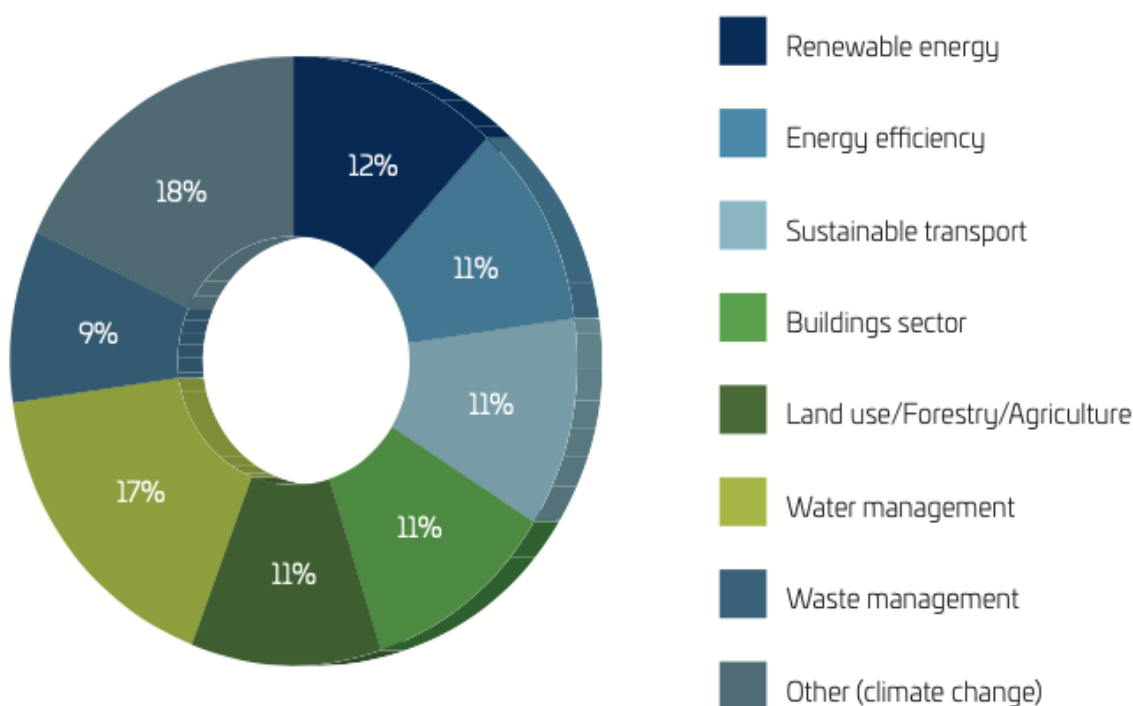
<sup>24</sup> L'UN Global Compact è un patto non vincolante delle Nazioni Unite risalente al 2000, nato per incoraggiare le aziende e imprese di tutto il mondo a adottare politiche sostenibili e osservanti la responsabilità sociale d'impresa, e per rendere pubblici i risultati delle azioni intraprese

<sup>25</sup> I Guiding Principles on Business and Human Rights sono 31 principi che implementano il quadro "Protezione, rispetto e rimedio" delle Nazioni Unite sulla questione dei diritti umani, delle società transnazionali e di altre imprese

sostenibili, in modo quindi uguale ma opposto rispetto alla strategia di Esclusione, dove invece venivano eliminate quelle considerate non sostenibili. La “bravura” prima accennata viene solitamente valutata mediante ESG *score* o *rating* (vedremo poi meglio questo aspetto) che l’impresa ha. Maggiore il punteggio, maggiore la valutazione. In termini di masse gestite la BiC, in ambito europeo, è una delle strategie meno popolari con soli 0,6 trilioni di dollari di AuM al 2020. Nonostante ciò, questa tecnica ha registrato una forte crescita tra il 2009 e il 2020, con un CAGR del 14%.

Abbiamo poi analizzato la strategia denominata *Sustainability Themed Investments (STI)*, Investimenti a Tema Sostenibile. Questa strategia si basa su decisioni di investimento indirizzate su *assets* che siano specificatamente collegati con singoli o multipli temi della sostenibilità. Nel grafico sotto riportato si possono vedere quali siano stati i temi sostenibili maggiormente presi in considerazione, notando che non ve ne sia uno che predomini rispetto agli altri. In termini quantitativi, questa tecnica è molto poco utilizzata in Europa con un totale di masse gestite pari ad “appena” 145 miliardi di dollari (0,145 trilioni) al 2021.

Figura 7: Distribuzione dei temi di sostenibilità



Fonte: Eurosif, *European SRI Study 2018*, 2018, [www.eurosif.org](http://www.eurosif.org)

Passiamo poi all’analisi della strategia SRI più adoperata al mondo, quella di *ESG Integration*, Integrazione ESG. Dal punto di vista europeo essa però non è la strategia più popolare, essendo seconda sia alla strategia di *Esclusion* che a quella di *Engagement and Voting*.

La strategia in questione si basa sull'inclusione esplicita, da parte dei gestori dei fondi nelle analisi finanziarie tradizionalmente eseguite per le scelte di investimento, dei fattori e criteri ESG attraverso un processo sistematico e una analisi delle fonti appropriata. Tale metodologia si concentra sull'integrazione di elementi finanziari con altri non finanziari, focalizzandosi sull'impatto che problematiche ESG potrebbero avere sulla performance finanziaria derivante dall'investimento.

La sesta strategia analizzata è quella di *Engagement and Voting*, o italianizzando, dell'Azionariato Attivo. Essa si basa sull'instaurazione di un dialogo tra investitore e società target dell'investimento, e sull'attività diretta e proattiva da parte dell'*ownership* stessa, quindi gli azionisti, a far valere il proprio diritto di voto in assemblea sostenendo questioni legate alle tematiche ESG. Il sito di Eurosif ci ricorda che questo è un processo di lungo termine, volto a influenzare il comportamento della società nel suo complesso. Con 4,7 trilioni di dollari in termini di AuM questa strategia si posiziona, al 2021, come seconda strategia più popolare in Europa. Analizzando il trend di sviluppo della strategia, si noti una crescita composta tra il 2009 e 2017 del 14% e un'attestazione stabile ai valori raggiunti a fine periodo fino al 2021.

La settima e ultima strategia definita è quella dell'*Impact Investing*, o Investimento d'Impatto. Questa si definisce come la tecnica basata su investimenti mirati in società, organizzazioni e fondi che abbiano come intenzione fondamentale la generazione di un impatto sia dal punto di vista sociale e ambientale, sia dal punto di vista finanziario. In termini quantitativi essa si classifica come l'ultima tra le strategie categorizzate, sempre in termini di masse gestite, con appena 352 miliardi di dollari gestiti a livello globale e 212 miliardi a livello europeo.

## **1.4 La classificazione degli Investimenti Sostenibili**

### **1.4.1 I criteri della classificazione**

Nel paragrafo precedente si ha avuto modo di comprendere quali siano e come si siano sviluppate le principali strategie SRI, ergo, di investimento sostenibile. In questo paragrafo, attingendo in primis ad un *paper* pubblicato nel luglio 2022 da Eurosif e riguardante uno studio, condotto insieme all'Università di Amburgo, relativo alla suddivisione degli Investimenti Sostenibili in categorie distinte, intitolato *White Paper; Classification Scheme for Sustainable Investments*<sup>26</sup> si cercherà di dare una indicazione di come gli SRI vadano a differenziarsi tra di loro e quali siano le caratteristiche peculiari che li distinguono.

Partendo dall'introduzione delle caratteristiche generali dello studio e dei criteri fondamentali adoperati per effettuare la successiva distinzione, la classificazione proposta si muove su una logica di fondo rivolta a dividere gli investimenti in relazione a due aspetti: la loro *ambition* (ambizione) a contribuire nella transizione verso una economia più sostenibile, dove per transizione si fa riferimento al raggiungimento di tutti quegli obiettivi di sostenibilità imposti e prefissatisi, e il loro *objective* (obiettivo) inteso come fine ultimo

---

<sup>26</sup> <https://www.eurosif.org/news/white-paper-from-eurosif-and-the-university-of-hambourg/>

dell'investimento. Si distingue in quest'ultimo caso tra investimenti che abbiano come scopo primario: l'aderenza a specifiche norme o valori personali, quelli volti alla riduzione del rischio finanziario e quelli che mirano a tutti gli effetti a risolvere problemi tangibili di tipo ambientale o sociale. Si dividano, poi, le strategie SRI (che abbiamo sopra meglio visto e spiegato, di cui, quindi, non verrà ripetuta la spiegazione) in due categorie distinte in relazione al livello temporale in cui esse si attuano: strategie *pre-investment* e strategie *post-investment*. Nel primo gruppo rientrano tutte quelle strategie che si realizzano prima che la movimentazione delle risorse si verifichi: la strategia di Esclusione e quella di Screening Normativo, che compongono a loro volta le strategie di Screening Negativo, e le strategie di Integrazione ESG, del Best in Class e quella degli Investimenti a Tema Sostenibile, che si definiscono strategie di Screening Positivo. Nel secondo gruppo, relativo alle strategie realizzate dopo che l'investimento si sia completato, rientrano invece le strategie di *Engagement* e di *Voting*. A conclusione del quadro generale sui criteri alla base della successiva categorizzazione si definiscono le misure di valutazione della performance. Nel fare ciò si fa il punto su un elemento fondamentale quando si tratta il tema della sostenibilità: (rivedremo poi meglio il concetto di materialità quando tratteremo le forme di reporting) la doppia materialità. Essa si rifà alla divisione tra materialità finanziaria, che quindi permetta di comprendere l'effetto della sostenibilità sulla performance economica finanziaria, e materialità di impatto, che invece garantisca la comprensione dell'impatto esterno che le attività di una organizzazione generano sull'ambiente e sulla comunità circostante. Sulla base di quanto detto si bipartisce tra misurazioni di performance legate alla materialità di tipo finanziario, come *ESG risks* ed *ESG risks/opportunities* che misurano i rischi e le opportunità, dal lato finanziario, rispetto ai temi ESG, e quelle misurazioni legate alla materialità di impatto.

#### **1.4.2 Le categorie di Investimento Sostenibile**

Le categorie di SRI rilevate sono cinque:

- 1) *Exclusion-focused investments* (investimenti basati sulla strategia di Esclusione)
- 2) *Basic ESG investments* (investimenti ESG basilari)
- 3) *Advanced ESG investments* (investimenti ESG avanzati)
- 4) *Impact-aligned investments* (investimenti ad impatto allineato)
- 5) *Impact-generating investments* (investimenti che generano impatto)

Si vanno a definire Investimenti Sostenibili, a tutti gli effetti, solo le categorie per la quali si riscontri un livello di *ambition* che sia quantomeno *low* (si veda la figura 8), di conseguenza, le prime due tipologie individuate ne risultano escluse come mostrato dalla tabella riepilogativa di sotto. Essa da indicazione delle categorie distinte e per ogni dimensione analizzata fa riferimento ai criteri generali sopra introdotti, specificando se tali criteri siano necessari (AND) o solo opzionali (OR) perchè l'investimento rientri nella specifica categoria. (Si noti che la quinta dimensione *Documentation* fa riferimento al livello di precisione della documentazione usata per l'analisi).



## 1) Investimenti basati sulla strategia di Esclusione

Gli *Exclusion-focused investments* altro non sono se non investimenti basati sull'utilizzo della tecnica di *Negative Screening* o di *Norms Based Screening*. L'obiettivo (*objective*) principale perseguito tramite il loro realizzo è quello di garantire l'allineamento tra il portafoglio di investimento curato e specifici valori personali e/o norme. Tale obiettivo non tiene conto né della materialità finanziaria né di quella d'impatto.

In termini di ambizione (*ambition*), questa categoria di investimento risulta mancante della spinta necessaria a contribuire allo sviluppo di una economia più sostenibile, per tanto viene definita come una strategia *with no ambition* (non ambiziosa). Proprio per questo, tale categoria di investimenti non viene definita come sostenibile. Inoltre, adoperando esclusivamente la strategia di Esclusione o di Screening Normativo, non è necessaria l'applicazione di ulteriori tecniche di perché un investimento rientri in tale categoria. Le misure di performance principalmente adoperate sono basate sull'analisi delle violazioni di valori e norme e delle conseguenze derivanti da ciò.

## 2) Investimenti ESG basico

I *Basic ESG investments* hanno come obiettivo principale la mitigazione del rischio ESG<sup>27</sup>. L'ambizione che caratterizza questa categoria risulta essere marginale, dal momento che per questi investimenti si riscontra un contributo positivo alla transizione sostenibile con fini quasi sempre speculativi. Per questi motivi, così come il gruppo di investimenti precedente, anche questo non viene considerato sostenibile.

In termini di strategie adottate, tra quelle *pre-investment* questa categoria di investimenti adopera entrambe le strategie di Screening Negativo, cioè sia quella di Esclusione sia di Screening Normativo, le quali contribuiscono alla mitigazione dell'ESG Risks, mentre tra quelle di Screening Positivo trovano applicazione quella di Integrazione ESG e del Best in Class, seppur con un basso livello di *commitment* (impegno), al fine di analizzare i rischi ESG dal punto di vista della materialità finanziaria. E' possibile l'applicazione anche delle strategie SRI post- investimento, ma ciò non vale da condizione necessaria alla classificazione di un investimento come ESG basico.

Le misure di valutazione della performance tipicamente adoperate per questi investimenti fanno riferimento a ESG-key performance indicators (ESG-KPIs) o a rating che misurano dal punto di vista finanziario i rischi ESG, esempi di questi possono essere, per i primi, i *Principal Adverse Impact Indicators* (PAIs) come il *GHG emissions*, per i secondi, gli *ESG ratings*.

---

<sup>27</sup> Con Rischio ESG si intende il rischio derivante da fattori riconducibili a problematiche ambientali, sociali e di governance

Figura 8: Classificazione degli Investimenti Sostenibili

Dimension	Criteria	Exclusions-focused	Sustainable investments				
			Basic ESG	Advanced ESG	Impact Aligned	Impact Generating	
General characteristics	<b>Ambition level</b>	No	Marginal	Low	Medium	High	
	<b>Main objective</b>	Values driven	Mitigation of ESG risks	Managing ESG risks & opportunities	Address E/S challenges	Active contribution to solving RWC (i.e., transition of investees)	
	<b>Materiality</b>	-	Financial materiality	Financial materiality	Double materiality	Double materiality	
Pre-Investment strategies	<b>Negative screening</b>	<b>Exclusions</b>	Based on ethical values	Based on ESG risks	Based on ESG risks	Based on negative impacts	Based on non-transformable activities
			OR	AND	AND	AND	
		<b>Norms based screening</b>	✓	✓	✓	Based on negative impacts	
	<b>AND</b>						
	<b>Positive screening</b>	<b>ESG integration</b>	-	Low commitment	High commitment		
			OR	OR	OR		
		<b>Best-in-class / Best-in-universe/ Best-in-progress</b>	-	Low sophistication	High sophistication	Focus on positive company impact through positive screening	Focus on positive investor impact through capital allocation
			OR	OR	OR		
	<b>Sustainability themed</b>	-	-	Financial opportunities			
	<b>AND</b>						
Post-investment strategies	<b>Engagement &amp; voting</b>	-	-	Transparency ESG risks and opportunities	Transparency company impact	Transition objective investor impact	
	<b>AND</b>						
Performance measurement	<b>Performance measurement</b>	-	ESG Risks	ESG risks and opportunities	Measurement of company impact	Measurement of expected and generated company & investor impact	
	<b>AND</b>						
Documentation	<b>Objective Pre-investment</b>	✓	✓	✓	✓	✓	
		-	Short description	Detailed description	Detailed description	Detailed description	
	<b>Post-investment</b>	-	-	Formal and regular reports	Formal and regular reports (company impact)	Formal and regular reports (investor impact)	
	<b>Performance measurement</b>	-	At least one KPI	> one KPI on ESG matters	> one KPI on company impact + impact monitoring	> one KPI on company & investor impact + impact monitoring	
<b>External verification</b>	-	-	(✓)	✓	✓		

Fonte: Eurosif, *White Paper; Classification for Sustainable Investments*, 2022, [www.eurosif.org](http://www.eurosif.org)

### 3) Investimenti ESG avanzati

Gli *Advanced ESG investments* hanno come fine ultimo la gestione dei rischi e delle opportunità ESG. Proprio questa maggior attenzione alle opportunità offerte dai temi ESG, e non ai soli rischi, differenzia questa categoria di investimenti da quelli basici. L'ambizione caratterizzante questa categoria non è esplicitamente rivolta al supporto della transizione verso una economia più sostenibile, ma nonostante ciò, gli investimenti ESG avanzati garantiscono comunque un supporto positivo a tale transizione. Per questo il livello di *ambition* per questi investimenti è rilevato come *low*, quanto basta per definirli come sostenibili a tutti gli effetti.

Le strategie applicate sono, in ambito *pre-investment*, entrambe quelle di Screening Negativo e anche quelle di Screening Negativo. Relativamente a quest'ultime, però, a differenza degli Investimenti ESG basici, sul loro utilizzo si applicano dei criteri più stringenti. La tabella di sopra, infatti, segnala un livello di *commitment* più elevato sia nell'applicazione della strategia di Integrazione ESG sia per quella del *Best in Class*. Si noti che un investimento per essere classificato come ESG avanzato dovrà necessitare l'implementazione di almeno una strategia di *Screening* Positivo. Ulteriore elemento che differenzia questa categoria con quella precedente è il fatto che gli *Advanced ESG Investments* adoperano anche le strategie post investimento di Azionariato Attivo (*Engagement and Voting*), solitamente al fine di raccogliere informazioni e dati e incrementare il livello della *disclosure* ESG.

Le *performance measurement* si concentra su misure che diano indicazioni sui rischi e sulle opportunità offerte dai temi ESG. Sotto questa dimensione gli strumenti utilizzati sono pressochè gli stessi della categoria precedente.

### 4) Investimenti ad impatto allineato

Questa categoria di investimenti si distingue dalle due precedenti poiché, a differenza loro, include la prospettiva della doppia materialità, infatti come evincibile dal nome stesso, non ci si concentra sulla sola materialità finanziaria ma anche su quella di impatto. L'obiettivo principale di questi investimenti è di allineare le sfide sociali e ambientali con gli obiettivi riconosciuti a livello internazionale (come gli SDGs), per fare ciò solitamente si investe in società che abbiano già dimostrato e registrato un *company impact* positivo. In termini di ambizione, gli *Impact-aligned investments* sono considerati investimenti di *medium level*, ciò si spiega perchè appunto questi fanno riferimento non solo al risultati finanziario ma anche all'impatto che si andrà a generare. Si applicano entrambe le strategie *pre-investments* al fine di raggiungere l'obiettivo ultimo. Quelle di *Screening* Negativo vengono applicate in modo molto simile a come fatto per le categorie precedenti, la differenza risiede nel fatto che per questi investimenti vi è un maggior *focus* sull'impatto che si andrà a produrre. Le strategie di Screening Positivo maggiormente utilizzate sono quelle di *Best in Class* o a Tema Sostenibile. Trovano applicazione per questi investimenti anche le strategie post investimento di *Engagement and Voting*, al fine in questo caso alla raccolta di dati che forniscano informazione sugli impatti negativi o positivi delle società target in cui investire, o volte a rinforzare le pratiche relative alle problematiche ESG delle società in cui si sia già investito.

Dal punto di vista della valutazione delle prestazioni gli investimenti a impatto allineato misurano regolarmente gli impatti generati dalle società partecipate (in cui sia ha già investito) o di quelle target, al fine di individuare e selezionare quelle che producono risultati positivi. Esempi di approcci di valutazione dell'impatto societario sono l' *Impact Management Platform* (IMP)<sup>28</sup> o, ancora, lo *UE's Platform on Sustainable Finance* (PSF)<sup>29</sup>.

## 5) Investimenti che generano impatto

La quinta e ultima categoria analizzata è quella degli *Impact-generating investments*. Questi si contraddistinguono per essere il gruppo di investimenti con l'*ambition* più elevata in assoluto, avendo come obiettivo ultimo quello di garantire un contributo attivo a supporto delle sfide sociali e ambientali che oggi si vanno a delineare. Inoltre, come la categoria precedente, anche questa abbraccia la prospettiva della doppia materialità.

L'applicazione delle strategie *pre-investments* si basano sull'utilizzo dell'allocazione del capitale come metodo affinché l'investitore generi un impatto positivo che a sua volta influenzi l'impatto creato sulla e dalla società investita. Nel fare ciò si fanno utilizzo sia delle strategie di Screening Positivo che Negativo ed anche quella di Integrazione ESG seppur quest'ultima non risulti fondamentale alla categorizzazione. Relativamente alle strategie *post-investment*, vengono adoperate sia quella di *Engagement* che di *Voting* con l'obiettivo di sostenere e rafforzare l'impatto di quegli investitori che vogliono contribuire alla transizione sostenibile.

In termini di valutazione della *performance*, gli investimenti che generano impatto si focalizzano su tutte quelle misure che danno un riscontro degli impatti sociali ed ambientali generati sui due livelli, quello della società partecipata e quello dell'investitore. Solitamente per fare ciò si usano diversi KPIs che diano misura dell'impatto generato e di quello che lo genera. Solitamente, l'impatto generato si misura in termini di riduzione di gas serra (GHG) o di violazioni dei diritti umani, mentre si adoperano gli IMPs per valutare il contributo dell'investitore, che genera l'impatto, e i *GIIN's Compass*<sup>30</sup> per misurare quest'ultimo. Ciò che distingue questa categoria da quella degli *Impact-Aligned Investments* è che essa mira a influenzare in modo attivo e diretto gli impatti che genererà la società investita a partire dall'operato dell'investitore e dal suo stesso impatto.

---

<sup>28</sup> Impact Management Platform, piattaforma volta a coordinare gli sforzi e integrare la gestione degli impatti legati alla sostenibilità

<sup>29</sup> La UE's Platform on Sustainable Finance è un organo consultivo della Commissione Europea costituito da esperti, con l'obiettivo principale di supportare la Commissione su diversi compiti e temi relativi allo sviluppo delle sue politiche di finanza sostenibile

<sup>30</sup> Processo standardizzato rivolto agli investitori per misurare l'impatto della propria performance

## Capitolo 2: Normativa ESG, Indici SRI, Rating ESG e Reporting di Sostenibilità

### 2.1 I fattori ESG

L'acronimo ESG, come abbiamo già detto e ripetuto, indica le tre aree principali alla quale l'approccio sostenibile fa riferimento: *Environmental*, *Social* e *Governance*. Fu James Gifford, oggi *Head of Sustainable & Impact Advisory* presso *Credit Suisse*, per primo nel 2004 a inventare questa sigla ormai internazionalmente riconosciuta, quando era appena uno stagista presso l'*Environment Programme Finance Initiative*, iniziativa lanciata dalle Nazioni Unite. Le tre lettere E, S e G si rifanno agli specifici campi di interesse della sfida della sostenibilità, e più precisamente danno indicazione di quali siano i fattori non finanziari fondamentali che devono essere integrati con altri indicatori di tipo finanziario. E' opportuno far notare che ciascuna di queste tre dimensioni è al suo interno sfaccettata e contraddistinta da elementi significativamente diversi. Procediamo quindi, a una più attenta, seppur sintetica, analisi di ciascuna dimensione, provando a cogliere così facendo quali siano, ad oggi, i principali elementi di riferimento quando si parla di sostenibilità e di ESG. Nel fare ciò occorre citare il paper di Fung, Law e Yau<sup>31</sup> che nel 2010 hanno condotto uno studio volto proprio a una attenta analisi di ognuna di queste dimensioni. Il primo criterio è quello ambientale, *Environmental*. Esso si riferisce alle modalità in cui ogni società fa utilizzo e adopera risorse ed energia, come gestisce le proprie emissioni e smaltisce i propri rifiuti, nonché come si interfaccia alla sfida del cambiamento climatico mediante la definizione di piani pluriennali e di strategie volte a contrastare tale problematica. Nel loro saggio Fung, Law e Yau distinguono internamente al primo criterio in tre ulteriori sottocategorie: eco-efficienza, impatto ambientale e gestione ambientale. Per ciascuna di questi ulteriori suddivisioni si vanno ad individuare gli elementi fondamentali di riferimento.

L'eco-efficienza è la categoria riferita alla produzione di beni e servizi in modo efficiente e sostenibile, sia nello sfruttamento delle risorse, sia nella gestione degli smaltimenti. In essa si fa riferimento ad elementi la cui minimizzazione/massimizzazione contribuisce al raggiungimento dell'obiettivo di sostenibilità:

- Minimizzazione dell'utilizzo di acqua
- Minimizzazione dell' utilizzo di energia
- Minimizzazione dello smaltimento dei rifiuti in discariche
- Minimizzazione delle emissioni di gas serra (GHG)
- Minimizzazione dell'uso di trasporti adibiti alla produzione e distribuzione
- Massimizzazione dell'uso di materiali sostenibili
- Massimizzazione dell'uso di materiali riciclati
- Massimizzazione dell'uso di energia alternativa o rinnovabile
- Produzione di beni ad uso pluriennale
- Produzione di beni con possibilità di riciclo o riutilizzo alla fine della loro vita

---

<sup>31</sup> Fung, H., Law, S. A., Yau, J., *Socially Responsible Investment in a Global Environment*, Cheltenham, Edward Elgar Publishing Limited, 2010

L'impatto ambientale definisce gli effetti che ogni operazione aziendale provoca sull'ambiente circostante:

- Inquinamento di acqua, suolo, aria e falde acquifere
- Perdita di biodiversità, diminuzione di flora e fauna e distruzione degli habitat naturali
- Impatto sulle risorse ambientali
- Licenza ad operare in comunità ricche di risorse naturali

La gestione ambientale si riferisce all'impegno profuso e alle capacità adoperate dall'impresa nella gestione del proprio impatto sull'ambiente:

- Implementazione di sistemi collaudati di gestione ambientale che garantiscano la documentazione dei protocolli adottati e dei risultati ottenuti e che monitorino l'impatto ambientale delle operazioni aziendali
- Responsabilità ambientali presenti e passate
- Dichiarazioni dei funzionari aziendali delle politiche per fronteggiare le problematiche ambientali
- Certificazioni da gruppi industriali
- Premi e raccomandazioni da gruppi indipendenti
- Istituzione di sistemi ambientali attraverso il ciclo di vita di beni prodotti e servizi forniti
- Formazione e promozione di consapevolezza ai dipendenti sulla cultura ambientale

Il secondo pilastro, la S di *Social*. Esso si riferisce alle modalità attraverso cui una società utilizza e tratta la propria forza lavoro, il modo in cui si occupa e interessa della salute e della sicurezza dei soggetti interni ed esterni alla società. Questo pilastro, viene anch'esso distinto in tre sottogruppi dagli autori del succitato *paper*: lavoro, sviluppo sociale e governance societaria. Rispetto a quest'ultima categoria, prima considerata internamente al tema sociale, dobbiamo far notare che la andremo a considerare come categoria a sé stante, riferendola alla G di Governance, e quindi restringendo le categorie attinenti al tema sociale alle sole prime due.

La dimensione lavoro definisce le condizioni lavorative dei dipendenti, in essa si identificano:

- Adesione alle leggi nazionali e internazionali sul lavoro
- Buona salute e documentazione e protocolli di sicurezza
- Trattamento equo e non discriminatorio
- Salario equo e/o salario minimo
- Livello adeguato di benefici per i dipendenti
- Licenza per operare nelle comunità o instaurare relazioni positive con le comunità

La dimensione dello sviluppo sociale si rifà al rispetto degli *human rights*:

- Violazione dei diritti umani
- Programmi sociali e investimenti in aree in via di sviluppo
- Operazioni in paesi esteri
- Aziende con fondazioni e mandati a supporto di comunità povere o nazioni in via di sviluppo
- Contributi politici
- Impegno in aree caratterizzate da disordini politici, sociali o mancanza di aderenza agli standard normativi internazionali

Infine, l'ultimo pilastro, appunto quello della *Governance*. Quest'ultimo fattore si riferisce all'etica aziendale nel suo complesso, alla gestione interna delle diversità, alla struttura remunerativa adottata, nonché all'indipendenza del consiglio di amministrazione e all'attività svolta dalla proprietà (l'azionariato). Ad esso ricollegiamo la dimensione della *governance* societaria che gli autori avevano indicato con riferimento al fattore precedente e i criteri ad essa associati:

- Livello dei diritti degli azionisti, attivismo degli stessi e coinvolgimento degli *stakeholder*
- Struttura, composizione e indipendenza del consiglio di amministrazione
- Disposizione del regolamento e dell'atto costitutivo
- *Audit* indipendente, trasparenza e *disclosure*

## **2.2 Il framework normativo ESG**

Una volta compreso cosa si intenda per sostenibilità aziendale e meglio specificati quali siano i fattori ESG, occorre andare ad analizzare un ulteriore elemento fondamentale: lo scenario normativo di riferimento. Andremo a vedere quali sono, a livello europeo, le norme alla base della regolamentazione ESG, che formano il cosiddetto *framework* normativo ESG.

### **2.2.1 Lo sviluppo della normativa ESG**

Possiamo collocare temporalmente l'inizio di uno sviluppo normativo ESG nel 1987 quando venne pubblicato "*Our common future*", il rapporto finale della Commissione Mondiale sull'Ambiente e lo Sviluppo istituita dall'ONU e presieduta da Go Harlem Brutland, da cui il nome. Seppur principalmente legato a tematiche ambientali (le dimensioni Social e Governance entreranno nel discorso della sostenibilità solo a partire dagli anni 2000), esso rappresenta il caposaldo di tutti i successivi documenti e delle conferenze globali ed europee sul tema, essendo il primo *report* a dare una indicazione chiara di cosa si intendesse per sviluppo sostenibile. Tale evento è solo il primo di una serie di iniziative ed impegni globali ed europei, che ora andremo a vedere sinteticamente, i quali verranno a definirsi nel ventennio successivo alla sua pubblicazione e che risulteranno prodromici e fondamentali all'attività di regolamentazione effettiva, effettuata mediante l'emanazione di direttive e regolamenti comunitari, alla quale negli ultimi anni si è assistito. Al Rapporto Brutland seguiranno, infatti, la Conferenza di Rio del 1992, il cosiddetto Il Summit della Terra, la prima conferenza mondiale dei capi di stato sull'ambiente e, ancora, il già citato Protocollo di Kyoto del 1995. Nel 1999 furono emanate le

linee guide della *Global Reporting Initiative (GRI)*<sup>32</sup>, le quali proponevano per prime un *framework* di riferimento sui principi e gli indicatori a cui le imprese avrebbero dovuto attenersi in ambito economico, sociale e di governance. Sempre nel 1999 vedeva la luce un'altra iniziativa, il *Global Compact*, nata in seno all'ONU, essa incoraggiava le imprese all'adozione di dieci principi fondamentali in ambito sociale e al rispetto dei diritti umani e dei lavoratori. Nel 2000 le Nazioni Unite rilasciarono la Dichiarazione del *Millenium Development Goals (MDGs)*, otto obiettivi legati a alle problematiche viste allora come tipiche dei Paesi in via di sviluppo, che tutti i 193 Stati aderenti all'ONU si impegnavano a raggiungere entro il 2015. Nel 2006 venne lanciata, ancora una volta dalle Nazioni Unite, i *Principles for responsible Investments (PRI)*, iniziativa rivolta al mondo finanziario al fine di promuovere l'adozione di politiche di carattere maggiormente sostenibile nell'allocazione degli investimenti. Il 2015 rappresenta un anno cardine per lo sviluppo dei temi ESG. In questo anno vennero infatti a definirsi l'Accordo di Parigi<sup>33</sup> e l'Agenda 2030<sup>34</sup>. Il primo rappresenta la convenzione stretta tra i Paesi UE, come parte della Convenzione Quadro delle Nazioni Unite sui Cambiamenti Climatici (UNFCCC<sup>35</sup>), di instaurare entro il 2050 una economia a impatto climatico zero. L'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile è un programma d'azione sottoscritto dai paesi ONU che definisce diciassette Sustainable Development Goals (SDGs) da raggiungere entro il 2030. Gli SDGs muovono dagli MDGs modificandoli e proponendo una visione più olistica degli obiettivi, non più chiusi in categorie strette e scollegate tra di loro, ma al contrario definendo dei macroobiettivi comunicanti e intercorrelati.

Figura 9: I 17 Sustainable Development Goals (SDGs) dell'Agenda 2030



Fonte: Nazioni Unite, *Agenda 2030, 2015*, [www.unric.org](http://www.unric.org)

<sup>32</sup> [www.globalreporting.org](http://www.globalreporting.org)

<sup>33</sup> <https://www.consilium.europa.eu/it/policies/climate-change/paris-agreement/#UNFCCC>

<sup>34</sup> <https://unric.org/it/agenda-2030/>

<sup>35</sup> <https://unfccc.int>



Le iniziative trattate, tra cui sveltano l'Accordo climatico di Parigi e l'adozione dell'Agenda 2030, hanno permesso e contribuito affinché i Paesi e i relativi governi di tutto il mondo iniziassero ad implementare politiche volte verso un'economia più sostenibile.

L'Unione Europea ha negli ultimi anni avviato un forte processo di regolamentazione sul tema della sostenibilità aziendale e più in particolare sulla finanza sostenibile, considerata mezzo fondamentale per la transizione sostenibile economica. Nel Dicembre 2016 la Commissione Europea ha definito la costituzione di un gruppo di esperti sul tema della finanza sostenibile, il *High Level Expert Group (HLEG)*<sup>36</sup>. Composto da 20 esperti *senior*, a voler intendere il loro alto grado di esperienza e preparazione a riguardo. Il gruppo nasce con il triplice intento di: (i) indirizzare i flussi di capitale, pubblici e privati, verso scelte di investimento sostenibili; (ii) identificare i passi necessari affinché le istituzioni finanziarie possano proteggere il sistema finanziario dai rischi ambientali; (iii) contribuire all'espansione di questo genere di politiche, rivolte alla sostenibilità, su scala paneuropea. Proprio a partire dall'iniziativa dell'HLEG, e sulla base delle raccomandazioni da esso derivanti, si è andata a modellare e ha preso forma l'implementazione, nel Marzo 2018, sempre a cura della Commissione Europea, dell' *Action Plan on Financing Sustainable Growth*<sup>37</sup>. Questo rappresenta un'ulteriore strategia globale finalizzata a favorire ancor di più la interconnessione tra capitali e finanziamenti, e sostenibilità. Si articola in un set di dieci *key actions* riconducibili a tre categorie divise in relazione alla finalità dell'azione: favorire gli investimenti sostenibili, contribuire alla mitigazione dei rischi di tipo finanziario derivanti dalle questioni ambientali e sociali, e promuovere trasparenza e aumento di *disclosure* sulle attività legate alla finanza sostenibile facilitando così la possibilità di monitorarne i risultati nel lungo termine.

Il quadro legislativo europeo attuale si fonda su tre normative di riferimento: la Direttiva 2022/2464<sup>38</sup> relativa alla rendicontazione societaria di sostenibilità, la quale modifica ed amplia gli obblighi già definiti dalla Direttiva 2014/95/UE<sup>39</sup> sulla comunicazione delle informazioni di carattere non finanziario, il Regolamento 2019/2088<sup>40</sup> in merito all'informativa sulla sostenibilità nei settori dei servizi finanziari e, infine, il Regolamento 2020/852<sup>41</sup> il quale ha introdotto nel sistema normativo europeo la tassonomia delle attività economiche eco-compatibili.

Andiamo ora ad analizzare più da vicino questo set di norme che, come abbiamo già più volte ripetuto, si innalza nel sistema legislativo europeo a quadro normativo di riferimento per la regolamentazione della sostenibilità aziendale al quale le società devono sottostare ed attenersi al fine di risultare anch'esse sostenibili.

---

<sup>36</sup> [https://finance.ec.europa.eu/publications/high-level-expert-group-sustainable-finance-hleg\\_en](https://finance.ec.europa.eu/publications/high-level-expert-group-sustainable-finance-hleg_en)

<sup>37</sup> [https://finance.ec.europa.eu/publications/renewed-sustainable-finance-strategy-and-implementation-action-plan-financing-sustainable-growth\\_en](https://finance.ec.europa.eu/publications/renewed-sustainable-finance-strategy-and-implementation-action-plan-financing-sustainable-growth_en)

<sup>38</sup> <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32022L2464&from=EN>

<sup>39</sup> <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0095>

<sup>40</sup> <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=CELEX:32019R2088>

<sup>41</sup> <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32020R0852>

### 2.2.2 Direttiva UE 2022/2464 (Corporate Sustainability Reporting Directive – CSRD)

La norma, nota come *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD), amplia gli adempimenti di rendicontazione di sostenibilità richiesti, non solo per le imprese di grandi dimensioni ma anche per le PMI, eccezion fatta per le sole microimprese. La Direttiva in questione si pone come ampliamento e revisione della precedente Direttiva 2014/95, nota anche come *Non Financial Reporting Directive* (NFRD), la quale coinvolgeva e interessava i soli enti di interesse pubblico (siano esse grandi società quotate, banche, compagnie assicurative o altri istituzioni finanziarie) con un numero medio annuale di dipendenti uguale o superiore a cinquecento, per i quali richiedeva la rendicontazione di informazioni non finanziarie su quattro temi principali di sostenibilità: ambiente, questioni sociali, diritti umani, corruzione e riciclaggio. La CSRD, il nuovo regime di rendicontazione in vigore in Europa, è andato sia ad estendere i requisiti di rendicontazione, sia il campo di applicazione della norma, ampliando il novero dei soggetti tenuti al suo rispetto. Riguardo a quest'ultimo aspetto, infatti, l'Unione Europea conta che entro il gennaio 2026 il numero di aziende tenute all'osservazione della Direttiva passeranno dalle circa undicimila già comprese nel quadro della NFRD a più di cinquantamila. In termini di rendicontazione il nuovo regime imposto, definirà dei requisiti ulteriori rispetto a quelli precedentemente richiesti, imponendo la divulgazione di un set di metriche di sostenibilità ben più vasto. Inoltre, si aggiungerà l'obbligo di rilasciare informazioni e dati riferiti al modello e alla strategia aziendale adottati, agli obiettivi strategici legati alla sostenibilità, nonché di *due diligence*. L'applicazione della CSRD garantirà e comporterà un maggior livello di trasparenza, con una conseguente maggior affidabilità sulla sostenibilità rendicontata dalle imprese (minimizzando il rischio di *greenwashing*, argomento che approfondiremo meglio tra qualche paragrafo), e soprattutto porterà a un forte aumento dei dati aziendali di sostenibilità disponibili. Inoltre, a supporto del CSRD, l'EFRAG<sup>42</sup> ha rilasciato sempre nel 2022, il nuovo *European Sustainability Reporting Standard* (ESRS)<sup>43</sup>, il quale costituirà lo standard di *reporting* di sostenibilità, coerente con il CSRD che ne prevederà la sua applicazione progressiva tra le imprese soggette al regime.

### 2.2.3 Regolamento UE 2019/2088 (Sustainable Finance Disclosure Regulation – SFDR)

Il Regolamento europeo in merito all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari è una normativa introdotta nel finire del novembre 2019 la quale impone degli obblighi di trasparenza (appunto di *disclosure*) per le società europee assoggettate, relativamente alla loro sostenibilità ambientale, sociale e di *governance*. Il Regolamento si applica alle società quotate sui mercati regolamentati dell'Unione Europea, alle banche di investimenti, ai gestori di portafogli, ai consulenti finanziari, nonché agli operatori del mercato finanziario, compresi gli asset manager, e a tutti ai fornitori di prodotti finanziari.

---

<sup>42</sup> EFRAG (European Financial Reporting Advisory Group) organismo della Commissione Europea di *advisory* nel campo del reporting aziendale

<sup>43</sup> <https://www.efrag.org/lab6?AspxAutoDetectCookieSupport=1>

L'importanza del Regolamento risiede in due fattori su tutti: il primo è che nell'articolo 2, comma 17 dello stesso si va a dare una definizione univoca di "investimento sostenibile"<sup>44</sup>, il secondo è che la normativa va a disporre una serie di norme comuni a categorie diverse di operatori finanziari relativamente al tema della divulgazione di informazioni sostenibili.

Agli operatori e ai consulenti finanziari è richiesta la comunicazione dei dati relativi alle modalità adottate per il trattamento dei fattori ESG su due livelli: nei processi utilizzati per intraprendere le scelte di investimento e relativamente a tutti i prodotti finanziari che vengono scambiati e venduti sui mercati UE. Il regolamento richiede che ciascun soggetto finanziario comunichi sul proprio sito web dati relativi a:

- Le modalità di integrazione e i rischi di sostenibilità nei propri processi decisionali
- Le modalità attraverso cui le politiche remunerative risultino coerenti con l'integrazione dei rischi
- Le modalità di analisi e individuazione degli impatti negativi sui fattori sostenibili generati dalle proprie decisioni di investimento, nonché le modalità attraverso le quali la società si impegna per ridurli e contrastarli.

Inoltre, il regolamento richiede che vengano comunicate informazioni di sostenibilità anche per i prodotti finanziari stessi all'interno dell'informativa precontrattuale. In essa è richiesta la divulgazione delle modalità utilizzate affinché i rischi di sostenibilità siano integrati nelle decisioni di investimento e riguardo quali conseguenze questi rischi potrebbero generare sui rendimenti futuri. Dal 30 dicembre 2022 ogni prodotto dovrà essere accompagnato da un set di informazioni legate agli impatti negativi delle politiche di investimento sui fattori di sostenibilità. Il Regolamento adotta il principio del *comply or explain*, vale a dire ogni mancanza di adeguamento ai requisiti di trasparenza richiesti deve sempre essere accompagnata da una spiegazione che motivi tale scelta. Infine, la normativa richiede una più accurata informativa sui prodotti finanziari che si definiscono sostenibili. Nel fare ciò, ne va ad identificare negli articoli 8 e 9 due tipi distinti:

- Prodotti che promuovono caratteristiche ambientali e/o sociali (art.8), cioè che integrano in modo vincolante alcuni criteri di sostenibilità (tipico dell'applicazione degli approcci di Esclusione o della strategia del *Best in Class*)
- Prodotti che hanno come obiettivo investimenti sostenibili (art.9)

---

<sup>44</sup>investimento in un'attività economica che contribuisce a un obiettivo ambientale, misurato, ad esempio, mediante indicatori chiave di efficienza delle risorse concernenti l'impiego di energia, l'impiego di energie rinnovabili, l'utilizzo di materie prime e di risorse idriche e l'uso del suolo, la produzione di rifiuti, le emissioni di gas a effetto serra nonché l'impatto sulla biodiversità e l'economia circolare o un investimento in un'attività economica che contribuisce a un obiettivo sociale, in particolare un investimento che contribuisce alla lotta contro la disuguaglianza, o che promuove la coesione sociale, l'integrazione sociale e le relazioni industriali, o un investimento in capitale umano o in comunità economicamente o socialmente svantaggiate a condizione che tali investimenti non arrechino un danno significativo a nessuno di tali obiettivi e che le imprese che beneficiano di tali investimenti rispettino prassi di buona governance, in particolare per quanto riguarda strutture di gestione solide, relazioni con il personale, remunerazione del personale e rispetto degli obblighi fiscali

## 2.2.4 Regolamento 2020/852 (Regolamento Tassonomia - TR)

Il Regolamento Tassonomia (*UE Taxonomy for Sustainable Activities*) è una normativa comunitaria adottata dal Parlamento Europeo il 18 giugno 2020 ed entrata in vigore il 12 luglio successivo. La norma delinea un sistema di classificazione delle attività economiche eco-compatibili, vale a dire che essa provvede a garantire e stabilire quali siano i criteri tecnici richiesti per la determinazione delle attività economiche e finanziarie che possano andarsi a considerare come sostenibili dal punto di vista ambientale. La tassonomia altro non è se non una guida: per le imprese in quanto da una valutazione delle attività proprie, ne definisce le politiche aziendali in un'ottica di maggior sostenibilità e garantisce una maggior rendicontazione agli stakeholder; per gli investitori, al fine di integrarne i temi di sostenibilità nelle politiche di investimento e comprendere l'impatto ambientale delle scelte di investimento intraprese o intraprendibili; per le istituzioni pubbliche, che vedono nella Tassonomia lo strumento per definire e migliorare le proprie politiche rivolte a una transizione ecologica. L'obiettivo fondamentale del Regolamento è quello di andare a delineare un quadro comune per gli operatori di mercato al fine di fornire uno strumento che permetta una miglior valutazione ed analisi della sostenibilità degli investimenti e delle attività economiche stesse, in modo da creare maggior sicurezza per gli investitori, ridurre la pratica del *greenwashing* e mitigare la frammentazione di mercato. Ulteriore fine, non meno importante, è quello di sensibilizzare ancor di più le imprese al rispetto dell'ambiente e delle questioni climatiche. Per fare ciò il Regolamento fornisce al mondo della finanza, ai governi e alle aziende definizioni univoche e chiare, in modo da comprendere quali siano le attività che vanno a delinearci come eco-compatibili. Perché un'attività economica si definisca sostenibile è necessario che soddisfi i seguenti criteri:

1. Garantire un “contributo sostanziale” ad almeno uno dei seguenti sei obiettivi ambientali:
  - Mitigazione del cambiamento climatico
  - Adattamento al cambiamento climatico
  - Uso sostenibile e protezione dell'acqua e delle risorse marine
  - Transizione verso un'economia circolare
  - Prevenzione e controllo dell'inquinamento
  - Tutela e ripristino della biodiversità e degli ecosistemi
2. “Non arrecare danno significativo” al raggiungimento degli obiettivi sopracitati (*Do Not Significant Harm – DNSH*)
3. Essere svolta nel rispetto delle garanzie sociali minime<sup>45</sup>

In base a quanto previsto dall'art. 8 del Regolamento UE 2020/852, le organizzazioni soggette alla Direttiva sulla rendicontazione non finanziaria (*Non Financial Reporting Directive - NFRD*) e, successivamente, alla nuova Direttiva sulla rendicontazione di sostenibilità delle imprese (*Corporate Sustainability Reporting Directive - CSRD*) saranno tenute a divulgare informazioni in merito

---

<sup>45</sup> Un esempio di garanzie sociali minime sono le linee guida OCSE, le quali assicurano che le imprese multinazionali siano conformi alle principali politiche governative internazionali

all'allineamento alla tassonomia utilizzando alcuni indicatori: fatturato, spesa in conto capitale e spesa operativa.

Figura 10: CSDR, SFDR e TR

Atto normativo	A chi è rivolto	Quali informazioni fornisce	Quando saranno disponibili i dati
<b>Corporate Sustainability Reporting Directive - CSRD<sup>3</sup></b>	imprese UE di grandi dimensioni <sup>4</sup> , sia quotate, sia non quotate, e PMI quotate (a eccezione delle microimprese). Imprese extra-UE quotate sui mercati regolamentati UE e filiali UE di società extra-UE	<b>informazioni sull'organizzazione</b> caratteristiche di sostenibilità delle attività aziendali: informazioni ambientali e sociali, attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani e alla lotta contro abuso d'ufficio e corruzione	<i>per le imprese di grandi dimensioni:</i> <b>dal 2024</b> (dati relativi all'esercizio finanziario 2023)  <i>per le PMI quotate:</i> <b>dal 2026</b> (dati relativi all'esercizio finanziario 2025)
<b>Taxonomy Regulation - TR</b>	imprese soggette alla NFRD (in futuro, CSRD): sia imprese non finanziarie, sia operatori finanziari	<b>informazioni sull'organizzazione</b> (art. 8 TR <sup>5</sup> ) <i>per le imprese non-finanziarie:</i> fatturato, Capex e Opex allineati alla tassonomia  <i>per le imprese finanziarie:</i> % di allineamento alla tassonomia di investimenti e attivi  <b>informazioni sui prodotti</b> (artt. 5 e 6 TR) <i>per i prodotti art. 8 e art. 9 SFDR che investono in obiettivi ambientali:</i> % di allineamento alla tassonomia <sup>6</sup>	<b>art. 8 TR</b> <i>per le imprese non-finanziarie:</i> <b>dal 2022</b> % di attività <b>comprese (eligible)</b> nella tassonomia <sup>7</sup> <b>dal 2023</b> % di attività <b>allineate (aligned)</b> alla tassonomia <sup>8</sup>  <i>per gli operatori finanziari:</i> <b>dal 2022</b> % di esposizione alle attività <b>comprese (eligible)</b> nella tassonomia <b>dal 2024</b> % di esposizione alle attività <b>conformi (aligned)</b> alla tassonomia e, dunque, % di allineamento alla tassonomia  <b>artt. 5 e 6 TR</b> <b>da luglio 2022</b> informazioni sull'allineamento a obiettivi di mitigazione e adattamento  <b>dal 2023</b> informazioni sugli altri quattro obiettivi ambientali della tassonomia <sup>9</sup>
<b>Sustainable Finance Disclosure Regulation - SFDR</b>	operatori e consulenti finanziari	<b>informazioni sull'organizzazione</b> rischi legati ai fattori ESG e impatti sui temi di sostenibilità <sup>10</sup>  <b>informazioni sui prodotti</b> dati relativi all'integrazione dei rischi legati ai fattori ESG e agli impatti ESG per tutti i prodotti e informazioni specifiche per i prodotti che promuovono caratteristiche ambientali o sociali (art. 8 SFDR) e che hanno come obiettivo investimenti sostenibili (art. 9 SFDR)	<b>da marzo 2021</b> informazioni ESG a livello di organizzazione e di prodotto secondo il Livello 1 del Regolamento  <b>da luglio 2022</b> le informazioni dovranno essere divulgate secondo i Regulatory Technical Standards - RTS

Fonte: Forum per la Finanza Sostenibile, *Tassonomia Ue e altre Normative sulla Finanza Sostenibile*, 2022,

<https://finanzasostenibile.it>

## 2.3 Indici SRI

### 2.3.1 Cosa sono gli indici SRI o indici di sostenibilità

Gli indici SRI, anche detti indici di sostenibilità, sono indici borsistici peculiari. Ciò che li contraddistingue da un normale indice azionario, (che ricordiamo essere una metrica che sintetizza il valore di un paniere di azioni e le sue variazioni nel tempo) è che gli indici SRI non vengono costruiti mediante la sola applicazione di criteri esclusivamente finanziari, ma al contrario si vanno a considerare nel processo di *building* anche i fattori ESG. Gli indici di sostenibilità sono, dunque, degli indici di borsa composti da titoli selezionati non solo attraverso un'analisi della performance finanziaria degli emittenti, ma anche mediante un'analisi delle performance ESG che hanno sperimentato. La conseguenza di questo differente approccio è una modifica all'universo investibile considerabile, cioè l'insieme dei titoli in cui sarà possibile investire, che andrà inevitabilmente a restringersi, sicchè si andranno a prendere in considerazione i soli titoli che rispettino un duplice requisito: uno di tipo finanziario, l'altro di tipo ESG, a differenza degli indici azionari dove le restrizioni imposte saranno solo di carattere finanziario.

I criteri adoperati per la determinazione dell'universo investibile dei titoli, che andranno a costruire gli indici, sono principalmente tre e ricalcano alcune delle strategie SRI che avevamo già avuto modo di approfondire nel primo capitolo. Il primo approccio si basa sulla tecnica dell'Esclusione e si traduce in termini pratici nell'eliminazione dall'universo investibile di tutti quei titoli che siano o emessi da società considerate non sostenibili, quindi con basse performance ESG, o in modo ancor più deciso, l'esclusione di tutti i titoli collegati a intere *industry* considerate controverse in termini sostenibili (come potrebbero essere il settore del tabacco o della pornografia), non linea con i criteri ESG. Il secondo criterio segue invece l'approccio del *Best in Class* che, a differenza della tecnica precedente, non attua una selezione negativa, escludendo alcuni titoli, ma al contrario opera uno *screening* positivo, selezionando nell'universo investibile i soli titoli emessi dalle migliori società, in termini di performance ESG, all'interno di uno specifico universo, di una categoria geografica o di un settore. Il terzo criterio si basa sulla focalizzazione, da parte del *provider* dell'indice, su uno o più temi di sostenibilità, andando così a prendere in considerazione esclusivamente i titoli emessi da società che, allo stesso modo, focalizzano la propria attività, o comunque parte di essa, su quello specifico tema sostenibile individuato e scelto.

L'utilizzo di questi indici è ampio. Possono essere adoperati per la costruzione di prodotti SRI, si può portare come esempio un fondo che decida di comporre il proprio portafoglio selezionando i titoli di uno o più indici sostenibili. Ancora, gli indici di sostenibilità possono essere utilizzati come strumento di valutazione e monitoraggio di un determinato mercato (rappresentato da un indice di mercato). Ciò è possibile quando affianco a un indice SRI ve ne è uno tradizionale, vale a dire che i due indici sono costruiti secondo regole di composizione pressochè identiche, eccezion fatta per i criteri di sostenibilità. Il confronto che ne deriva ci consente di valutare quanto e in che modo, se positivamente o negativamente, i temi ESG e i fattori di sostenibilità influenzano le performance di quel dato mercato o segmento di mercato. Gli indici SRI, similmente a quanto appena detto, possono anche essere usati come *benchmark*, termine di confronto, per la

misurazione delle prestazioni, collegate alla sostenibilità, di singoli titoli, fondi comuni di investimento e fondi pensione. Possiamo quindi dire che questa operazione di *benchmarking* permette di analizzare le prestazioni finali, in termini di rendimento ottenuto, derivanti dal processo di integrazione dei criteri ESG nelle decisioni di investimento.

### 2.3.2 Panoramica dei principali indici di sostenibilità

Gli indici SRI sono diventati da qualche anno a questa parte un elemento consolidato e integrante nel mondo finanziario attuale, sia perchè il tema della sostenibilità è anch'esso ormai permeato nella realtà economica finanziaria, sia perchè, come abbiamo visto, essi garantiscono una serie utile di diversi utilizzi e applicazioni. La costruzione di questi indici è affidata e guidata dai cosiddetti *provider*. Occorre notare, però, che questi soggetti altro non sono se non gli stessi che curano la formazione e la successiva revisione periodica degli indici tradizionali. Seppur intuitiva questa situazione non è scontata. Si potrebbe infatti pensare che affidandosi a dei *provider* esterni si ottenga una visione più indipendente ed oggettiva, ma non è questo il punto. Il punto focale risiede nella modalità di applicazione di questi indici che, come abbiamo già detto, si basa fondamentalmente sul *benchmarking* di due indici uguali ma distinti dall'integrazione, in uno solo dei due, dei fattori ESG. Così facendo, la costruzione dell'indice di sostenibilità ricalca in tutto e per tutto il processo di costruzione dell'indice di riferimento tradizionale, in quanto condotto dallo stesso provider. Ciò permette un confronto, o per meglio dire un'isolamento dei fattori ESG e dei propri impatti sulle *performance* raggiunte, più preciso, e limitato ai soli effetti apportati dalla considerazione di tali fattori di sostenibilità nell'indice SRI. Tra i principali indici SRI occorre per primo ricordare il Dow Jones Sustainability Index (oggi acquisito da S&P Global), originato nel 1999 dalla collaborazione con la società di investimenti orientata alla sostenibilità finanziaria RobecoSAM. La costruzione dell'indice è basata sulla valutazione delle *performance* sostenibili di un gran numero di aziende, sono infatti coinvolte più di tremila società appartenenti a sessantuno settori differenti. La valutazione si basa su un questionario di cento domande, di cui alcune specifiche a seconda del settore di riferimento, divise in ventitre criteri differenti di tipo ESG. Il punteggio massimo ottenibile è appunto cento, ma accanto al valore assoluto ottenuto si applica una valutazione secondo il criterio di rappresentazione per percentili, garantendo la normalizzazione dei risultati e possibilitando un confronto di tipo relativo.

Un altro indice SRI da citare è sicuramente il MSCI SRI, l'indice fornito da MSCI<sup>46</sup>. L'indice MSCI SRI principale, il MSCI World SRI Index include più di millecinquecento aziende attive sui principali mercati finanziari mondiali. L'indice è di tipo *capitalization weighted*, cioè pondera i risultati per la capitalizzazione della società di riferimento, e la sua costruzione si basa sulla combinazione della strategie di Esclusione e di *Best in Class* applicate a partire dal MSCI ACWI, indice azionario globale di MSCI, che viene quindi rimodellato e modificato in modo da rispettare i requisiti e criteri ESG. L'indice di sostenibilità ottenuto è sottoposto a revisione quattro volte l'anno in modo da valutarne la coerenza con gli sviluppi delle prassi ESG.<sup>47</sup>

---

<sup>46</sup> Morgan Stanley Capital International (MSCI) è una società di servizi finanziari che commercializza strumenti di ricerca e di analisi per gli investitori istituzionali nonché leader mondiale sugli indici di mercato, che pubblica con il marchio MSCI.

<sup>47</sup> <https://www.msci.com/documents/10199/641712d5-6435-4b2d-9abb-84a53f6c00e4>

Anche FTSE Russell<sup>48</sup>, società britannica specializzata nel calcolo di metriche, e che infatti cura il calcolo degli indici di Borsa di Londra (*London Stock Exchange, LSE*) e anche di Borsa Italiana, ha provveduto alla costruzione di una serie di indici SRI: gli FTSE4Good Index Series. Nati nel 2001, sono un insieme di indici, ponderati anch'essi per la capitalizzazione di mercato, utili per valutare le performance delle imprese sostenibili. Le imprese che vogliono rientrare nel processo di valutazione, quindi essere ricomprese negli indici in questione, devono rispettare requisiti di sostenibilità e dimostrarsi in linea con le principali *policy* ESG. Vengono in ogni caso escluse tutte quelle imprese appartenenti a *industry* considerate non sostenibili. Gli FTSE4Good Index Series si articolano in sei indici fondamentali che coprono i principali mercati sviluppati, tra i quali Stati Uniti, Giappone e UE, e ulteriori cinque indici negoziabili per dare la possibilità agli investitori interessati di poter ottenere un'esposizione immediata ed economica alle società ESG.

## 2.4 Il Rating ESG

Il Rating ESG, o Rating di sostenibilità, è un giudizio sintetico che certifica la solidità di un emittente, di un titolo o di un fondo dal punto di vista ambientale, sociale e di governance. Esso quindi è, banalmente, una valutazione della sostenibilità di una impresa. Rispetto al rating tradizionale, che valuta il merito creditizio di una società basandosi sull'analisi dei dati economici-finanziari dell'impresa, il Rating di sostenibilità, invece, fornisce informazioni sul grado di sostenibilità in cui l'impresa si trova ad operare, operando un'analisi concentrata su elementi prettamente extra-finanziari e legati ai criteri ESG, contribuendo, peraltro, in modo complementare alla valutazione complessiva dell'impresa oggetto di valutazione. Questa complementarità deriva dal semplice fatto che il Rating ESG non fa altro se non ampliare ancor di più il ventaglio di informazioni rilasciate e messe a disposizione dell'investitore, incrementando il livello di *disclosure*, la trasparenza, e quindi la fiducia nella società e nel mercato.

I Rating ESG vengono sviluppati da aziende specializzate, così come avviene per i rating tradizionali, le quali a seguito di un'analisi basata su informazioni di tipo interno ed esterno sviluppano ed emanano un giudizio finale. Questo risultato viene espresso attraverso un punteggio che, a seconda della scala di valutazione adottata dalla società di rating, potrà essere un valore numerico, per esempio compreso tra 1 a 100 dove maggiore sarà il numero, migliore sarà il giudizio ottenuto, oppure potrà esprimersi attraverso delle lettere, come AAA, BBB o C.

Il Rating ESG appare oggi elemento di fondamentale importanza per le imprese, esso infatti permette il passaggio dal concetto tradizionale di sostenibilità economica, intesa come capacità di generare valore per gli *stakeholder*, a un concetto più moderno e ben più ampio ed esteso di sostenibilità aziendale, intesa in tutti e tre gli ambiti ESG. La presenza di un buon Rating ESG diventa oggi imprescindibile per una società che voglia posizionarsi sul mercato e presentarsi agli investitori in modo attraente, e i motivi sono disparati: in primis, per esempio, garantisce la mitigazione dei rischi connessi alle tematiche sociali, ambientali e di governance, assicurando il rispetto delle principali normative ESG; inoltre, come abbiamo già ripetuto più volte,

---

<sup>48</sup> <https://www.ftserussell.com>



sostenibilità è sinonimo di creazione di valore nel lungo termine, che è ciò che più di tutto interessa all'investitore medio. Nonostante ciò, i vantaggi derivanti dall'ottenimento di un Rating ESG non sono esclusivamente connessi a quelle valutazioni considerabili come buone, cioè che inquadrino l'impresa come sostenibile. La valutazione ESG può aiutare una società a comprendere come si posiziona nel proprio settore in termini di sostenibilità, può aiutare l'impresa nell'identificare, e successivamente risolvere, le criticità interne, in termini ESG, dell'organizzazione e permette inoltre, di prepararsi alle sfide ambientali, sociali e di governance con cui nel prossimo futuro le imprese di tutto il mondo dovranno interfacciarsi, permettendo quindi di essere un passo avanti, in tal senso, rispetto alla concorrenza. Prima di fare un focus sulle principali agenzie di Rating ESG, è necessario ricordare che il quadro normativo relativo all'attività di queste società è tutt'oggi incompleto e lacunoso. Manca infatti una regolamentazione specifica che consenta una standardizzazione univoca delle prassi e delle pratiche adottate. Proprio per questo motivo possiamo dire che attualmente i rating di sostenibilità, e le agenzie che li producono, sono caratterizzati da un approccio di tipo *market driven*, cioè guidato dal mercato e finalizzato a battere la concorrenza attraverso un miglior utilizzo di risorse e dei buchi normativi. Anche per questo motivo infatti, relativamente ai rating ESG permangono alcune perplessità, soprattutto legate all'inaffidabilità dei giudizi emessi e al fatto che i rating attribuiti alla stessa organizzazione da agenzie differenti presentino spesso risultati molto differenti, talvolta opposti. Per fare un esempio, uno studio condotto nel 2021 dal Wall Street Journal ha confrontato i rating emessi da tre agenzie di rilievo, MSCI, Sustainalytics e Refinitiv, osservando che sul campione delle millecinquecento aziende prese in considerazione dai tre *provider* il 64% ha ricevuto un rating discordante o opposto (il 31%).

#### **2.4.1 Le agenzie di Rating ESG**

Compresa la centralità e l'importanza dei Rating di sostenibilità, andiamo a vedere ora quali sono i *provider* principali di questi sintetici giudizi di responsabilità sociale, ambientale e di governance. Occorre notare che nel contesto economico di riferimento attuale, in cui la questione della sostenibilità acquista giorno dopo giorno sempre maggior importanza, si riscontra una forte tendenza di crescita, sia nel numero di società che sviluppano internamente dei modelli per il calcolo dei propri rating, sia nel numero delle agenzie di rating stesse, sia anche nelle metodologie applicate. Ad oggi infatti, nel panorama internazionale, si possono contare oltre centosessanta agenzie specializzate nella valutazione del merito di sostenibilità (chiamandolo in questo modo per segnare una linea comune tra rating tradizionale, rivolto al giudizio del merito di credito e rating ESG). Le agenzie di rating possono fornire le proprie valutazioni, sviluppate a partire da informazioni contenute in *report* di sostenibilità, siti web o ottenute da contatti diretti con il management, a diversi soggetti. Infatti, la richiesta di Rating ESG può partire direttamente dal *management* di una società, ma può anche nascere dall'esigenza di un investitore esterno di voler conoscere il livello di sostenibilità di una impresa.

Una volta fatte queste precisazioni fondamentali, andiamo a vedere più da vicino, seppur sinteticamente, le società che hanno maggior risalto nel vasto mondo delle agenzie di Rating ESG: Moody's ESG Solutions, MCSI, EPCI e Morningstar Sustainalytics.

## 1) Moody's ESG Solutions (Moody's Vigeo-Eiris)

Nell'aprile 2019 Moody's, una delle principali agenzie di rating tradizionale, ha acquisito una quota di maggioranza di uno dei leader della ricerca finanziaria, nell'elaborazione dati e nelle valutazioni di sostenibilità: la società Vigeo-Eiris (V.E.). Nata nel 2016 a seguito della fusione tra la società francese Vigeo, creata nel 2002, e la britannica Eiris, fondata nel 1983. Grazie a questa operazione Moody's ha avuto modo di costituire un proprio comparto interno specializzato e rivolto alla produzione di Rating ESG: la Moody's ESG Solutions, che basandosi sulla pluriennale esperienza dell'acquisita V.E. è da subito rientrata tra le principali agenzie internazionali di rating sostenibili.

"Vigeo Eiris è un pioniere delle tematiche Esg e della sostenibilità e ha continuato a innovare ed espandersi con la crescita della domanda di informazioni. L'acquisizione da parte di Moody's della maggioranza di Vigeo Eiris contribuirà all'ulteriore sviluppo delle principali valutazioni del rischio Esg" ha commentato Myriam Durand, *Global Head of Assessments* presso Moody's Investors Service. Queste dichiarazioni spiegano ancor meglio la volontà dell'agenzia di rating americana di incorporare tutte le considerazioni materiali rilevanti nei rating di credito, ampliando i servizi di valutazione ESG offerti e integrandoli nelle analisi sul credito. In termini di metodologia adoperata per la produzione degli *score* ESG Moody's ESG Solutions prende in analisi e valuta una trentina di fattori ESG per ciascuna impresa, a loro volta ricompresi all'interno di oltre cinquanta, (cinquantuno per l'esattezza, il *framework* è stato ampliato rispetto ai quaranta precedenti) modelli specifici a seconda del settore di appartenenza, al fine di garantire adeguata ponderazione dei fattori ESG considerati nella valutazione, oltre che migliorare la struttura dei dati a supporto degli studi condotti. L'analisi include due tipologie di valutazione: l' *Issuer Profile Scores* (IPS) e il *Credit Impact Scores* (CIS). La prima valutazione riguarda l'analisi dell'esposizione dell'emittente ai fattori ESG, la seconda, invece, misura l'impatto che tali considerazioni sostenibili hanno sul rating creditizio della società.

## 2) MSCI ESG Ratings

Abbiamo già in precedenza introdotto Morgan Stanley Capital International (MSCI) in quanto non soltanto *provider* di Rating ESG ma anche di indici di sostenibilità. La società britannica è uno dei fornitori leader di strumenti e servizi a supporto delle decisioni aziendali critiche con oltre quaranta anni di esperienza nella ricerca e nella elaborazione di dati, garantendo soluzioni all'avanguardia e in grado di sostenere e supportare gli investitori nel loro processo decisionale. MSCI fornisce ai propri clienti Rating ESG volti a misurare la resilienza di un'azienda rispetto ai rischi ambientali, sociali e di governance. MSCI ESG Ratings valuta le società oggetto di analisi su una scala che va da "AAA" a "CCC" in base alla loro esposizione a rischi ed opportunità ESG. La Metodologia applicata è rivolta all'identificazione di tutte queste componenti, negative o positive in chiave ESG, attraverso un'analisi di tipo quantitativo. Una volta effettuato il riconoscimento di tali fattori, si assegna a ciascuno di esso viene assegnato uno tra i trentacinque punti chiave (*Key Point*: quelli

tra parentesi), al fine di garantire la normalizzazione dei risultati, inclusi all'interno di dieci temi (quelli in elenco puntato) a loro volta ricondotti nei tre pilastri portanti ESG: Ambiente; Social e *Governance*.

Ambiente:

- Cambiamento climatico (Emissioni di carbonio, impronta di carbonio del prodotto, finanziamento ambientale, vulnerabilità ai cambiamenti climatici)
- Capitale naturale (Stress idrico, biodiversità e uso della terra, risorse di materie prime)
- Inquinamento e sprechi (Emissioni tossiche, materiali di imballaggio, rifiuti elettronici)
- Opportunità ambientali (*Clean tech, green building*, energia rinnovabile)

Sociale:

- Capitale umano (Gestione del lavoro salute e sicurezza, sviluppo del capitale umano, standard di lavoro, *supply chain*)
- Analisi del prodotto (Sicurezza e qualità del prodotto, sicurezza chimica, sicurezza dei prodotti finanziari, Privacy e sicurezza dei dati, investimento responsabile, rischio sanitario e demografico)
- Opposizione *Stakeholder* (Approvvigionamento controverso, relazioni comunitarie)
- Opportunità sociali (Accesso alle comunicazioni, accesso alle finanze, accesso all'assistenza sanitaria, opportunità in nutrizione e salute)

*Governance*:

- *Corporate Governance* (Proprietà e controllo, salari, contabilità)
- Comportamento aziendale (Etica aziendale, trasparenza fiscale)

Figura 11: Scala di valutazione del Rating ESG usata da MSCI

Letter Rating	Leader/Laggard	Final Industry-Adjusted Company Score
AAA	Leader	8.571 - 10.0
AA	Leader	7.143 - 8.571
A	Average	5.714 - 7.143
BBB	Average	4.286 - 5.714
BB	Average	2.857 - 4.286
B	Laggard	1.429 - 2.857
CCC	Laggard	0.0 - 1.429

Fonte: MSCI ESG Ratings, *ESG Ratings Methodology*, 2022, [www.msci.com](http://www.msci.com)

### 3) ECPI ESG Ratings

ECPI<sup>49</sup> è una società leader nella ricerca, rating ed indici di sostenibilità, presente nel mondo degli investimenti sostenibili fin dal 1997. Garantisce la fornitura di servizi e strumenti di consulenza ESG e finanziaria contraddistinta da tre elementi principali:

- Investimento Tematico: investimenti mirati in tematiche con impatto a lungo termine
- Sostenibilità: analisi dei fattori ESG al fine di mitigarne i rischi associati
- Efficienza: prodotti e strumenti di investimento trasparenti, *cost-effective* e solidi

ECPI si affaccia per la prima volta nel mercato degli investimenti sostenibili sul finire degli anni Novanta, quando diviene la prima società a lanciare una serie di indici sostenibili europei.

ECPI dispone di due sedi principali, Lussemburgo e Milano, e si avvale di una rete di analisti di ricerca in Cina, Giappone e Polonia. Suo obiettivo primario è aiutare investitori istituzionali e clienti privati nel raggiungere i loro obiettivi di investimento, fornendo una consulenza proattiva e indipendente basata sul modello di ricerca proprietario.

L'analisi condotta da ECPI si focalizza su indicatori extra-finanziari di tipo sia quantitativo che qualitativo, ed è finalizzata a una mappatura del profilo di rischio ed opportunità non finanziario alla quale un'impresa è sottoposta, racchiusa in un giudizio sintetico: appunto, il Rating ESG. La metodologia di ECPI<sup>50</sup> si sviluppa attraverso un approccio *rule-based* su diversi livelli di analisi, ognuno dei quali, con un diverso grado di dettaglio, garantisce dati e informazioni utili alla valutazione dell'impresa. Essa si basa sull'utilizzo di oltre cento indicatori di sostenibilità inerenti a trentotto aspetti sostenibili suddivisi in otto categorie ricomprese (quattro e quattro) in due sezioni rappresentanti i pilastri ESG (*Environmental* la prima e *Social & Governance Evaluation* la seconda).

Figura 12: Metodologia ECPI ESG Ratings

80/86 INDICATORS	8 CATEGORIES	2 SECTIONS	
7 13 3/4 6/11	Environmental Strategy and Policy Environmental Management Products – sector specific Production Process – sector specific	ENVIRONMENTAL  Rating (9 notches) F ⇒ EEE	ESG RATING  Rating (9 notches) F ⇒ EEE
9 12 11 19	Employees and Human Capital Community Relations Markets Corporate Governance & Shareholders	SOCIAL & GOVERNANCE  Rating (9 notches) F ⇒ EEE	

Fonte: ECPI, *ECPI Company Rating*, 2018, [www.ecpigroup.com](http://www.ecpigroup.com)

<sup>49</sup> [www.ecpigruop.com](http://www.ecpigruop.com)

<sup>50</sup> [https://www.ecpigroup.com/wp-content/uploads/2019/05/ECPI\\_ESG\\_Rating\\_Methodology\\_Companies.pdf](https://www.ecpigroup.com/wp-content/uploads/2019/05/ECPI_ESG_Rating_Methodology_Companies.pdf)

Dall'analisi si produce infine, come sommatoria finale, un punteggio: lo *scoring* ESG finale. Maggiore sarà questo valore, migliore la valutazione che si andrà a fornire della sostenibilità dell'impresa. Il Rating proprietario di ECPI va da “EEE”, indice di un'ottima valutazione, a “F” che al contrario denota quelle organizzazioni con valutazione “*poor*”, che seguendo la metodologia ESG standard di ECPI vengono escluse dall'universo delle società investibili per la costruzione degli indici sostenibili.

#### 4) Mornigstar-Sustainalytics

Sustainalytics<sup>51</sup> è una società dal 2020 proprietà di Morningstar<sup>52</sup>, famosa compagnia americana di servizi finanziari, (tra cui l'emissione di rating tradizionali) specializzata nella ricerca, elaborazione nonché nel *providing* di Rating di sostenibilità, al fine di fornire consulenza agli investitori nello sviluppo ed implementazione delle loro strategie di investimento responsabili (SRI). L'azienda offre un'ampia gamma di prodotti e servizi ESG al fine di supportare consulenti, bankers e investitori nell'integrazione e *screening* ESG, nell'analisi del portafoglio, *nell'engagement* e *proxy-voting* e nella creazione di indici. Un grande punto di forza della società è rappresentato dai rating di sostenibilità: il *Sustainability Rating* (“globi”) per i fondi e l'*ESG Risk Rating* per le società (ovvero valutazione i rischi ESG finanziariamente rilevanti). Morningstar-Sustainalytics fornisce anche una serie di metriche a tema sostenibile come: *Carbon Risk*, *Country Risk Ratings*, *Impact Solutions*, *Active Ownership Solutions* e soluzioni per rispondere ai nuovi obblighi regolamentari imposti dalla normativa EU *Action Plan* (SFDR e Tassonomia UE).

Il Rating ESG prodotto va a misurare quanto il valore economico di un'impresa, oggetto di valutazione, sia esposto ai fattori di rischio ESG, o per meglio dire, valuta l'entità del rischio ESG non gestito dall'azienda e quindi potenzialmente distruttivo e dannoso per la stessa. La valutazione condotta da Sustainalytics si compone su tre livelli (*building blocks*): Corporate Governance, Problematiche ESG Materiali, e Problematiche ESG Idiosincriche (Non Sistematiche). Questi rappresentano gli elementi fondamentali sulla quale si sviluppa l'analisi, in quanto considerati alla base dei principali rischi ESG non gestiti (*unmanaged*). Il Rating ESG che si ottiene è sviluppato su due dimensioni: la prima riguarda l'esposizione ai rischi, la seconda invece, la capacità dell'impresa di essere in grado di gestire quei fattori rischiosi. Lo *Score* ESG che infine si avrà ad avere, comprenderà una valutazione quantitativa e una tra le cinque categoria di rischio: *negligible*, *low*, *medium*, *high*, *severe*. Lo *score* quantitativo, che poi darà il posizionamento nel *notch*<sup>53</sup> di riferimento, sarà ottenuto dalla differenza delle due dimensioni prima definite, appunto, tra i rischi alla quale l'impresa va ad esporsi, e i rischi che l'impresa riesce a gestire e controllare: quindi rappresenterà le unità di rischio ESG che

---

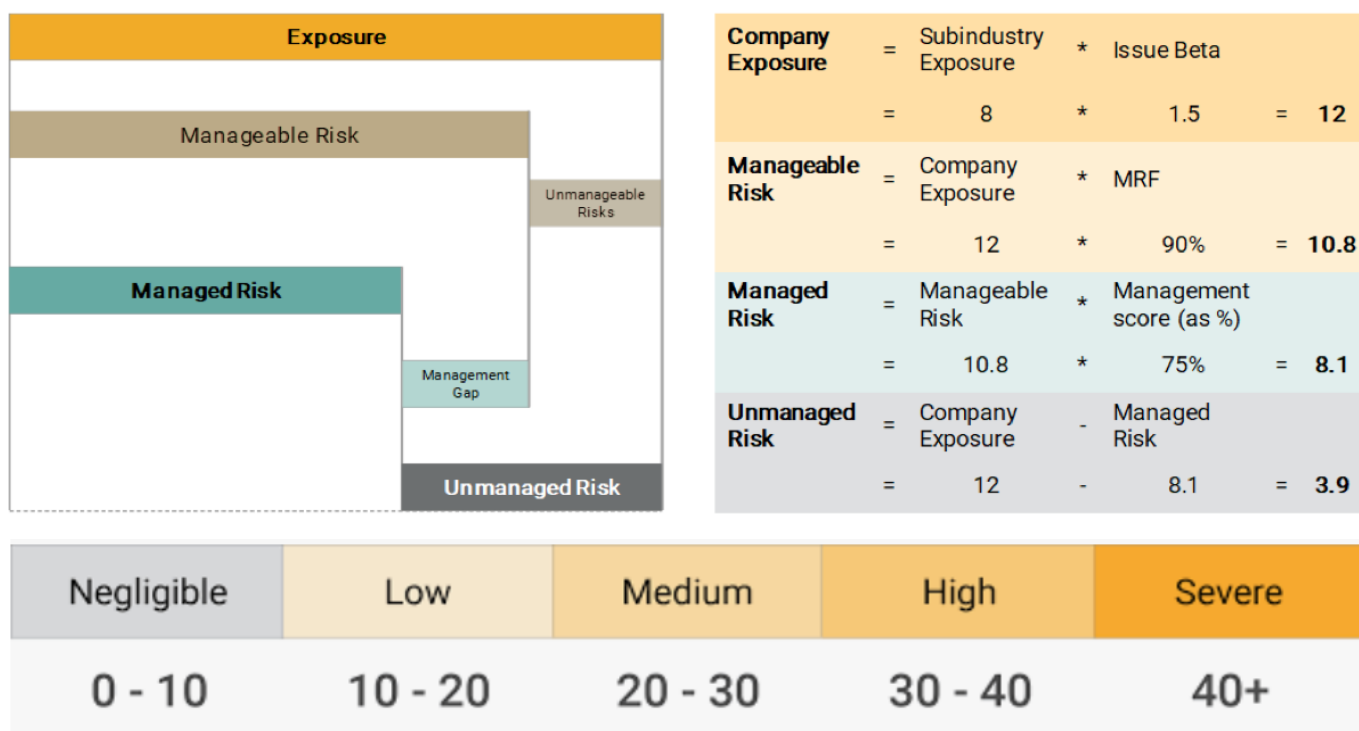
<sup>51</sup> [www.sustainalytics.com](http://www.sustainalytics.com)

<sup>52</sup> Morningstar è leader del settore con il database di fondi più aggiornato e completo al mondo per oltre 150.000 fondi open-end, closed-end ed ETF. Queste capacità sono combinate con 12.500 company ESG rating e controversy assessments per 14.000 aziende di Sustainalytics per produrre una suite di metriche di sostenibilità per 50.000 fondi a livello globale

<sup>53</sup> Per notch si intende la valutazione ottenuta nella scala di rating considerata che in questo caso può essere negligible, low, medium, high o severe.

l'impresa non riesce a controllare, l'*Unmanaged Risk*. Esso va a calcolarsi su una scala definita *open-ended*, quindi che va da zero a (ipoteticamente) infinito, anche se, per il 95% dei casi analizzati, il valore si attesta al di sotto della soglia massima di 50 punti. Minore sarà il valore ottenuto, minore sarà la quantità di rischio non gestito dalla società.. Vediamo un esempio: nella figura sotto riportata possono distinguersi l'*Exposure* (esposizione ai fattori di rischio di sostenibilità), il *Manageable Risk* (rischio ESG gestibile) e il *Managed Risk* (rischio ESG gestito). Come abbiamo già detto, il vero elemento di preoccupazione e che infatti forma il Rating ESG finale è l'*Unmanaged Risk* il quale si ottiene come: *Company Exposure - Managed Risk*.

Figura 13: Sustainalytics ESG Rating



Fonte: Sustainalytics, *ESG Risks Ratings – Methodology Abstract*, 2021, [www.sustainalytics.com](http://www.sustainalytics.com)

## 2.5 Reporting di sostenibilità

Come abbiamo già avuto modo di vedere nei paragrafi precedenti, negli ultimi anni si è definita una netta presa di coscienza in merito al tema della sostenibilità, soprattutto in ambito aziendale. Le direttive e i regolamenti europei prima analizzati ci hanno infatti permesso di comprendere come, e attraverso quali meccanismi, il quadro normativo di riferimento si stia modificando in tal direzione. Le disposizioni imposte con la *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD), prima, hanno ampliato gli obblighi di rendicontazione a un maggior numero di enti e modificato i precetti precedentemente definiti dalla NFDR. Il regolamento *Sustainable Finance Disclosure Regulation* (SFDR) e Tassonomia, poi, hanno invece ridefinito gli obblighi connessi agli standard di rendicontazione richiesti, con il primo, e garantito una più attenta e sofisticata classificazione, fondamentale per una altrettanto oculata rendicontazione e reporting, delle attività sostenibili. Compreso tutto ciò, che delinea il quadro normativo di riferimento, ci chiediamo quindi cosa sia un bilancio di sostenibilità. La risposta è oggi facile, ma il percorso che è stato affrontato per arrivarci non lo è stato allo

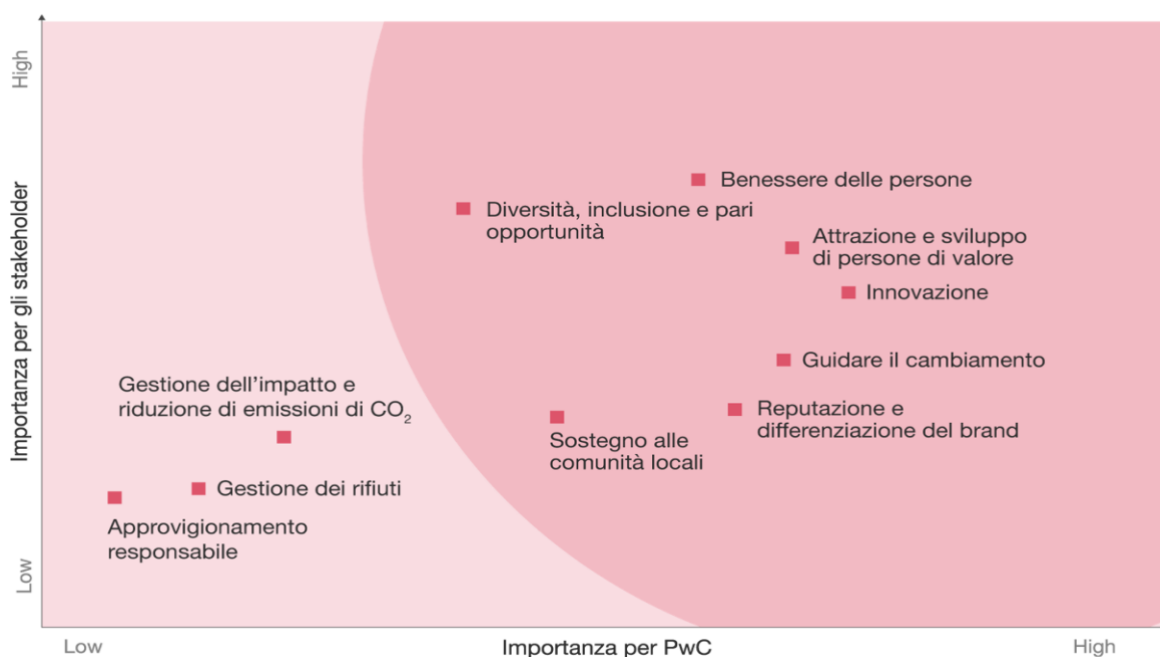
stesso modo. Infatti, la rendicontazione socio-ambientale risale agli inizi degli Anni Cinquanta, quando per prima la società tedesca Aeg presentò un documento, potremmo dire quasi sperimentale, finalizzato a dare indicazioni di tipo non-finanziarie. In Italia la prima forma di rendicontazione non finanziaria, e più prettamente socio-ambientale, si osservò solo nel 1978 con la pubblicazione del bilancio sociale del Gruppo Merloni. Si faccia attenzione, quando si parla di bilancio sociale non si intende in questo caso un sinonimo per bilancio di sostenibilità; infatti, esso nascerà solo dopo e rappresenterà il documento unico che ingloberà le varie forme di rendicontazione extra-finanziaria, e più prettamente socio-ambientale, che tra gli Anni Ottanta e gli inizi deli Anni Duemila si andranno a sviluppare. Inizialmente, infatti, si svilupparono diversi documenti, con nomi diversi e finalità distinte a seconda della tipologia di performance rendicontata. Il bilancio sociale forniva indicazioni utili all'ampliamento della visione della dimensione e del contesto sociale dell'azienda. Il bilancio ambientale rappresentava lo strumento utile a comprendere gli impatti che un'impresa generava sull'ambiente. Il bilancio degli intangibili descriveva il valore aggiunto creato dagli *intangibles* di una società, siano essi il capitale umano, il capitale relazionale o quello strutturale ed organizzativo. Tutte queste forme di rendicontazione erano però delle modalità considerate sostanzialmente come artigianali, non perché frutto di lavori scadenti o mancanti di qualità, ma perché l'oggetto del report e i dati sugli elementi legati alla sostenibilità o alla responsabilità sociale d'impresa non riuscivano a trovare un posto riconosciuto tra gli elementi caratterizzanti la gestione.

Soltanto a partire dalla fine del primo decennio del secolo corrente, anche grazie ai tanti impulsi ambientali e sociali che si sono sperimentati, come abbiamo già visto, è nata la volontà di offrire una rappresentazione schematica e standardizzata dei principali indicatori non finanziari di una società, collegati agli aspetti economici, sociali e di governance. Per ritornare alla domanda riguardo cosa sia il bilancio di sostenibilità, l'Unione Europea lo definisce come “l'integrazione volontaria delle preoccupazioni sociali ed ecologiche delle imprese nelle loro operazioni commerciali e nei loro rapporti con le parti interessate”, in poche parole esso rappresenta il documento di riferimento per comunicare e dare indicazioni sulle prestazioni sostenibili e gli impatti sulla sostenibilità che un'impresa genera a partire dal proprio operato e dallo svolgimento della propria attività. Il bilancio di sostenibilità è lo strumento utile alla rendicontazione dei risultati economici, sociali ed ambientali prodotti dalla società stessa e indirizzato sia a tutti gli *stakeholder* sia anche, talvolta, al *management* interno. Il documento viene rilasciato e pubblicato da ogni società obbligata alla sua pubblicazione con cadenza annuale. Si ricordi che attualmente gli enti tenuti alla redazione del bilancio di sostenibilità sono solamente gli enti pubblici e le imprese di grandi dimensioni, ma a partire dal 2026 saranno ricomprese anche tutte le Piccole Medio Imprese (PMI). Generalmente e tutt'ora, la redazione del documento viene condotto seguendo gli standard predisposti nel 1999 da *Global Reporting Initiative* (GRI), ma nel prossimo futuro questi standard, che per lungo tempo hanno segnato la strada del *reporting* di sostenibilità verranno rimpiazzati dai nuovi ESRS, di cui avevamo già parlato, che pur essendo sviluppati sullo scheletro dei GRI, andranno a definire una visione differente rispetto a questi ultimi, infatti considereranno un approccio basato sulla doppia materialità, e non più focalizzato sulla sola materialità di impatto.

## 2.5.1 Il bilancio di sostenibilità con gli standard GRI

Partendo dall'approccio definito dalla *Global Reporting Initiative* e dai propri standard di rendicontazione<sup>54</sup>, essi si caratterizzano per essere sia standard di contenuto, perché richiedono e propongono una serie di indicatori da rappresentare, che di processo, poiché delineano il processo, appunto, da seguire al fine di implementare correttamente il reporting di sostenibilità. Questi standard internazionali (che a partire dal 2024 saranno sostituiti in ambito europeo dai già citati ESRS) fondano le proprie basi su due elementi fondamentali: il principio di materialità e il coinvolgimento. Per materialità, ripetendo, ci si focalizza esclusivamente su quella di impatto, cioè occorre dare indicazione nel prospetto dei soli elementi che abbiano un impatto significativo sugli *stakeholder*. Per coinvolgimento si fa invece riferimento al fatto che la scelta stessa degli elementi considerati materiali o meno viene presa mediante il coinvolgimento dei portatori di interesse principali per l'impresa.

Figura 14: Esempio di Matrice di Materialità



Fonte: PwC, *Corporate Sustainability*, 2023, [www.pwc.com](http://www.pwc.com)

Sulla base di queste prospettive si definisce il processo di costruzione del bilancio di sostenibilità, articolato in sei fasi:

1. Mappatura degli stakeholder: in questa fase si identificano gli *stakeholder* chiave, veri destinatari dei contenuti del bilancio di sostenibilità
2. Analisi interna di materialità: l'analisi viene condotta in pancia alla società stessa da parte del management coinvolgendo i vertici aziendali

<sup>54</sup> <https://it.pearson.com/content/dam/region-core/italy/pearson-italy/pdf/diritto-economia/area-giuridico-economica/proposte-didattiche/approfondimenti/AREE-DISCIPLINARI-PARAMOND-Dicembre-2020-PDF-Gubelli-Bilancio-sostenibile.pdf>



3. **Analisi esterna di materialità:** in questa terza fase si verifica il coinvolgimento dei portatori di interesse significativi, precedentemente mappati e quindi classificati in ordine di rilevanza per l'azienda, al fine di procedere alla valutazione della rilevanza degli elementi di sostenibilità. La conclusione di questa fase porta alla costruzione della cosiddetta matrice di materialità, (rappresentata nella figura di sopra, prendendo come esempio la società di consulenza PWC, *Price Waterhouse Cooper*) la quale incrocia la rilevanza per gli stakeholder e l'impatto attuale o potenziale che una operazione genera, dando indicazione della rilevanza finale per ciascuna attività fondamentale.
4. **Costruzione del cruscotto indicatori:** definiti gli aspetti materiali, quindi essenziali alla rendicontazione, si fornisce una presentazione delle modalità di approccio gestionale per ogni attività individuata, si presentano gli adeguati indicatori proposti dagli standard GRI di tipo sia quantitativo che qualitativo e infine, si dà indicazione e descrizione delle iniziative relative a quell'ambito.
5. **Raccolta dei dati:** coinvolgendo orizzontalmente tutte le aree aziendali, si raccolgono i dati fondamentali che verranno poi elaborati e che comporranno il bilancio di sostenibilità.
6. **Elaborazione di dati e testi:** è la fase finale in cui appunto i dati ottenuti vengono trasformati nell'*output* finale del processo: il bilancio di sostenibilità, strumento di comunicazione per *stakeholder*, clienti e potenziali investitori, ma anche strumento di controllo e di gestione, in quanto utile per la comparazione e la comprensione dei risultati ottenuti, eventualmente segnalando e indicando le necessità di intervento e miglioramento.

Comprese le fasi che portano alla creazione del report di sostenibilità, capiamo inoltre come, dipendendo dalla iniziale analisi di materialità, i contenuti di ciascun bilancio di sostenibilità, così creato, vadano a modificarsi e distinguersi da società a società. Di certo però, vi sono alcuni elementi imprescindibili, potremmo dire dei contenuti minimi per i quali è richiesta presenza:

- Lettera agli stakeholders da parte del top *management*
- Nota metodologica, in cui si definiscono i metodi seguiti e i principi applicati
- Profilo dell'organizzazione
- Informazione sulla *governance* e sulla strategia adottata
- Rendicontazione degli aspetti di materialità

### **2.5.2 Gli standard europei per il reporting di sostenibilità (European Sustainability Reporting Standards - ESRS)**

Gli ESRS sono una serie di nuovi standard e principi basati su quadri nazionali, comunitari e internazionali finalizzati alla standardizzazione della rendicontazione non finanziaria, eliminando le problematiche legate alla redazione dei report di sostenibilità attraverso l'adozione di quadri di riferimento nazionali o di altro tipo, come il GRI, per esempio. Nel 2021 la Commissione Europea ha richiesto la creazione di standard di reporting che considerassero e adottassero l'approccio della doppia materialità, in modo da essere coerenti con l'applicazione del CSRD e del nuovo quadro normativo che andrà a definire. L'applicazione di questi nuovi

principi è prevista per il 2024 per le imprese quotate, a partire dal 2026 per le altre. Gli ESRS non sono dei semplici standard di rendicontazione, infatti essi mirano a migliorare le pratiche di rendicontazione di sostenibilità attuali. Per fare ciò gli ESRS puntano a fornire un quadro di riferimento di tipo mondiale, garantendo degli standard a loro volta mondiali e quindi perfettamente comparabili tra le società di tutto il globo. Inoltre, gli standard ESRS hanno tra i loro obiettivi anche quello di incrementare il livello di trasparenza dei bilanci di sostenibilità, e quindi, la fiducia negli stessi. Tre risultano essere gli elementi più importanti e distintivi degli ESRS rispetto al GRI. In primis questi andranno a distinguere gli *stakeholder* in due gruppi principali: quelli coinvolti e gli utenti dei report di sostenibilità. La seconda differenza è che gli ESRS richiederanno che le informazioni di sostenibilità contenute nel report siano soggette a revisione esterna obbligatoria, esattamente come per i bilanci di esercizio, e quindi che siano verificate attraverso un processo di *audit* esterno. Infine, la terza è ultima differenza, forse la più significativa, è relativa al tema della doppia materialità, che abbiamo già visto e analizzato nel primo capitolo. Gli ESRS andranno a considerare entrambi gli aspetti della materialità, sia di tipo finanziario, sia quella di impatto, offrendo sia una più attenta analisi degli elementi rilevanti per l'impresa sia, come già detto, piena coerenza con il nuovo quadro legislativo fornito dall'entrata in vigore, nel 2024, della CSRD. Infatti, l'applicazione di questi standard sarà richiesta per tutte le società ricomprese ed assoggettate alla CSRD, cioè organizzazioni quotate o PMI con un totale di bilancio superiore a venti milioni di euro, un fatturato netto superiore a quaranta milioni di euro e numero di dipendenti medio superiore a duecentocinquanta.

*Figura 15: Prospetto riassuntivo dell'entrata in vigore degli ESRS*

---

Dal **1° gennaio 2024** per le aziende già soggette alla Direttiva sulla rendicontazione non finanziaria (rendicontazione da effettuare nel 2025 sui dati del 2024).

---

Dal **1° gennaio 2025** per le grandi aziende che attualmente non sono soggette alla Direttiva sulla rendicontazione non finanziaria (rendicontazione da effettuare nel 2026 sui dati del 2025).

---

Dal **1° gennaio 2026** per le PMI quotate in borsa e altre aziende (rendicontazione da effettuare nel 2027 sui dati del 2026). Le PMI possono scegliere di non aderire fino al 2028.

---

Dal **1° gennaio 2028** per le aziende non appartenenti all'UE con attività significative nell'UE (rendicontazione da effettuare nel 2029 sui dati del 2028).

---

Fonte: Il Sole 24 Ore, *Gli standard europei per il reporting di sostenibilità*, 2023, [www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com)

L'EFRAG che ha curato lo sviluppo di queste nuove linee guida, lo ha fatto in modo tale che la rappresentazione delle informazioni di sostenibilità, seguendo tali precetti, avvenga in modo strutturato. Proprio per questo si è disposto che la rendicontazione si vada a fornire attraverso tre livelli articolati su tre aree di riferimento legate ai tre temi fondamentali ESG, attraverso un modello definito 3x3.

I livelli di rendicontazione sono:

- Informazioni indipendenti del settore
- Informazioni specifiche del settore
- Informazioni specifiche della società

Mentre le tre ampie aree di rendicontazione sono:

- Strategia, struttura proprietaria e analisi di materialità
- Misure di attenzione: politiche, obiettivi, azioni, piani d'azione e allocazione delle risorse
- Misurazione delle prestazioni

## 2.6 La pratica del Greenwashing

### 2.6.1 Cosa è il Greenwashing

Il Cambridge Dictionary definisce *greenwashing* come l'azione finalizzata "to make people believe that your company is doing more to protect the environment than it really is". Più specificatamente con questo termine inglese traducibile in "lavaggio verde" in modo letterale, o più comunemente noto come "ecologismo di facciata", possiamo intendere la pratica scorretta, ormai comunemente diffusa e per questo combattuta, di abbellire la propria azienda e la propria organizzazione facendo credere che si facciano operazioni e si prendano decisioni di tipo sostenibile, e più specificatamente di tipo eco-sostenibile, quindi rivolto alla tutela dell'ambiente, senza che queste azioni vengano effettivamente svolte, o dandone un risalto molto maggiore rispetto alla loro reale entità. Più precisamente si considera *greenwashing* non solo ciò che viene comunicato o fatto fittiziamente al fine di rendere più attraente una società, una situazione o un particolare progetto, ma anche ogni tipo di strategia o posizionamento industriale che assuma i connotati della sostenibilità e che però sia imposto per obblighi di legge, senza che vi sia effettivamente un intento eco-sostenibile generato internamente all'organizzazione. Il più delle volte questa pratica scorretta si insidia nella mancanza di chiarezza e trasparenza delle comunicazioni che un'organizzazione rilascia per i propri *stakeholder*, facendo passare azioni e strategie basilari come eco-sostenibilmente avanzate e al passo con le migliori *best practices* internazionali, quando ciò non coincide con la realtà dei fatti.

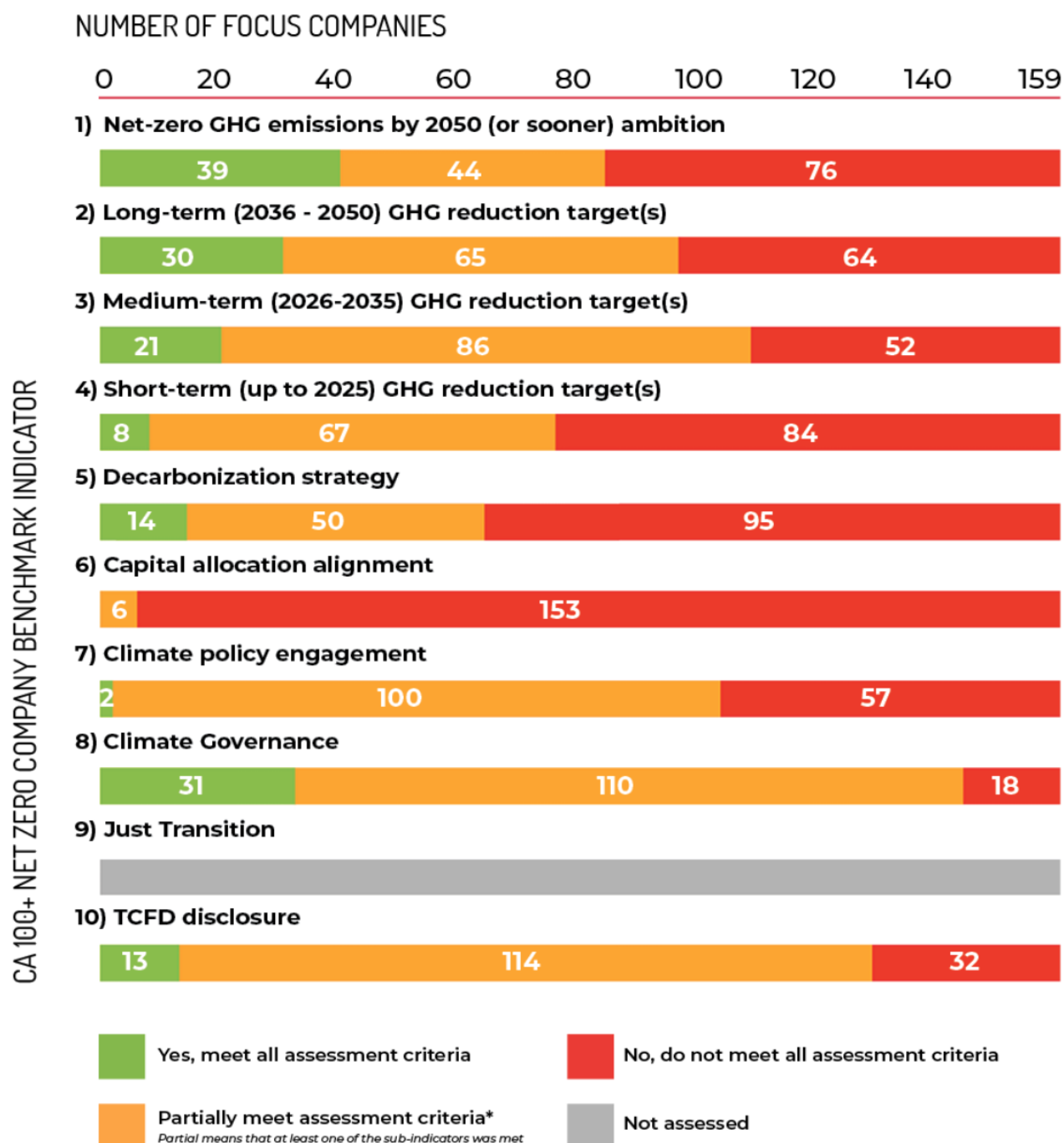
La pratica del *greenwashing*, come abbiamo già detto, è particolarmente diffusa, proprio questo motivo ha richiesto lo sviluppo di una normativa *ad hoc* sulla *disclosure* di natura non finanziaria e sulle modalità e gli standard da seguire nel processo di reporting di sostenibilità, che abbiamo ben approfondito nei paragrafi precedenti. In ogni caso, per dare un'idea della diffusione di tale attività, abbiamo preso in considerazione uno studio portato avanti dall'iniziativa Climate Action 100+<sup>55</sup>, rete globale composta da oltre cinquecento investitori che conduce analisi e studi relativi alle pratiche ambientali implementate dalle principali società internazionali tra diversi settori e *industries*. In relazione alla pratica del *greenwashing*, l'iniziativa ha condotto uno studio, basato su centocinquantanove società in tutto il mondo con una capitalizzazione complessiva

---

<sup>55</sup> [www.climateaction100.org](http://www.climateaction100.org)

superiore ai dieci miliardi di dollari, finalizzato alla costruzione di un benchmark con cui poter misurare e apprezzare le reali ambizioni ambientali e climatiche delle aziende prese in analisi: il Climate Action 100+ Net-Zero Company Benchmark<sup>56</sup>. La creazione di questa misura di valutazione ha richiesto che ciascuna delle società fosse prima analizzata in singolo, soffermandosi su dieci indicatori di riferimento che dessero indicazione sull'ambizione climatica della società isolata.

Figura 16: Panoramica dei risultati complessivi del processo di analisi per la costruzione del benchmark



Fonte: Climate Action 100+, Climate Action 100+ Net-Zero Company Benchmark, 2021, [www.climateaction100.org](http://www.climateaction100.org)

<sup>56</sup> <https://www.climateaction100.org/news/climate-action-100-issues-its-first-ever-net-zero-company-benchmark-of-the-worlds-largest-corporate-emitters/>

Tra i dieci indicatori considerati vi è l'ambizione ad azzerare le emissioni GHG entro il 2050 e altre metriche che tengano conto della volontà di ridurre le emissioni prodotte, strategie di de-carbonizzazione e l'allineamento alle principali politiche e pratiche climatiche.

Nonostante l'importanza di questo studio, che per primo ha proposto un *benchmark* di questo tipo, ciò che appare evidente e risalta subito all'occhio è la mancanza di coerenza tra gli obiettivi legati ad iniziative climatiche che ciascuna impresa aveva dichiarato di essersi preposta e prefissata e l'effettivo raggiungimento di tali risultati. Infatti, l'analisi ha mostrato in modo evidente, come si può vedere nella tabella sopra riportata, che la maggior parte delle aziende va a soddisfare i criteri degli indicatori considerati solo in parte. Le linee arancioni indicano infatti questa condizione di soddisfacimento parziale dei criteri, quelle verdi il pieno rispetto e quelle rosse la completa mancanza. La risposta a questi risultati è una e solo una: *greenwashing*. In un periodo in cui la sostenibilità e il tema climatico è diventato centrale, il più delle volte le imprese preferiscono dare comunicazione delle proprie iniziative sostenibili ed ambientali anche se poi in termini effettivi non rispettano i criteri imposti, del tutto o solo in parte, e non raggiungono gli obiettivi fissati.

### **2.6.2 Come evitare il Greewashing?**

Detto e ripetuto che il nuovo *framework* normativo europeo, con la CSRD e la SFDR principalmente, andranno a fornire un forte supporto alla battaglia contro questa pratica. Oltre a ciò, però, possiamo definire quattro modalità e principi che si potrebbero attuare, direttamente a partire dall'interno del comparto aziendale, per evitare il *greenwashing*:

1. Coerenza tra il messaggio che una società dà di sé, il quale non deve essere considerato come un accessorio svincolato dalle modalità di svolgimento delle attività aziendali e appunto, il proprio *business model*, garantendo quindi la piena ed effettiva integrazione dei fattori ESG a tutti i livelli dell'impresa.
2. Onestà e trasparenza in quel che l'impresa comunica e dichiara ai propri *stakeholder*.
3. Il pieno rispetto del principio di materialità, pilastro del processo di reporting di sostenibilità, che definisce gli elementi su cui la comunicazione aziendale deve soffermarsi.
4. Dare spazio nei bilanci di sostenibilità alle persone che formano l'azienda e alle storie reali e genuine del loro impegno in progetti sfidanti e complessi, rivolti verso il miglioramento delle tematiche sostenibili.

## Capitolo 3: La Sostenibilità che crea Valore Economico

In questo capitolo cercheremo di approfondire e meglio comprendere, mediante l'analisi di studi e ricerche, la dinamica che lega la sostenibilità di un'impresa con la sua profittabilità. Proveremo quindi a dimostrare l'esistenza di un filo di congiunzione causale tra le *performance* di sostenibilità e quelle economiche. In tal senso, sia nel nome del capitolo in questione, sia nel titolo stesso del lavoro condotto, ci si riferisce a una sostenibilità capace e rivolta alla creazione del valore<sup>57</sup> e che anzi si identifichi come l'innescò, la miccia, di questo processo di generazione, concorrendo a tale fine attraverso i diversi fattori E, S e G.

### 3.1 Il Valore Aziendale

Quando parliamo di Valore Aziendale, intendiamo il valore intrinseco di una organizzazione. Questa grandezza è l'*output* dei modelli utilizzati nel processo di valutazione aziendale, che appunto restituisce, ad investitori e a tutti i soggetti interni alla società stessa, il suo valore di lungo termine, intendibile anche come il prezzo che un terzo interessato dovrebbe esborsare per l'acquisto della stessa. Tralasciando i modelli di valutazione, (in cui comunque ricordiamo i più importanti: il già precedentemente citato *Discounted Cash Flow* (DCF) tra i metodi diretti/assoluti e il *Multiples Method* tra i metodi indiretti/relativi) occorre fare una panoramica sul concetto di Valore Aziendale, spiegando meglio come questo concetto si possa meglio definire come Valore del Capitale Economico.

Questa grandezza viene definita osservandola dal punto di vista di un investitore generico, sia esso attuale o potenziale, a titolo di capitale di rischio. Rappresenta il valore riconducibile all'intero sistema aziendale, in funzione della capacità di remunerazione dell'investitore. Questa configurazione di Capitale<sup>58</sup> si esprime tramite un valore unico, solitamente ottenuto come attualizzazione delle future capacità redditizie della società oggetto di analisi. Il valore che si ottiene si contraddistingue per due caratteristiche fondamentali, che peraltro lo rendono generalmente meglio adattabile alle valutazioni di azienda:

1. È una misura oggettiva: prescinde dalla finalità della valutazione e dalle aspettative dei singoli soggetti coinvolti
2. Ha natura astratta: tiene conto esclusivamente dello stato dell'azienda nel momento stesso della valutazione, indipendentemente da situazioni contingenti. (Pinto, 2022)

Comprese questi importanti elementi introduttivi è necessario ricordare che ad oggi quando si tratta di Valore del Capitale Economico di una società, si fa più precisamente riferimento al cosiddetto *Enterprise Value*, ulteriormente esprimibile, oltre a quanto già detto, come il valore di mercato di tutti gli *assets* che compongono e costituiscono una società. Volendo darne una spiegazione matematica, potremmo esplicitare la metodologia del DCF, modello il quale (semplificando) stima il Valore Aziendale attraverso l'attualizzazione dei flussi di

---

<sup>57</sup> Inteso come accrescimento del valore intrinseco di una organizzazione

<sup>58</sup> Ne esistono quattro: Capitale di bilancio, di costituzione, di liquidazione e Capitale Economico appunto

cassa attesi futuri (*expected cash flows*) utilizzando come tasso di sconto il WACC<sup>59</sup> (*Weighted Average Cost of Capital*), il costo del capitale complessivo.

$$\text{Enterprise Value} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{flussi di cassa attesi}_t}{(1 + wacc)^t}$$

Per maggior chiarezza, è opportuno ricordare che questo è solo uno dei tanti modelli applicabili ed utilizzati nell'ambito della valutazione d'azienda mediante metodi diretti/assoluti, ergo basati su una previsione attiva e non solamente, come nel caso del Metodo dei Multipli, sul confronto nel mercato delle società definibili come *peers* (simili in caratteristiche come settore, grado di rischio e redditività). Tra questi metodi assoluti, alcuni, come il DCF di sopra, i restituiscono come *output* diretto l'*Enterprise Value* (EV), altri invece l'*Equity Value* (Valore del solo Capitale Proprio, al quale però aggiungendo la Posizione Finanziaria Netta<sup>60</sup> si raggiunge l'EV) come Il *Dividend Discount Method*. Inoltre, si deve notare come il modello di calcolo sopraindicato sia leggermente semplificato, non distinguendo l'orizzonte temporale della vita indeterminata e generalmente assunta come infinita di una azienda tra *explicit forecast period* (3-5 anni) e *terminal horizon* (tendente all'infinito), non prendendo in considerazione, di conseguenza ragionamenti di *Terminal Value* o di *Growth Rate*.

In ogni caso, ciò che ci interessa è comprendere come nei principali modelli adottati a livello internazionale per la determinazione del Valore Aziendale, esso altro non è se non la rappresentazione della capacità della società oggetto dell'analisi di generare reddito e di mantenere tale tendenza nel continuamento della sua vita futura. È proprio in questo contesto che ci siamo chiesti se la sostenibilità, e più precisamente l'implementazione di investimenti e strategie sostenibili abbiano effetti concreti sul valore di una azienda. Questo motivo è stata la spinta che ci ha fatto analizzare la relazione esistente tra ESG e redditività, in modo tale da poter giungere alla conclusione di poter dire che le *performance* di sostenibilità finanziarie influenzano quelle finanziarie e quindi, generano Valore.

### 3.2 Correlazione tra fattori ESG e performance finanziaria

In questo paragrafo, e nei paragrafi successivi, seguendo la linea tracciata dal precedente, andremo a vedere due studi relativi all'analisi della relazione che va ad instaurarsi tra fattori ESG, intesi come Investimenti SRI in primis e qualsiasi altra iniziativa di sostenibilità attuata da una società. L'intento è quello di riuscire a comprendere se questa relazione effettivamente esista, e se fosse confermato ciò, quale sia l'entità, la forza, di tale correlazione che lega le nostre variabili. Ulteriore aspetto da chiarire è, inoltre, la dimensione temporale degli effetti che la *performance* ESG provoca su quella economica, cioè meglio comprendere dopo quanto tempo, rispetto alla loro implementazione, questi effetti si manifestino rendendosi tangibili.

<sup>59</sup> WACC = [re\*E/V + rd\*(1-t) \*D/V]

<sup>60</sup> PFN o NFP (Net Financial Position) = Debt - Cash

### 3.2.1 Metastudio sulla relazione tra performance ESG e finanziaria

Prendiamo in analisi in questo paragrafo un metastudio<sup>61</sup> condotto dalla NYU<sup>62</sup> Stern Center for Sustainability<sup>63</sup> in collaborazione con Rockefeller Asset Management<sup>64</sup> su oltre mille studi pubblicati tra il 2015 e il 2020. Questa tipologia di ricerche era già stata analizzata nel passato, ma gli studi erano principalmente condotti su periodi antecedenti il 2015. Queste analisi, seppur numerose e differenti, sia nella metodologia applicata che nelle popolazioni assunte a campione, fornivano risultati simili: una correlazione positiva tra ESG e *performance* finanziaria, nonché un impatto positivo sul costo del capitale proprio derivante appunto dall'implementazione di strategie e investimenti sostenibili. Tutto ciò avveniva, però, prima del 2015, anno a partire dal quale si è sperimentata una forte crescita e maggior attenzione nei confronti dei fattori ESG e della Sostenibilità Aziendale in termini più pragmatici.

In termini di metodologia adoperata, il metastudio in questione è partito da ben più di mille studi, pubblicati nel frangente temporale gennaio 2015 – febbraio 2020, relativi al tema della relazione esistente tra fattori di sostenibilità e risultati economici-finanziari e li ha inizialmente suddivisi in tre categorie a seconda delle loro caratteristiche peculiari:

1. Studi che analizzavano come società con iniziative sostenibili performassero in termini finanziari
2. Studi che analizzavano come i fondi, i portafogli e gli indici ESG performassero in termini finanziari
3. Studi che analizzavano temi specifici come il cambiamento climatico, che possono essere rilevanti sia per il *management* che per gli investitori

Al fine di raggiungere il campione finale, si è operata un'azione di scrematura e *screening* su due livelli volta a selezionare, in primis gli studi che effettivamente analizzavano la relazione causale tra sostenibilità e risultati finanziari, e a considerare, poi, esclusivamente quegli studi che arrivavano a garantire delle conclusioni e dei risultati di tipo quantitativo.

L'analisi vera e propria è stata condotta attraverso un approccio innovativo richiesto dalla disomogeneità di dati e metriche adoperate, ovvero distinguendo gli articoli analizzati tra quelli *corporate focused* e quelli *investment performance focused*, e distinguendo ulteriormente ciascuna di queste due categorie tra quegli studi che fossero *low carbon strategies focused* o meno. I primi considerano come metriche di riferimento misure come il ROE, ROA o lo *stock price*, i secondi invece si focalizzano su misure più vicine alla prospettiva dell'investitore e solitamente aggiustate per il rischio (*risk-adjusted*), come l'*Alpha* di Jensen o lo *Sharpe Ratio*.

I risultati hanno evidenziato una relazione positiva tra ESG e risultati finanziari per il 58% degli studi *corporate*, un impatto neutrale per il 13%, dei risultati misti, cioè la possibilità che uno stesso studio ottenga risultati positivi, negativi e neutrali) e dei risultati di relazione negativa per il solo 8% della totalità di questo

---

<sup>61</sup> Studio condotto sulle evidenze ottenute da altri studi precedenti

<sup>62</sup> New York University

<sup>63</sup> [https://www.stern.nyu.edu/sites/default/files/assets/documents/NYU-RAM\\_ESG-Paper\\_2021%20Rev\\_0.pdf](https://www.stern.nyu.edu/sites/default/files/assets/documents/NYU-RAM_ESG-Paper_2021%20Rev_0.pdf)

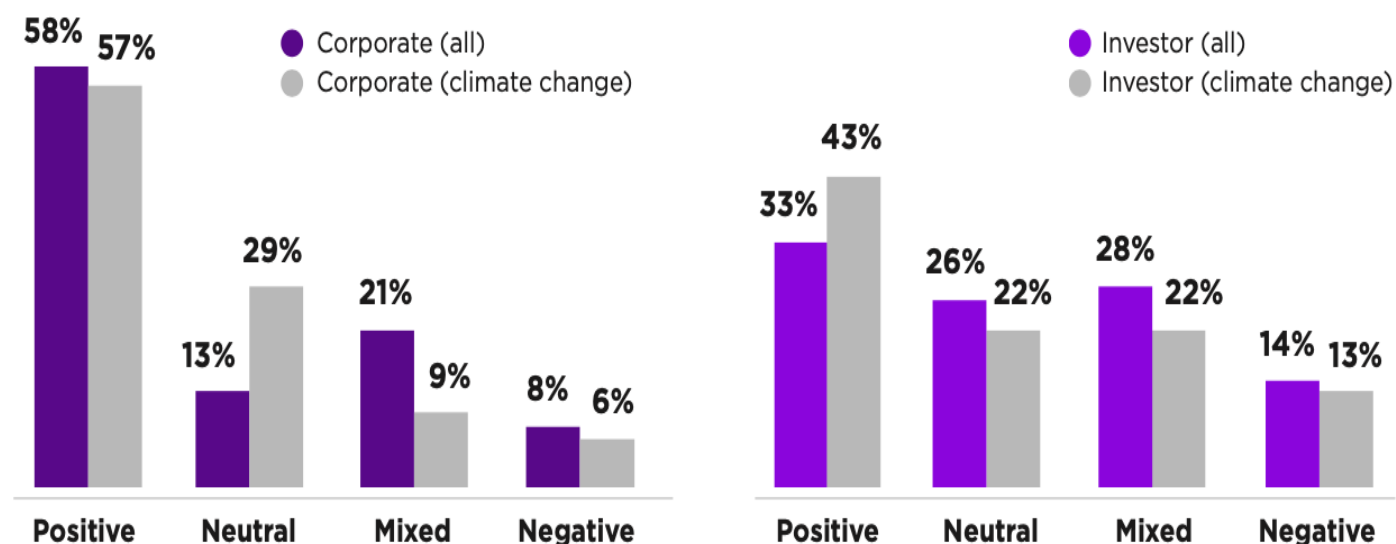
<sup>64</sup> Comparto di Rockefeller Capital Management che offre servizi di investimento in ambito azionario e del reddito fisso



sottogruppo di analisi. Per quanto riguarda gli studi di tipo *investment performance*, si è ricavata una relazione positiva per il 59% degli studi nel campione e una relazione di tipo negativo per il solo 14%.

Gli studi focalizzati sulle strategie *low carbon* hanno evidenziato, per quanto riguarda il lato *corporate*, dei risultati positivi per il 59%, neutrali per il 29%, misti per il 9% e negativi per il restante 6%. Rispetto al lato *investors* si segnalano invece risultati positivi per il 43% degli studi analizzati, 22% neutrali, 22% misti e risultati di relazione ESG e di risultati finanziari negativi per il rimanente 13%.

Figura 17: Prospetto riassuntivo dei risultati del metastudio condotto da NYU



Fonte: ESG and Financial Performance: Uncovering the Relationship by Aggregating Evidence from 1,000 Plus Studies Published between 2015 – 2020, 2020, <https://www.stern.nyu.edu>

Sulla base di queste evidenze (senza mai scordare che, in ogni caso, quando si fa riferimento a studi di questo genere su questo tema vi sono sempre delle problematiche di fondo che tendono a minare la bontà dei risultati ottenuti) sono sei gli spunti chiave (*key take-aways*) che ci vengono suggeriti dagli autori del metastudio:

- 1) Il miglioramento delle performance finanziarie collegato ai fattori ESG diviene più marcato al crescere dell'orizzonte temporale di riferimento.
- 2) Le strategie di Integrazione ESG sembrano performare meglio rispetto a quelle di *Screening* negativo.
- 3) Investire nei fattori ESG sembra garantire una protezione contro i ribassi (*downside protection*), specialmente durante crisi sociali o economiche.
- 4) L'implementazione di iniziative sostenibili a livello societario sembra guidare le prestazioni finanziarie grazie a una maggiore capacità di gestione del rischio e un maggior livello di innovazione.
- 5) Le strategie di mitigazione del cambiamento climatico attraverso un minor utilizzo di carbonio migliorano le *performance* finanziarie.
- 6) La *disclosure* ESG di per sé risulta insufficiente per guidare i risultati finanziari ottenibili.

Sulla base di questi sei spunti di riflessione che il metastudio estrapola, è possibile definire la base per la conclusione dello studio stesso. Si può infatti asserire che a fronte dell'analisi condotta su oltre mille *papers* ed articoli, pubblicati dal 2015 in avanti ed incentrati sull'analisi della relazione tra fattori di sostenibilità e *performance* finanziaria, vi sia una via via crescente e sempre maggior consapevolezza di come una migliore gestione aziendale dei problemi ESG tipici, vada a riscontrarsi nel miglioramento dei risultati sintetizzabili nelle metriche operative di reddito (o *corporate focused* come le avevamo definite prima) come il ROE, il ROA o il prezzo delle azioni. Per quanto riguarda la visione più concentrata sulla prospettiva degli investitori, che mirano alla costruzione di portafogli in grado di *over* performare, ergo generare *Alpha* positivi, alcune strategie ESG sembrano maggiormente in grado di garantire l'ottenimento di *excess returns* (rendimenti in eccesso) rispetto a strategie di investimento tradizionali, soprattutto con riferimento a scelte di orientate al lungo termine. In ogni caso, è opportuno notare come la maggior parte dei risultati delle analisi indichino una relazione positiva tra ESG e *performance* finanziaria e come solo una piccola porzione degli studi analizzati abbia invece riconosciuto una relazione negativa tra le due variabili.

Il metastudio conclude, infine, evidenziando gli altrocché assenti limiti degli articoli oggetto dello studio e più in generale delle analisi condotte sul tema della sostenibilità. Infatti, si evidenzia come, seppur riconoscendo un rapporto positivo tra ESG e risultati finanziari, gli studi non vadano a fornire le informazioni necessarie a comprendere quali siano le ragioni di fondo che vadano a spiegare il motivo di tali correlazioni. Questa mancanza viene riferita a diversi elementi: solo poche analisi si concentrano su fattori fondamentali, legati sia alla sostenibilità che alle *performance* finanziarie, come l'innovazione e l'efficienza operativa, o ancora, gli studi condotti sugli SRI non sempre tengono in considerazione le diverse caratteristiche delle strategie adottate in termini di implicazioni che ciascuna di esse può apportare nelle *performance* ottenute, non distinguendo quindi, in maniera appropriata né le strategie di investimento adottate né tantomeno le *asset classes* prese in considerazione per la determinata iniziativa.

### 3.3 Metodologia di calcolo dell'ESG Score di Refinitiv

Prima di procedere con la illustrazione del secondo studio, occorre fare una precisazione. Questa analisi, infatti, si differenzia da quella vista precedentemente, condotta da una importante università e su un campione smisurato di osservazioni e di società analizzate. Questo studio è stato sostenuto da noi direttamente attraverso un'analisi di correlazione basata sui dati ottenuti attraverso l'accesso alla piattaforma digitale di raccolta dati Refinitiv<sup>65</sup>. I dati che abbiamo considerato sono stati da una parte rappresentativi della *performance* ESG e, dall'altra, di quella reddituale. La misura di riferimento scelta per quantificare la sostenibilità delle società analizzate è lo Score ESG fornito da Refinitiv stesso. Vediamo quindi, (come avevamo già fatto per altri *rating* ESG nel secondo capitolo) prima di spiegare l'analisi e i risultati di questa, quale è la metodologia utilizzata per la costruzione di questo punteggio di sostenibilità.

---

<sup>65</sup> [www.refinitiv.com](http://www.refinitiv.com)

Il *database* Datastream, il quale è alla base di Refinitiv, elabora una valutazione etica chiamata, appunto, Score ESG. Essa altro non è se non una valutazione numerica che restituisce quantitativamente l'impegno dimostrato dalle aziende riguardo ai temi della Sostenibilità. Il calcolo dello score segue un approccio di tipo *data-driven*: vengono cioè costantemente analizzate esclusivamente informazioni di dominio pubblico, solitamente fornite dalle aziende stesse. Questo approccio permette di evitare la definizione anticipata di un modello valutativo. Infatti, è in base ai dati del settore e del Paese di riferimento, che la valutazione risulta essere standardizzata. Alla base della creazione del punteggio ESG di Refinitiv vi sono quattro principi fondamentali:

1. Principio di rilevanza: gli aspetti valutati e l'importanza attribuita dipendono dal settore di riferimento;
2. Principio di trasparenza: viene data grande importanza alla quantità e alla qualità delle informazioni fornite dalle aziende stesse, in modo da valutare non solo l'impegno dimostrato nelle diverse aree valutate ma anche la capacità comunicativa;
3. Standardizzazione della valutazione rispetto a parametri di riferimento a livello nazionale e settoriale;
4. Valutazione numerica del punteggio: assegnazione di un valore numerico (da 0 a 100) alla valutazione, per consentirne una comprensione immediata e semplice.

Nonostante il processo sia guidato dai dati (*data-driven*) e utilizzi algoritmi, il parere fornito da esperti in materia, rimane fondamentale affinché sia possibile massimizzare la qualità delle informazioni valutate e comprendere appieno lo sforzo dimostrato dall'azienda nel suo insieme. L'ESG Score è calcolato a partire da cinquecento parametri raggruppati in dieci categorie, attinenti ai tre pilastri fondamentali della sostenibilità: *Environment, Social e Governance*. Il peso di ponderazione assegnato ai pilastri Ambiente (E) e Sociale (S) varia in base al settore di riferimento, mentre il peso assegnato al pilastro di Governance (G) è fissato e costante. Le fasi del processo di valutazione sono le seguenti:

1. Valutazione dei punteggi per categorie ESG: prima analisi numerica dei dati;
2. Matrice di rilevanza: le informazioni vengono filtrate in base al tipo di azienda valutata;
3. Calcolo dello Score ESG complessivo e del punteggio per pilastro: le informazioni elaborate vengono analizzate per calcolare i punteggi per i singoli pilastri e, successivamente, produrre il punteggio finale.

### **3.4 Correlazione tra ESG Scores e performance finanziaria nel settore energetico italiano**

#### **3.4.1 Introduzione allo studio**

Il secondo studio proposto e portato in esame è un'analisi della relazione tra *ESG Score* e *performance* finanziaria nel settore energetico italiano. La scelta è ricaduta su questo settore non certo per l'ampia selezione di campioni disponibili, che al contrario si contano sulla punta delle dita di due mani, bensì per l'importanza che questa *industry*, come direbbero gli inglesi, ha nel contesto della sostenibilità e di qualsiasi altro discorso legato all'ambiente in primis, nonché agli altri pilastri ESG.

Si evidenzino ora le modalità attraverso la quale questo studio (molto semplificatamene) è stato attuato. L'idea alla base dello stesso è quella che già nel paragrafo introduttivo al capitolo era stata esposta e sulla quale ci eravamo dilungati: una relazione di tipo causale tra risultati sostenibili e reddituali.

### 3.4.2 Metodologia dello studio

Lo studio condotto altro non è se non una semplice (e ai più esperti persino banale) analisi di correlazione. Cioè un'analisi finalizzata a valutare se, come e con quale forza, due variabili si muovono una rispetto all'altra. Si vuole valutare, quindi, se a buoni risultati in termini di sostenibilità, corrispondano risultati altrettanto positivi in termini finanziari. Per giungere all'ottenimento di una misura rappresentativa di questa relazione, si è considerato l'indice di Pearson (R), valore definito dividendo la covarianza ottenuta tra due variabili per il prodotto delle deviazioni standard di ciascuna di esse. Questo aggiustamento ha una duplice importanza, poiché da una parte restituisce un valore quantitativamente interpretabile che, se positivo indica una relazione lineare allo stesso modo positiva, indicando come le variabili si muovano nella stessa direzione (ad esempio se una cresce l'altra cresce e viceversa), se negativo il contrario e se, ancora, nullo la mancanza di una vera e propria relazione tra le variabili considerate. D'altra parte, l'utilizzo di questo indice, anche noto più semplicemente come R è quello di garantire l'ottenimento di un valore sempre compreso tra -1 e 1 permettendo, a differenza della covarianza che pur esprimendo lo stesso significato, da' la possibilità di meglio comprendere la potenza della relazione tra i dati. Infatti, la covarianza, che si ottiene come la sommatoria dei prodotti degli scarti medi delle due variabili restituisce come *output* un valore in termini assoluti, quindi difficilmente interpretabile, mentre la correlazione garantisce la relativizzazione di questo risultato e quindi ne migliora la comprensibilità.

$$R = \frac{Cov(X; Y)}{\sigma_x * \sigma_y} \text{ }^{66}$$

$$Cov = \sum_{i=1}^T [(X_i - X_{avg}) * (Y_i - Y_{avg})] \text{ }^{67}$$

### 3.4.3 Il settore energetico italiano

Il settore energetico italiano rappresenta per l'economia del paese, un elemento fondamentale, sia a livello economico, sia a livello sociale, essendo cruciale per il benessere della popolazione. Esso comprende la produzione, la distribuzione e il consumo di energia in tutte le sue forme, tra cui l'elettricità, il petrolio, il gas naturale e le fonti rinnovabili. <sup>68</sup>Nel 2021, seguendo i dati rilasciati dal Ministero della Transizione Ecologica, l'economia italiana in generale ha registrato una forte espansione, seguendo il trend segnato a livello internazionale e caratterizzato da una reazione positiva allo shock pandemico dell'anno precedente: il valore aggiunto complessivo generato dai settori produttivi è aumentato in termini di volume del 6,5% e il settore energetico è cresciuto del 4,9%.

<sup>66</sup> Dove  $\sigma_x$  e  $\sigma_y$  rappresentano gli scarti medi delle variabili X ed Y (la deviazione standard)

<sup>67</sup> Dove  $X_{avg}$  e  $Y_{avg}$  rappresentano i valori medi della distribuzione dei valori per le variabili X ed Y

<sup>68</sup> [https://dgsaie.mise.gov.it/pub/sen/relazioni/relazione\\_annuale\\_situazione\\_energetica\\_nazionale\\_dati\\_2021.pdf](https://dgsaie.mise.gov.it/pub/sen/relazioni/relazione_annuale_situazione_energetica_nazionale_dati_2021.pdf)

La disponibilità energetica italiana è costituita per il 40,9% dal gas naturale, per il 32,9% da petrolio e prodotti petroliferi, per il 19,5% da rinnovabili e bioliquidi, per il 3,6% da combustibili solidi, per il 2,4% da energia elettrica e per lo 0,8 % dai rifiuti non rinnovabili. Inoltre, il nostro Paese si conferma dipendente da fonti energetiche estere: a rafforzare questa posizione sono i dati del 2021, dove la produzione nazionale di fonti energetiche è diminuita del 3,4% mentre le importazioni nette di energia sono aumentate dell'8,3%. Ancora, l'indice del grado di dipendenza del Paese dalle fonti energetiche estere, espresso come la quota di importazioni nette rispetto alla disponibilità energetica lorda, è aumentato nel periodo dal 73,5% del 2020 al 74,9% del 2021. Nel 2021, si è anche incrementato il consumo finale energetico dell'11,4% rispetto all'anno precedente attestandosi a 114.781 migliaia di tonnellate equivalenti di petrolio. L'aumento ha riguardato tutti i settori, in particolare i trasporti (+22,1%), il residenziale (+8,2%) e l'industria (+6,7%).

Le principali fonti energetiche:

- **Petrolio:** L'Italia è un modesto produttore di petrolio e dipende in gran parte dalle importazioni estere, come abbiamo già detto, per soddisfare la domanda nazionale. Le raffinerie italiane lavorano il greggio importato per ottenere prodotti petroliferi come benzina, diesel e carburanti per l'aviazione.
- **Gas naturale:** L'Italia è uno dei principali consumatori di gas naturale in Europa e anche in questo caso è in gran parte dipendente dalle importazioni, con la Russia che per lungo tempo ne è stato il fornitore principale (ad oggi i valori di import russi sono in caduta libera, segnando a maggio 2023 una diminuzione del -73%)<sup>69</sup>
- **Elettricità:** Il mix energetico dell'Italia è diversificato e comprende fonti tradizionali come il carbone e il nucleare (dove la Francia è il principale fornitore), oltre alle fonti rinnovabili. Negli ultimi anni, anche grazie alle spinte ottenute mediante all'incremento della risonanza della questione della sostenibilità, si è notata una tendenza a ridurre il ruolo delle fonti fossili e ad aumentare la quota di energia prodotta da fonti rinnovabili.
- **Fonti rinnovabili:** L'Italia ha un grande potenziale per lo sviluppo di fonti rinnovabili, godendo di uno scenario geografico adatto alla produzione di diverse tipologie di fonti sostenibili come l'energia solare, l'energia eolica, l'energia idroelettrica e la biomassa.

Se è vero che l'Italia ha affrontato diverse sfide nel settore energetico, tra cui su tutte la forte dipendenza dalle importazioni di energia e l'obsolescenza di alcune infrastrutture energetiche nonché l'aumento dei costi energetici, è anche vero che il Paese ha anche fatto progressi nella transizione ecologica verso un sistema energetico più sostenibile, con una rinnovata attenzione alle fonti rinnovabili e all'efficienza energetica.

Vediamo ora alcune delle principali società energetiche italiane, che formano il campione di riferimento per lo studio condotto, e che hanno un ruolo significativo nel settore energetico del paese:

- **Eni S.p.A.<sup>70</sup>:** Eni è una delle principali compagnie petrolifere e di gas italiane e una delle maggiori società energetiche a livello globale. Opera in tutte le fasi del ciclo di produzione, dalla ricerca e

<sup>69</sup> <https://www.ilsole24ore.com/art/gas-import-russia-caduta-libera-mentre-balza-quello-gnl-via-nave-AEP1c1PD>

<sup>70</sup> <https://www.eni.com/it-IT/home.html>

l'esplorazione di petrolio e gas naturale alla raffinazione e distribuzione di prodotti petroliferi. Inoltre, Eni è attiva nello sviluppo di tecnologie innovative e nella promozione di energie rinnovabili.

- Enel S.p.A.<sup>71</sup>: Enel è una delle principali utility italiane e una delle maggiori aziende elettriche al mondo. Opera nella produzione, distribuzione e vendita di energia elettrica e gas naturale. Enel è fortemente impegnata nella transizione verso le fonti rinnovabili ed è attiva in progetti di energia solare, eolica, idroelettrica e geotermica.
- Snam S.p.A.<sup>72</sup>: Snam è una società energetica specializzata nel trasporto e nella distribuzione di gas naturale. Gestisce e mantiene una vasta rete di gasdotti in Italia ed è coinvolta in progetti di sviluppo di infrastrutture per l'approvvigionamento energetico.
- Saipem S.p.A.<sup>73</sup>: Saipem è una società per azioni costituita nel 1956 e operante nel settore della prestazione di servizi per il settore dell'energia e delle infrastrutture. Il suo portafoglio ordini è legato per il 76% a progetti nel settore del gas, delle rinnovabili e della transizione energetica.
- Edison S.p.A.<sup>74</sup>: Edison è una società energetica con attività nel settore elettrico e del gas naturale. È coinvolta nella produzione, distribuzione e commercializzazione di energia elettrica e gas, con particolare attenzione all'efficienza energetica e alle fonti rinnovabili.
- Acea S.p.A.<sup>75</sup>: Acea è una società attiva nella distribuzione di gas naturale in diverse regioni italiane. Si occupa di fornire gas ai clienti finali e di sviluppare infrastrutture per la distribuzione.
- A2A S.p.A.<sup>76</sup>: A2A è una società multinazionale attiva nel settore dell'energia, dell'ambiente e dei servizi. Si occupa di produzione, distribuzione e vendita di energia elettrica e gas naturale, oltre a essere coinvolta in progetti di energia da fonti rinnovabili.

Queste sono solo alcune delle principali società energetiche italiane, e ci sono anche altre aziende minori e nuovi attori che contribuiscono al dinamismo e alla diversificazione del settore energetico del paese.

---

<sup>71</sup> <https://www.enel.it>

<sup>72</sup> <https://www.snam.it/it/home.html>

<sup>73</sup> <https://www.saipem.com/it>

<sup>74</sup> <https://www.edison.it/it>

<sup>75</sup> <https://www.acea.it>

<sup>76</sup> <https://www.a2aenergia.eu>

### 3.4.4 Lo studio e i suoi risultati

Una volta comprese le modalità metodologiche di attuazione e visto, seppur in modo molto veloce, il contesto sulla quale questo studio si sofferma, andiamo a vedere un po' meglio quali siano stati i risultati e le conclusioni ottenibili da questa analisi, siano essi a supporto o contro la nostra tesi secondo la quale la sostenibilità genera valore tangibile. Prima di procedere al commento dei risultati, occorre però un'ultima ma fondamentale premessa: lo studio di correlazione è stato effettuato su una duplice dimensione, sia dal punto di vista temporale, sia rispetto alla metrica di misurazione della *performance* finanziaria. Infatti, si è considerato che gli effetti prodotti dalle iniziative sostenibili, quantificate dall' ESG Score di Refinitiv, generino effetti finanziaria espressi dal ROE<sup>77</sup> e dal ROA<sup>78</sup> (duplice dimensione di valutazione degli effetti finanziari generati) non immediati. Per questo si è optato per valutare la correlazione tra misure di sostenibilità riferite all'anno t e misure finanziarie riferite all'anno t+1 e t+2 (duplice dimensione temporale dello studio). La scelta di legare gli effetti all'anno seguente o al più a due anni dopo è stata obbligatoria, poiché prima del 2016 nessuna delle società analizzate godeva della stima di un ESG Score. Procediamo dunque ad analizzare i risultati dello studio valutando scenario per scenario. Vediamo per primo lo studio di correlazione a un anno tra ESG Score e ROE (tabella di sotto).

Figura 18: Correlazione ad 1 Anno tra ESG Score e ROE

ROE 1 Y EFFECTS	ESG SCORES (REFITVE ESG COMBINED SCORE)				AVG	DEV STD	FINANCIAL PERFORMANCE (ROE)				AVG	ST.DEV
	COMPANIES	2021	2020	2019			2018	2022	2021	2020		
1 AZA	72,3	81,4	80,9	66,1	75,2	7,4	0,095	0,139	0,108	0,120	0,116	0,019
2 ACEA	61,2	63,1	71,4	73,5	67,3	6,0	0,126	0,153	0,149	0,158	0,147	0,014
3 EDISON	38,8	40,1	57,3	65,0	50,3	12,9	0,025	0,073	0,033	0,022	0,038	0,024
4 ENEL	48,1	51,6	48,1	81,3	57,3	16,1	0,136	0,106	0,088	0,070	0,100	0,028
5 ENI	46,1	53,5	46,6	45,9	48,0	3,7	0,280	0,142	- 0,202	0,003	0,056	0,206
6 SAIPEM	46,6	75,1	51,1	47,7	55,1	13,5	- 0,263	- 1,481	- 0,326	0,003	- 0,517	0,658
7 SARAS	52,1	52,5	47,9	54,6	51,8	2,8	0,415	0,011	- 0,298	0,024	0,038	0,292
8 SNAM	84,6	91,5	84,7	90,6	87,8	3,7	0,091	0,218	0,173	0,178	0,165	0,053

COMPANIES	ESG SCOREI - AVG				ROEI - AVG				COVARIANZA	CORRELAZIONE
	2021	2020	2019	2018	2022	2021	2020	2019		
1 AZA	-2,9	6,2	5,8	-9,1	-0,021	0,024	-0,008	0,004	0,017	0,126
2 ACEA	-6,1	-4,2	4,0	6,2	-0,021	0,006	0,002	0,012	0,026	0,299
3 EDISON	-11,5	-10,2	7,0	14,7	-0,013	0,035	-0,005	-0,016	-0,068	-0,224
4 ENEL	-9,2	-5,6	-9,2	24,0	0,036	0,006	-0,012	-0,030	-0,140	-0,308
5 ENI	-1,9	5,5	-1,4	-2,1	0,224	0,086	-0,258	-0,053	0,073	0,096
6 SAIPEM	-8,5	20,0	-4,0	-7,5	0,254	-0,964	0,191	0,520	-3,723	-0,420
7 SARAS	0,3	0,7	-3,9	2,8	0,377	-0,027	-0,336	-0,014	0,196	0,240
8 SNAM	-3,2	3,6	-3,1	2,8	-0,074	0,053	0,008	0,013	0,063	0,320
										0,016

Fonte: Studio sulla Correlazione tra ESG Score e Performance Finanziarie, 2023

Come possiamo vedere dalla figura di sopra, a ciascun ESG Score viene ricondotto il ROE corrispondente all'anno successivo, espressione del generarsi ex-post degli effetti finanziari della sostenibilità.

<sup>77</sup> Return On Equity: Reddito Netto/ Capitale Proprio, misura il rendimento ottenuto dai soci.

<sup>78</sup> Return On Assets, Reddito Operativo/ Capitale Investito, misura la redditività dell'azienda in base alle risorse che questa utilizza nello svolgere la propria attività economica

Il risultato complessivo ed aggregato dello studio, per questo scenario, è una indice di correlazione di 0,034, quindi un valore positivo ma molto basso. Seppur questa grandezza indichi tendenzialmente una mancanza di correlazione, o al più, una leggerissima correlazione in quanto molto basso, d'altra parte sono molti gli spunti da valutare. Innanzitutto, si noti che questo risultato è dato dalla media dei risultati ottenuti per ciascuna delle società che compongono il nostro campione, che ora andremo a commentare più da vicino; si valuti, inoltre, che in ogni caso il valore di R è comunque positivo, e forse questo suo basso ammontare è dovuto al fatto che un anno di tempo non è abbastanza per rappresentare a pieno il concretizzarsi degli effetti sul ROE, generati dall'implementazione di strategie e iniziative sostenibili.

Per quanto riguarda l'analisi dei singoli risultati delle società del campione, può notarsi un aspetto molto interessante e soprattutto che avvalorata la nostra tesi; infatti, le società che, nell'intervallo temporale considerato, hanno ottenuto i migliori punteggi di sostenibilità sono anche le stesse che hanno truardato i migliori risultati dal punto di vista finanziario, possiamo prendere come esempio positivo Snam ( ESG Score medio: 87,8 ROE medio: 16,1%) mentre come esempio negativo Saipem ( ESG Score medio: 58 ROE medio: -69%). Questa corrispondenza può essere facilmente colta anche grazie alla formattazione condizionale impostata sui valori medi, per l'orizzonte temporale considerato. Essa, infatti, permette di evidenziare con tonalità di verde i valori più alti (quindi migliori), di giallo quelli normali e di rosso quelli più bassi (quindi peggiori). Si noti che per alti valori di ESG Score medio tra il 2021 e 2018 corrispondono sempre alti valori del ROE medio per il periodo 2022-2019, sostenendo la tesi che alte *performance* di sostenibilità corrispondono ad alte *performance* finanziarie e che anzi queste ultime debbano parte di esse proprio alle iniziative sostenibili. Vediamo a questo punto il secondo scenario analizzato (seconda tabella sotto riportata), il caso della correlazione tra ESG Score e ROE, stavolta riferito a due anni dopo (t+2) rispetto al punteggio di sostenibilità.

Figura 19: Correlazione a 2 Anni tra ESG Score e ROE

ROE 2 Y EFFECTS	ESG SCORES (REFITIVE ESG COMBINED SCORE)			AVG	DEV STD	FINANCIAL PERFORMANCE (ROE)			AVG	ST.DEV
	2020	2019	2018			2022	2021	2020		
<b>COMPANIES</b>										
1 A2A	81,4	80,9	66,1	76,1	8,7	0,095	0,139	0,108	0,114	0,023
2 ACEA	63,1	71,4	73,5	69,3	5,5	0,126	0,153	0,149	0,143	0,015
3 EDISON	40,1	57,3	65,0	54,1	12,8	0,025	0,073	0,033	0,044	0,026
4 ENEL	51,6	48,1	81,3	60,4	18,2	0,136	0,106	0,088	0,110	0,024
5 ENI	53,5	46,6	45,9	48,7	4,2	0,280	0,142	0,202	0,073	0,248
6 SAIPEM	75,1	51,1	47,7	58,0	14,9	- 0,263	- 1,481	- 0,326	0,690	0,686
7 SARAS	52,5	47,9	54,6	51,7	3,4	0,415	0,011	0,298	0,043	0,358
8 SNAM	91,5	84,7	90,6	88,9	3,7	0,091	0,218	0,173	0,161	0,064
	ESG SCOREI - AVG			ROEI - AVG			COVARIANZA	CORRELAZIONE		
<b>COMPANIES</b>	2020	2019	2018	2022	2021	2020				
1 A2A	5,2	4,8	-10,0	-0,019	0,025	-0,006	0,012	0,059		
2 ACEA	-6,2	2,0	4,2	-0,017	0,010	0,006	0,022	0,270		
3 EDISON	-14,1	3,2	10,9	-0,019	0,029	-0,011	0,034	0,105		
4 ENEL	-8,7	-12,2	21,0	0,026	-0,004	-0,022	-0,091	-0,206		
5 ENI	4,8	-2,0	-2,8	0,207	0,069	-0,275	0,232	0,223		
6 SAIPEM	17,1	-6,8	-10,3	0,427	-0,791	0,364	1,281	0,125		
7 SARAS	0,9	-3,8	2,9	0,372	-0,032	-0,341	-0,079	-0,065		
8 SNAM	2,5	-4,2	1,7	-0,070	0,057	0,012	-0,057	-0,239		
										0,034

Fonte: Studio sulla Correlazione tra ESG Score e Performance Finanziarie, 2023



Il secondo scenario considerato offre la possibilità sia di avvalorare quanto già detto rispetto alla corrispondenza tra valori medi, sia soprattutto rispetto alla tesi, secondo la quale gli effetti della sostenibilità si generano nel medio lungo termine, e non nell'immediato. Infatti, seppur due anni non possano propriamente definirsi medio lungo termine, si può assistere a un miglioramento nel valore complessivo della correlazione del campione, che passa da 0,034 a 0,045. Ciò ci fa intendere quanto già esplicitato e ripetuto: gli effetti finanziari derivanti dalla sostenibilità si mostrano in modo tangibile non nel breve termine ma nel medio lungo periodo. Le spiegazioni a questa conclusione sono molteplici: l'implementazione delle iniziative sostenibili di rado coincide temporalmente con il verificarsi di entrate da esse derivanti, o ancora, gli effetti finanziari generati dalle politiche rivolte alla sostenibilità la maggior parte delle volte non creano effetti diretti, ma al contrario indiretti, quindi più rivolti verso la riduzione di esternalità negative e un conseguente miglioramento nei costi, quindi sul reddito finale, e proprio per questo motivo, è necessario più tempo. Nonostante la nostra analisi si fermi, per motivi di database, a due anni, siamo convinti che se avessimo condotto questa stessa analisi tra cinque anni e quindi avuto a disposizione un numero di risultati più ampio, diciamo almeno decennale, per ciascuna società campione, il risultato finale espresso dall'indice R sarebbe stato ancor più elevato, e dimostrato ancor di più la validità della tesi sostenuta.

Figura 20: Correlazione ad 1 Anno tra ESG Score e ROA

ROA 1 Y EFFECTS	ESG SCORES (REFITIVE ESG COMBINED SCORE)				AVG	DEV STD	FINANCIAL PERFORMANCE (ROA)				AVG	DEV STD
	COMPANIES	2021	2020	2019			2018	2022	2021	2020		
1 AZA	72,3	81,4	80,9	66,1	75,2	7,4	0,020	0,036	0,032	0,037	0,031	0,008
2 ACEA	61,2	63,1	71,4	73,5	67,3	6,0	0,028	0,034	0,035	0,035	0,033	0,003
3 EDISON	38,8	40,1	57,3	65,0	50,3	12,9	0,010	0,033	0,018	0,013	0,019	0,010
4 ENEL	48,1	51,6	48,1	81,3	57,3	16,1	0,024	0,020	0,021	0,020	0,021	0,002
5 ENI	46,1	53,5	46,6	45,9	48,0	3,7	0,096	0,047	-0,074	0,001	0,018	0,072
6 SAIPEM	46,6	75,1	51,1	47,7	55,1	13,5	-0,026	-0,211	-0,092	0,007	-0,081	0,096
7 SARAS	52,1	52,5	47,9	54,6	51,8	2,8	0,104	0,020	-0,079	0,008	0,013	0,075
8 SNAM	84,6	91,5	84,7	90,6	87,8	3,7	0,022	0,056	0,044	0,046	0,042	0,014

COMPANIES	ESG SCOREI - AVGi				ROAi - AVGi	COVARIANZA	CORRELAZIONE			
	2021	2020	2019	2018				2022	2021	2020
1 AZA	- 2,9	6,2	5,8	- 9,1	-0,011	0,005	0,001	0,006	0,002	0,036
2 ACEA	- 6,1	- 4,2	4,1	6,2	-0,005	0,001	0,002	0,002	0,007	0,329
3 EDISON	- 11,5	- 10,2	7,0	14,7	-0,009	0,015	-0,001	-0,006	- 0,019	-0,146
4 ENEL	- 9,2	- 5,7	- 9,2	24,0	0,003	-0,001	0,000	-0,001	- 0,007	-0,216
5 ENI	- 1,9	5,5	- 1,4	- 2,2	0,079	0,030	-0,092	-0,017	0,024	0,093
6 SAIPEM	- 8,5	20,0	- 4,0	- 7,5	0,055	-0,131	-0,012	0,088	- 0,526	-0,406
7 SARAS	0,3	0,7	- 3,9	2,8	0,091	0,007	-0,092	-0,005	0,054	0,258
8 SNAM	- 3,2	3,6	- 3,2	2,8	-0,020	0,014	0,002	0,004	0,017	0,323
										0,034

Fonte: Studio sulla Correlazione tra ESG Score e Performance Finanziarie, 2023

Vediamo ora la stessa analisi condotta però considerando lo ESG Score di Refinitiv all'anno t e il ROA all'anno t+1 e t+2. Si noti che il ROA, pur essendo anch'esso un indice di redditività non si rifà alla redditività aziendale disponibile per i soci, ma piuttosto indica la redditività generata dalla gestione operativa e quindi dalle risorse utilizzate dalla società nello svolgimento delle operazioni caratteristiche. Per questo motivo

abbiamo considerato utile introdurre nell'analisi anche questo parametro, per valutare dunque, se tale correlazione esistesse anche a livello di redditività operativa. I risultati conclusivi sono stati praticamente gli stessi. Si è infatti mantenuta la corrispondenza tra valori medi per singola società e si è ripetuto l'ottenimento di valori dell'indice R di correlazione medio complessivo positivi ma molto bassi. Inoltre, come nell'analisi precedente anche in questo caso il valore dell'indice R è andato migliorandosi una volta considerato l'allungamento temporale nella formazione degli effetti generati dalla sostenibilità (da 0,016 a 0,045).

Figura 21: Correlazione a 2 Anni tra ESG Score e ROA

ROA 2 Y EFFECTS	ESG SCORES (REFITIVE ESG COMBINED SCORE)			AVG	DEV STD	FINANCIAL PERFORMANCE (ROA)			AVG	DEV STD
	COMPANIES	2020	2019			2018	2022	2021		
1 AZA	81,4	80,9	66,1	76,1	8,7	0,020	0,036	0,032	0,029	0,008
2 ACEA	63,1	71,4	73,5	69,3	5,5	0,028	0,034	0,035	0,032	0,004
3 EDISON	40,1	57,3	65,0	54,1	12,8	0,010	0,033	0,018	0,020	0,012
4 ENEL	51,6	48,1	81,3	60,4	18,2	0,024	0,020	0,021	0,022	0,002
5 ENI	53,5	46,6	45,9	48,7	4,2	0,096	0,047	-0,074	0,023	0,088
6 SAIPEM	75,1	51,1	47,7	58,0	14,9	-0,026	-0,211	-0,092	-0,110	0,094
7 SARAS	52,5	47,9	54,6	51,7	3,4	0,104	0,020	-0,079	0,015	0,092
8 SNAM	91,5	84,7	90,6	88,9	3,7	0,022	0,056	0,044	0,041	0,017

COMPANIES	ESG SCOREI - AVGI			ROAI - AVGI			COVARIANZA	CORRELAZIONE
	2020	2019	2018	2022	2021	2020		
1 AZA	6,2	5,8	-9,1	-0,011	0,005	0,001	-0,0069	-0,0957
2 ACEA	-4,2	4,1	6,2	-0,005	0,001	0,002	0,0053	0,2572
3 EDISON	-10,2	7,0	14,7	-0,009	0,015	-0,001	0,0261	0,1752
4 ENEL	-5,7	-9,2	24,0	0,003	-0,001	0	-0,0011	-0,0293
5 ENI	5,5	-1,4	-2,2	0,079	0,03	-0,092	0,0840	0,2291
6 SAIPEM	20,0	-4,0	-7,5	0,055	-0,131	-0,012	0,2445	0,1745
7 SARAS	0,7	-3,9	2,8	0,091	0,007	-0,092	-0,0309	-0,0988
8 SNAM	3,6	-3,2	2,8	-0,02	0,014	0,002	-0,0158	-0,2486
								0,045

Fonte: Studio sulla Correlazione tra ESG Score e Performance Finanziarie, 2023

Le conclusioni a cui si giunge guardando al quadro complessivo delineato dallo studio condotto sono principalmente tre:

1. Esiste una corrispondenza tra i valori medi relativi ai punteggi di sostenibilità e metriche di redditività, il che segnala l'effettiva esistenza di una relazione tra sostenibilità e *performance* finanziaria.
2. Il valore ottenuto nel calcolo dell'indice di correlazione complessivo migliora all'aumentare del periodo temporale considerato, indicando e suggerendo, come abbiamo già detto e ripetuto, che gli effetti concreti derivanti dalle strategie ESG si vadano a realizzare nel medio-lungo termine, e al contrario non siano visibili nel breve-brevissimo periodo.
3. Le informazioni a disposizione per la conduzione dello studio sono appena sufficienti alla costruzione e conduzione dello stesso. Servirebbe infatti, una maggior profondità e granularità di dati affinché l'analisi possa godere di piena consistenza e, soprattutto, fornire delle conclusioni più piene e delle

risposte ancor più soddisfacenti e puntuali alle domande e ai quesiti che vengono posti relativamente alla sostenibilità aziendale e ai suoi effetti sulle società interessate.

### **3.5 Relazione tra Costo del Capitale e Sostenibilità**

#### **3.5.1 La teoria alla base della relazione tra Sostenibilità e Costo del Capitale**

Una volta vista la definizione di Valore Aziendale e compresa la relazione tra *performance* finanziarie e sostenibilità, si approfondisca un ulteriore legame tra la sostenibilità e, in questo caso, il costo del capitale (rappresentato dal già citato WACC). Possiamo assumere l'esistenza di un rapporto inverso tra il costo del capitale, inteso come l'onerosità che un'azienda sostiene nel finanziamento delle proprie risorse e dato dalla somma ponderata del costo del capitale proprio (degli azionisti) e di quello di terzi (fonti di finanziamento esterne, quindi di debito, come ad esempio bancarie o obbligazionarie) e la sostenibilità aziendale. Infatti, ripartendo dal Discounted Cash Flow (DCF) come modello finanziario di riferimento per la stima dell'Enterprise Value (Valore del Capitale Economico) di una impresa, si possono distinguere due modalità attuabili affinché una società possa incrementare il proprio valore:

- Un miglioramento dal punto di vista delle *performance* reddituali
- Una riduzione del Costo del Capitale, ossia il WACC, il tasso di sconto utilizzato per l'attualizzazione dei Cash Flow in entrata ed in uscita futuri, la cui somma complessiva da' misura del Valore Aziendale complessivo

Se la prima strada è percorribile mediante diverse alternative, tra cui anche l'implementazione di strategie sostenibili, è la seconda modalità quella che più ci interessa è che, ovviamente, si lega al nostro discorso. Difatti, l'incidenza della sostenibilità sul Valore Aziendale, come avevamo peraltro già detto, non sempre si manifesta in via diretta (creazione di cassa), ma può al contrario manifestarsi indirettamente riducendo il rischio aziendale percepito dagli investitori e di conseguenza il rendimento da essi richiesto per investire, il WACC, ed incrementare l'Enterprise Value stimato. Appare facilmente intuibile il motivo per cui un minor rischio implichi un minor rendimento richiesto e quindi un minor costo per l'impresa finanziata; la risposta risiede nell'avversione al rischio, concetto alla base di molte teorie economiche, che definisce l'investitore come non avvezzo al rischio e, pertanto, l'assunzione di maggiori rischi deve essere compensato da un extra-rendimento, anche detto premio per il rischio. Ecco, quindi, perché un investitore richiederà un minor rendimento per investire in una società impegnata nella riduzione della propria esposizione ai rischi rispetto a quello richiesto per investire in una società rischiosa. Precisato questo importante elemento, torniamo alla relazione che si instaura tra costo del capitale e sostenibilità. Tale rapporto è stato oggetto di diversi studi autorevoli e, alla luce di queste ricerche, possiamo affermare che i risultati convergono verso una conclusione univoca: l'esistenza di una relazione effettiva di tipo negativo tra costo del capitale e sostenibilità, intesa come

elemento in grado di incrementare o diminuire la rischiosità percepita da un investitore rispetto a una determinata azienda. Riferendoci a una relazione di tipo negativo stiamo quindi dicendo che al migliorarsi degli aspetti di sostenibili riferiti ad una società, il costo del capitale tende a ridursi, in quanto si riduce allo stesso modo l'esposizione ai rischi dell'impresa, percepita dal mercato come più sostenibile, quindi più sicura. Quanto appena detto è stato oggetto di una importante ricerca condotta da Salvi, Petruzzella e Giakoumelou e inclusa nella pubblicazione "Does sustainability foster the cost of equity reduction? The relationship between corporate social responsibility and riskness worldwide"<sup>79</sup>. In essa gli autori riscontrarono una effettiva decrescita del costo del capitale di rischio nel momento in cui il livello di sostenibilità delle aziende di due diversi campioni, uno europeo e uno globale, andava al contrario ad incrementarsi, evidenziando peraltro una invarianza geografica, cioè coerenza di risultati indipendentemente dalla zona geografica considerata. Lo studio si focalizza su un aspetto in particolare, considerato il motivo principale alla base di tale relazione negativa: la sostenibilità aziendale, e più precisamente il livello di impegno che una società ha profuso nelle iniziative e strategie legate alla definisce una determinata reputazione per quest'ultima.

Tale reputazione, definita internamente all'analisi come: il giudizio complessivo che gli *stakeholder* hanno nei confronti di una specifica azienda potrà essere positiva (*goodwill*) o al contrario negativa (*badwill*). Sulla base di questa definizione appare chiaro che, al fine di garantire che una strategia sostenibile sia pienamente e fortemente efficace, avrà un ruolo centrale la capacità da parte della società stessa di coinvolgere il maggior numero di stakeholder e saper comunicare a quest'ultimi sia l'impegno che i risultati attesi e ottenuti delle azioni intraprese. Partendo da ciò, e quindi dal presupposto che una strategia sostenibile sia in grado di dare un impulso positivo alla reputazione di una società, gli autori hanno identificato due meccanismi validi affinché la reputazione aziendale possa incidere sul costo del capitale:

- Capacità della reputazione aziendale di segnalare agli investitori un'impresa di qualità
- La relazione tra reputazione aziendale e capacità comunicativa dell'impresa e la conseguente riduzione dei costi legati alle asimmetrie informative

Il punto focale del discorso e dello studio risiede nella riduzione del rischio percepito dagli investitori verso quelle imprese impegnate nel campo della sostenibilità.

Chiarito questo concetto e in generale questa relazione tra sostenibilità, rischio, rendimento e costo del capitale, possiamo pensare ad una ulteriore possibile motivazione alla base della riduzione del costo del capitale, sempre per mano della sostenibilità. Tale ulteriore ragione va individuata nell'incremento dei *Sustainable and Responsible Investments* (SRI), gli investimenti sostenibili di cui abbiamo largamente trattato e che abbiamo profondamente analizzato nei capitoli precedenti. Infatti, la presenza di investitori sensibili agli

---

<sup>79</sup> Salvi, A., Petruzzella, F., e Giakoumelou, A. (2018), "Does sustainability foster the cost of equity reduction? The relationship between corporate social responsibility (CSR) and riskness worldwide".

SRI (i cosiddetti *green investors*) tende ad incrementare la domanda di titoli in imprese sostenibili, di conseguenza un incremento della domanda definisce e comporta una riduzione del prezzo pagato dalla società finanziata, quindi, una riduzione del rendimento richiesto dagli investitori stessi. Questo meccanismo sottintende la presenza di un *risk-premium*, un extra rendimento che, sempre per il discorso dell'avversione al rischio che contraddistingue l'investitore medio, viene richiesto affinché si vada a indirizzare le proprie risorse in società dalla dubbia responsabilità sociale, ambientale e di *governance*. Proprio ripartendo da queste conclusioni gli studiosi Heinkel, Kraus e Zechner hanno individuato due spunti interessanti:

- La presenza di una relazione positiva tra costo del debito e livello di sostenibilità aziendale
- Una relazione negativa tra costo del capitale di rischio e livello di sostenibilità (come prima)

In questo caso gli autori hanno definito una doppia relazione, una di tipo negativo ed una di tipo positivo. Lo studio <sup>80</sup>in questione rileva che l'aumento del livello di sostenibilità aziendale comporta un aumento del costo del debito da una parte e, dall'altra, una riduzione del costo del capitale di rischio. L'effetto complessivo che si ottiene è definito da una relazione negativa tra sostenibilità e costo del capitale complessivo conseguenza della preponderanza dell'effetto della sostenibilità sul costo del capitale di rischio rispetto all'effetto che la stessa sostenibilità genera sul costo del debito. Anche questo studio converge ai risultati già visti precedentemente e riassumibili nel legame inverso tra sostenibilità e costo del capitale. A questo punto è opportuno citare un ulteriore studio, quello condotto dagli autori Feng, Wang e Huang<sup>81</sup> che, sulla base dell'intuizione secondo cui l'intensità e la significatività di questa relazione tra ESG e WACC sia fortemente influenzato da contesto istituzionale e sociale nonché dal settore e dall'industria di appartenenza, hanno profuso i loro studi per giungere a una importante conclusione. Essi, infatti, hanno determinato come l'intensità della relazione oggetto dello studio fosse maggiore per quei Paesi più inclini ad essere considerati come *stakeholder-oriented*, ovvero caratterizzati da una maggioranza di società orientate verso gli *stakeholders* e quindi più propense al livello del *top management* ad intraprendere scelte ed azioni, basate su una serie di valori di responsabilità sociale, rivolte al soddisfacimento di questi ultimi, siano essi clienti, investitori o dipendenti.

Gli studi presi in considerazione tendono al consolidamento dell'ipotesi dell'esistenza di un rapporto negativo tra sostenibilità e costo del capitale complessivo e capitale di rischio, giungendo tutti a questa conclusione finale. Stessa cosa non può dirsi però con riferimento al costo del debito, per cui in questo caso non vi è convergenza di risultati e non si può affermare l'esistenza di una relazione negativa tra esso e sostenibilità. Al contrario, si può invece affermare ed evidenziare la tendenza dei creditori ad attribuire una maggior importanza ai *rating* creditizi di stampo tradizionale rispetto ai *rating* ESG o altri indicatori di *performance* etica. Tutto

---

<sup>80</sup> Heinkel, R., Kraus, A., e Zechner, J. (2001), "The Effect of Green Investment on Corporate Behavior".

<sup>81</sup> Feng, Z., Wang, M., e Huang, H. (2015), "Equity Financing and Social Responsibility: Further International Evidence".

ciò ha portato a pensare che la relazione tra queste due variabili non sia propriamente esprimibile come negativa o positiva, ma possa essere definita, piuttosto, mediante una relazione a forma di U capovolta (concava) per la quale esista un livello ottimale di sostenibilità, espresso in termini di iniziative e strategie SRI realizzate, al quale corrisponda un livello minimale del costo del debito.

### 3.5.2 Il Sustainability Discounted Cash Flow Method (SDCF)

Quanto espresso nel paragrafo precedente è fondamentale per la comprensione di ciò che andremo a vedere e spiegare di seguito. Difatti, la relazione inversa fin qui discussa si inserisce perfettamente in un modello che già abbiamo visto in precedenza: Il Discounted Cash Flow (DCF). Abbiamo già detto che è proprio questo il metodo di riferimento utilizzato per la stima del Valore del Capitale Economico di una azienda (Enterprise Value), ed esso si basa sull'attualizzazione dei *cash flow* stimati futuri tramite il WACC. Ma se quindi quanto detto nel paragrafo precedente è vero, e la convergenza dei risultati degli studi analizzati sembra suggerirci tale conclusione, il tasso di sconto considerato dipende dal livello della sostenibilità aziendale, la cui crescita ne comporterebbe una diminuzione e un conseguente aumento del Valore Aziendale complessivo. La variabile sostenibilità risulta quindi fondamentale per effettuare una valutazione d'azienda, cioè una stima del Valore Aziendale di una impresa, che risulti precisa e soprattutto realistica, eppure il DCF come lo conosciamo non la considera. Il *Sustainability Discounted Cash Flow* (SDCF) permette di modificare il modello come lo conosciamo ed includere la sostenibilità all'interno del modello di valutazione. Si noti che in ogni caso il SDCF non viene assunto o proposto come modello a sé stante o da utilizzare in maniera isolata, ma al contrario come uno strumento di supporto ai modelli standard tradizionali, in grado di fornire maggiori indicazioni rispetto al valore di una azienda e soprattutto dell'incidenza che la variabile sostenibilità ha su di esso. Inoltre, il modello viene applicato principalmente su società non quotate e che quindi, di conseguenza, non godono della possibilità di utilizzare e consultare i rendimenti storici propri e delle società comparabili per il calcolo del beta. Proprio il beta è l'elemento centrale alla base di questo metodo rivoluzionario. Infatti, l'innovazione apportata dal SDCF non risiede nelle modalità di calcolo, che rimangono invariate quanto piuttosto, alla sua radice, nella determinazione del tasso di sconto utilizzato per l'attualizzazione dei *cash flow*. In questo caso, infatti, il tasso di attualizzazione viene calcolato a partire dal *Capital Asset Pricing Method* (CAPM)<sup>82</sup>. Secondo questo modello finanziario il costo del capitale  $\mathbb{R}$  viene stimato come:

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

---

<sup>82</sup> il CAPM, modello di equilibrio dei mercati finanziari, proposto da William Sharpe in uno storico contributo nel 1964, e indipendentemente sviluppato da Lintner (1965) e Mossin (1966) stabilisce una relazione tra il rendimento di un titolo e la sua rischiosità, misurata tramite un unico fattore di rischio, detto beta. Il beta misura quanto il valore del titolo si muova in sintonia col mercato. Matematicamente, il beta è proporzionale alla covarianza tra rendimento del titolo e andamento del mercato; tale relazione è comunemente sintetizzata tramite la *security market line* (SML)

dove:

$r = \text{Costo del Capitale}$

$r_f = \text{Rendimento di un Titolo Risk – Free (Privo di Rischio)}$

$r_m - r_f = \text{Premio per il Rischio di Mercato o Market Risk Premium (MRP)}$

$\beta = \text{Beta del Titolo, Sensibilità del Titolo al Mercato (Esposizione al Rischio Sistemico)}$

Tramite il CAPM il costo del capitale viene espresso come relazione lineare del rendimento privo di rischio e del rischio sistemico a cui l'attività in questione è esposta, moltiplicata per il Market Risk Premium, cioè la differenza tra il rendimento del mercato, solitamente espresso mediante un indice di mercato e tasso *risk-free*, che esprime il premio (extra-rendimento) per il rischio del mercato. In questo panorama occorre notare che l'unico parametro riferito all'impresa valutata è il beta, essendo sia il rendimento di mercato ( $r_m$ ) che il rendimento privo di rischi ( $r_f$ ) determinati indipendentemente dall'azienda oggetto di analisi. Pertanto, possiamo considerare il Costo del Capitale come funzione del beta e mediante esso approfondirne e studiarne il legame con l'impegno dell'azienda verso iniziative di stampo sostenibile.

La stima del beta in questo modello non si basa sul calcolo mediante regressione in cui il beta potrebbe essere ottenuto come rapporto tra la covarianza tra rendimenti storici del titolo e rendimenti storici di mercato e la variabilità dei soli rendimenti storici di mercato (il cosiddetto metodo *top-down*), infatti, come abbiamo già detto il SDCF viene utilizzato come strumento di supporto principalmente nelle valutazioni di società non quotate e che, quindi, non possono usufruire del metodo *top-down* per il calcolo del beta aziendale. Il metodo che viene applicato e che si contrappone al modello *top-down* (dall'alto verso il basso) è il modello *bottom-up* (dal basso verso l'alto). In realtà, il *Sustainability Discounted Cash Flow* adopera un modello *bottom-up* modificato al fine di includere la variabile sostenibilità. Vediamo come si procede per giungere alla costruzione del beta, fattore di rischio rispetto al mercato. Le fasi da seguire sono generalmente cinque:

1. Si individua un campione adeguato di società comparabili rispetto a quella oggetto di valutazione: solitamente le imprese considerate appartengono allo stesso settore, alla stessa zona geografica e condividono un livello di rischio generalmente simile
2. Si procede con il calcolo del beta di ciascuna impresa comparabile (Beta *Levered*)
3. Il beta (*levered*) è un elemento che viene calcolato considerando, tra i diversi elementi, anche la struttura finanziaria dell'impresa su cui è calcolato. Partendo da questo presupposto risulta necessario dover ottenere un valore del beta che sia standardizzato e quindi non influenzato dalla struttura finanziaria delle imprese comparabili: il Beta *Unlevered*. Per fare ciò si applica la famosa formula di Hamada, essa permette il passaggio appunto da beta *levered* a beta *unlevered* e quindi di escludere la

struttura finanziaria dell'impresa considerata nella stima del beta stesso. Secondo la formula di Hamada:

$$\beta_L = \beta_U \frac{E + D(1-t)}{E} = \beta_U \left[ 1 + (1-t) \frac{D}{E} \right]$$

Dove:

$\beta_U = \text{Beta Unlevered}$

$\beta_L = \text{Beta Levered}$

$D = \text{Debito Totale (Debt)}$

$E = \text{Capitale Proprio (Equity)}$

$t = \text{Aliquota di imposta}$

- Una volta applicata la formula di Hamada per ciascuna delle imprese *comparables* si calcola, tra di esse, il beta unlevered medio
- Ottenuto il beta unlevered medio, esso viene utilizzato, applicando sempre la formula di Hamada, ma in questo caso al rovescio, cioè al fine di passare dal beta unlevered medio al beta levered riferito alla azienda oggetto di studio e costruito considerando la propria struttura finanziaria.

Fino a qui non c'è nulla di particolarmente innovativo o in grado di comprendere la variabile sostenibilità, abbiamo semplicemente descritto il meccanismo standard utilizzato per calcolare il beta delle società non quotate (o comunque appena quotate). L'innovazione apportata dal SDCF risiede in una leggera modifica che esso propone a questo punto, una volta stimato il beta levered della nostra impresa, capace di integrare in esso e quindi poi nel calcolo del costo del capitale la variabile sostenibilità. La modifica si basa su una valutazione che l'analista deve effettuare: si deve analizzare l'azienda considerata e definirla come virtuosa o carente dal punto di vista della sostenibilità. Se l'impresa sarà considerata virtuosa, quindi impegnata nella sostenibilità, allora si applicherà al beta stimato un *discount*, un valore negativo che determinerà una riduzione del beta e di conseguenza anche dello stesso costo del capitale, quindi un incremento dell'*Enterprise Value* stimato dal modello. Se invece l'impresa sarà rilevata come carente, quindi contraddistinta da metriche e indicatori di sostenibilità non elevati o bassi, allora al beta stimato verrà applicato un *premium*, il quale determinerà un incremento del beta e quindi un meccanismo analogo ma opposto a quanto visto appena prima comportando una riduzione del Valore Economico Aziendale calcolato per l'impresa analizzata.

- Se l'impresa sarà *sustainability performing* si applicherà un discount, detto *Sustainability Risk Discount (SRD)*:

$$\beta^* = \beta_L [1 + SRD]$$



- Se l'impresa sarà *sustainability non-performing* si applicherà un *premium* detto, *Sustainability Risk Premium (SRP)*

$$\beta^* = \beta_L [1 + SRP]$$

Dove:

$\beta^*$  = Beta integrato con la variabile sostenibilità

SRD = Sustainability Risk Discount (sempre < 0)

SRP = Sustainability Risk Premium (sempre > 0)

### 3.6 Applicazione del DCF e del SDCF ad Enel: come si modifica la stima dell'Enterprise Value

Nei paragrafi precedenti abbiamo avuto modo di conoscere il funzionamento teorico di due modelli utilizzati per la stima del Valore Economico di una impresa: il *Discounted Cash Flow (DCF)* e la sua variante, il *Sustainability Discounted Cash Flow (SDCF)*, che si discosta dal metodo tradizionale includendo nella sua analisi anche la variabile della sostenibilità aziendale, espressa sotto forma di premio o sconto da sommare al *beta* della società analizzata. Avendo approfondito il meccanismo di funzionamento alla base dei due modelli, e compreso come di fatto essi si costruiscano e stimino l'Enterprise Value (EV) allo stesso modo, cioè mediante l'attualizzazione dei flussi di cassa futuri attesi, andremo ora a vedere un caso pratico. Nello specifico, nelle righe seguenti vedremo l'applicazione del DCF, e successivamente del SDCF, ad Enel (rimanendo sempre nel settore energetico), valutando come l'introduzione della variabile della sostenibilità aziendale modifichi il valore aziendale e quindi influisca sulla stima finale dell'Enterprise Value. Si noti che per la realizzazione dello studio si è fatto riferimento ai dati forniti dal database Refinitiv<sup>83</sup> e sono state operate alcune semplificazioni e stime ulteriori.

#### 3.6.1 Stima del Valore di Enel mediante Discounted Cash Flow

La stima dell'Enterprise Value di Enel mediante DCF ha definito un Valore del Capitale Economico di circa 130 miliardi di euro, come mostra la figura 22 sotto riportata, la quale sintetizza i passaggi effettuati. Spieghiamo come siamo giunti a questo risultato.

Per prima cosa siamo partiti dai risultati economici e finanziari di Enel traggendoli nell'ultimo decennio (2013-2022) al fine di estrapolare dalle serie storiche in questione tendenze applicabili nel futuro prossimo della società. Infatti, analizzando i ricavi storici annuali di Enel, nel periodo indicato, abbiamo potuto definire un tasso di crescita composto del 6% e abbiamo applicato questo *growth rate* di breve periodo nel quinquennio successivo (2023-2027), il nostro *explicit forecast horizon*<sup>84</sup>, ipotizzando che le *revenues* crescano in questo

<sup>83</sup> [www.refinitiv.com](http://www.refinitiv.com)

<sup>84</sup> Indica il periodo temporale riferito al futuro prossimo in cui è ancora possibile fare delle stime dirette sull'andamento economico finanziario di una società. Si contrappone al terminal horizon, periodo successivo al forecast horizon e

frangente allo stesso modo di quanto fatto nei precedenti dieci anni. A partire dal 2028 si è invece considerata una crescita di lungo periodo, e di conseguenza applicato un *long-term growth rate* dell' 1% stimato attraverso il tasso di crescita atteso del Pil Italiano<sup>85</sup>. I ricavi hanno una grande importanza, essi infatti sono fondamentali per la stima della maggior parte delle voci successive. Infatti, gli Ammortamenti (*Depreciation and Amortization*, DA), gli Investimenti (*Capital Expenditures*, CAPEX) e il Capitale Circolante Netto (CCN o *Net Working Capital*, NWC), sono stati tutti stimati rapportando, per ogni anno del decennio 2013-2022, il valore di ciascuna di queste voci alle *revenues* del rispettivo periodo, ottenendo l'incidenza di esse sui ricavi. Dopodiché, si è proceduto calcolando la media dei dieci valori per ciascuna delle tre variabili stimate, e questo valore medio è stato moltiplicato ai ricavi futuri attesi nel periodo 2023-2028, restituendo una stima delle tre voci considerate nello stesso lasso temporale.

Figura 22: Stima dell'Enterprise Value di Enel tramite Discounted Cash Flow (DCF)

<b>DISCOUNTED CASH FLOW (ENEL.MI)</b>						
<b>Anno</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>	<b>2028</b>
<b>Ricavi</b>	143.853	152.549	161.771	171.550	181.920	192.917
<b>Ammortamenti</b>	14.465	15.340	16.267	17.251	18.293	19.399
<b>Ebit</b>	9.998	10.602	11.243	11.923	12.643	13.408
<b>Tasse</b>	2.330	2.471	2.620	2.779	2.947	4.022
<b>NOPAT</b>	7.668	8.131	8.623	9.144	9.697	9.385
<b>Ammortamenti</b>	14.465	15.340	16.267	17.251	18.293	19.399
<b>CCN</b>	-2.616	-2.774	-2.942	-3.120	-3.308	-3.508
<b>Δ CCN</b>	158	168	178	189	200	0
<b>Investimenti</b>	16.562	17.563	18.625	19.751	20.945	19.399
<b>Free Cash Flow (FCF)</b>	5.413	5.740	6.087	6.455	6.845	9.385
<b>Valore Terminale (TV)</b>					141.172	
<b>FCF+TV</b>	5.413	5.740	6.087	6.455	148.017	
<b>ENTERPRISE VALUE (EV)</b>	<b>130.092</b>					

\*dati espressi in milioni

Fonte: Stima del Valore di Enel con DCF e SDCF, 2023

Si noti che nella realizzazione del DCF siamo partiti direttamente dall'EBIT, gli *Earnings Before Interests and Taxes* (Risultato Operativo, RO), questa semplificazione è stata possibile conoscendo il margine operativo (RO/Ricavi) del periodo 2013-2022. Abbiamo infatti stimato il valore medio e, come avevamo già fatto per le voci precedenti, moltiplicato per i ricavi stimati, ipotizzando che tale margine medio si mantenga coerente anche nel periodo di analisi. Le tasse sono state stimate considerando, per il 2023-2027, un *tax rate* del 23%,

tendente all'infinito, in cui si ipotizza che l'azienda sia giunta in uno steady state, quindi in grado di generare e mantenere i risultati ottenuti costantemente fino al termine della sua attività aziendale.

<sup>85</sup> <https://www.istat.it/it/files//2023/06/Prospettive-economia-italiana-giugno-2023.pdf>

ottenuto come media dei tassi applicati tra il 2013 e il 2022, mentre al 2028 si è applicato un *tax rate* del 30%, il quale rappresenta il valore medio del settore energetico (Damodaran).

Accanto a questo processo di stima delle voci di costo e ricavo, occorre affiancarne uno ulteriore, quello relativo alla stima del costo del capitale, rappresentato dal *Weighted Average Cost of Capital*,  $WACC = [rd \text{ (costo del debito)} * (1 - \text{tax rate}) * D/V + re \text{ (costo del capitale proprio)} * E/V]$ , che abbiamo stimato essere di circa l'8%. Nel fare ciò abbiamo calcolato il costo del debito come la somma tra il tasso di interesse privo di rischio (tasso risk-free, rf), pari al 4,5%, stimato come il rendimento dei BTP italiani con scadenza a 10 anni emessi nel dicembre 2022<sup>86</sup>, e il *default spread* italiano del 2%, riferito al 31 dicembre 2022, stimato dal Professor Damodaran partendo dal Rating nazionale<sup>87</sup>. Il costo del capitale proprio (re) è stato ottenuto sommando il tasso di interesse privo di rischio già considerato al prodotto tra il *beta*, la sensibilità di Enel rispetto ai movimenti di mercato, pari a 0,9 (che abbiamo ottenuto da Yahoo Finance)<sup>88</sup> e la differenza tra rendimento di mercato e tasso privo di rischio, uguale al 9% circa, anche nota come *Equity Risk Premium* o ERP (che abbiamo ottenuto, ancora una volta, dal sito del Professor Damodaran)<sup>89</sup>. Infine, la struttura finanziaria di Enel, rappresentata dai rapporti Equity/Enterprise Value (E/V), di 0,41 e il suo complemento a 1, Debt/Enterprise Value (D/V) di 0,59, è stata ricavata partendo dal rapporto tra Debt/Equity (D/E), di 1,42, ricavato dai dati presenti in Refinitiv (il cui accesso ha permesso lo svolgimento puntuale di questo lavoro). Definite tutte le operazioni di stima effettuate, si è potuto quindi procedere al raggiungimento del risultato finale. Si sono infatti sottratte le tasse all'EBIT, ottenendo il NOPAT (*Net Operating Profit After Taxes*) e, aggiungendo ad esso gli ammortamenti e sottraendo la variazione di Capitale Circolante Netto (CCN = Attività Correnti- Passività Correnti) e gli investimenti, si sono ottenuti i *Free Cash Flow* (FCF) annuali. A questo punto abbiamo stimato il Valore Terminale (*Terminal Value*, TV), calcolato dividendo il FCF riferito al 2028 per la sottrazione tra il WACC e il tasso di crescita di lungo periodo, e lo abbiamo sommato al flusso di cassa del 2027. A questo punto si è proceduto attualizzando i valori così ottenuti, giungendo al risultato finale di 130 miliardi di euro come valore dell'Enterprise Value di Enel.

### 3.6.2 Stima del Valore di Enel mediante Sustainable Discounted Cash Flow

L'applicazione del Sustainability Discounted Cash Flow, una volta impostato il DCF, è molto facile. Abbiamo infatti semplicemente dovuto modificare una sola variabile: il *beta*, al quale è stato aggiunto un componente ulteriore. Come già per il paragrafo precedente, anche in questo possiamo aiutarci nella comprensione del modello guardando la tabella sotto riportata (figura 23). Tornando al *beta*, il componente ulteriore della quale stavamo parlando è appunto l'elemento di discrepanza tra DCF e SDCF e, inoltre, è ciò che rende questo secondo metodo in grado di considerare la variabile sostenibilità (ne abbiamo già parlato nel paragrafo 3.5). Volendo andare dritti al sodo, si tratta di incrementare o diminuire il *beta* aggiungendo un valore positivo o

<sup>86</sup> <https://mercati.ilsole24ore.com/obbligazioni/spread/GBITL10J.MTS>

<sup>87</sup> [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html)

<sup>88</sup> <https://finance.yahoo.com/quote/ENEL.MI/>

<sup>89</sup> [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html)

negativo, un *premium* o un *discount*, a seconda che l'impresa si sia distinta come sostenibile o meno. Si noti che il *beta* influenza l'*Enterprise Value*, essendo un elemento fondamentale per il calcolo del costo del capitale, quindi del WACC. Occorre però anche soffermarsi sul fatto che la relazione che lega il *beta* alla stima del Valore Economico è di tipo inversa, trovandosi il WACC, dunque anche il *beta*, a denominatore. Di conseguenza, un aumento di questa variabile definisce un tasso di sconto maggiore, e una conseguente riduzione dell'*Enterprise Value*, mentre una riduzione del Beta comporta una diminuzione del WACC e un miglioramento del Valore Economico Aziendale così stimato.

Figura 23: Stima dell'Enterprise Value di Enel tramite Sustainability Discounted Cash Flow (SDCF)

SUSTAINABILITY DISCOUNTED CASH FLOW (ENEL.MI)						
Anno	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Ricavi	143.853	152.549	161.771	171.550	181.920	192.917
Ammortamenti	14.465	15.340	16.267	17.251	18.293	19.399
Ebit	9.998	10.602	11.243	11.923	12.643	13.408
Tasse	2.330	2.471	2.620	2.779	2.947	4.022
NOPAT	7.668	8.131	8.623	9.144	9.697	9.385
Ammortamenti	14.465	15.340	16.267	17.251	18.293	19.399
CCN	-2.616	-2.774	-2.942	-3.120	-3.308	-3.508
Δ CCN	158	168	178	189	200	0
Investimenti	16.562	17.563	18.625	19.751	20.945	19.399
Free Cash Flow (FCF)	5.413	5.740	6.087	6.455	6.845	9.385
Valore Terminale (TV)					149.242	
FCF+TV	5.413	5.740	6.087	6.455	156.087	
<b>ENTERPRISE VALUE (EV)</b>	<b>137.684</b>					
<i>*dati espressi in milioni</i>						
<b>VALORE ADDIZIONALE</b>	<b>7.592</b>					

Fonte: Stima del Valore di Enel con DCF e SDCF, 2023

Per questo motivo non bisogna confondersi quando parliamo di *Sustainability Risk Premium* (SRP) e di *Sustainability Risk Discount* (SRD), il primo è maggiore di zero ed incrementa il beta, riducendo l'EV, dunque, si appone a quelle società non sostenibili; il secondo invece è minore di zero, riduce il beta, quindi migliora l'EV, dunque si registra per quelle imprese che al contrario si vadano a definire come *sustainability performing*. Nel caso in esame Enel si configura come un'impresa mediamente sostenibile, contraddistinta da un Refinitiv ESG Score di 57,3. Sulla base di ciò, a fine esemplificativo, si è deciso di dare ad Enel, un SRD di -0,1, così facendo il beta passa da 0,9 a 0,8 e a sua volta il WACC dall' 8% al 7,5%, ma soprattutto l'*Enterprise Value* si accresce di circa 7,6 miliardi euro, rispetto al DCF normale, ossia senza l'inclusione della variabile

sostenibilità. Attraverso questo semplice esempio è facile comprendere, quindi, quanto questo elemento possa influenzare il Valore di una società.

Figura 24: Analisi di Sensitività tra Sustainability Risk Premium/Discount ed Enterprise Value

SENSITIVITY ANALYSIS		
<b>Sustainability Risk Premium/Discount</b>	137.684	
0,25	114.303	} <b>Sustainability Risk Premium (SRP &gt;0):</b> Enterprise Value reduces as SRP increases
0,2	117.149	
0,15	120.140	
0,1	123.285	
0,05	126.598	
0	130.092	→ <b>Discounted Cash Flow (SRP/SRD=0)</b>
-0,05	133.781	} <b>Sustainability Risk Discount (SRD &lt;0):</b> Enterprise Value increases as SRD reduces
-0,1	137.684	
-0,15	141.817	
-0,2	146.204	
-0,25	150.866	

Fonte: Stima del Valore di Enel con DCF e SDCF, 2023

Inoltre, si è ritenuto opportuno condurre un ulteriore approfondimento: un'analisi di sensitività. Ciò è stato fatto per un duplice motivo: il primo è che banalmente non sappiamo se la attribuzione di un *discount* di -0,1 possa essere adeguato per Enel e per la sua condizione di sostenibilità attuale e, così facendo invece, siamo in grado di osservare un più vasto orizzonte di risultati ottenibili; il secondo motivo è quello finalizzato a permettere di valutare come cambia il Valore del Capitale Economico stimato di una società, in questo caso Enel, al variare della dimensione del SRD o SRP attribuito.

La tabella sopra raffigurata (figura 24) riporta la variazione dell'EV al modificarsi della grandezza del premio o dello sconto aggiunto al *beta* di Enel. Attraverso questa visione d'insieme riusciamo a notare come, considerando un ventaglio di valori dei SRP/SRD di +/-0,25, l'Enterprise Value si muova all'interno di un intervallo compreso tra 114 e 150 miliardi, definendo tra i due casi limite considerati una differenza di 36 miliardi di euro in termini di Valore Economico Addizionale. Capiamo così in modo più approfondito quanto l'attribuzione di un SRD o di un SRP possa effettivamente influire sull'Enterprise Value stimato e, in generale, quanto questo meccanismo riservi alla sostenibilità un ruolo di primaria importanza in sede di valutazione d'azienda, risultando determinante nella formazione del risultato finale.

## Conclusioni

Il lavoro fin qui svolto, e giunto al termine, è stato svolto seguendo un preciso schema. Infatti, si è deciso dapprima di evidenziare nel primo capitolo cosa significasse e come si definisse il termine “sostenibilità” riferito al contesto aziendale ed economico finanziario, che possiamo definire il vero protagonista ed oggetto principe della discussione sin qui condotta. Una volta chiariti questi aspetti e compreso il loro significato si è entrati maggiormente nel merito pratico di questi elementi. Si è infatti voluto dare una precisa indicazione di come si traducesse nella realtà pratica la sostenibilità aziendale, e più precisamente la finanza sostenibile. Si sono infatti analizzati e definiti gli investimenti sostenibili, i *Sustainable and Responsible Investments* (SRI), raccontandone prima l’evoluzione storica, vedendo come questi strumenti si sono modificati nel corso del tempo, partendo dal passato, e poi, giungendo ai tempi odierni, si è meglio approfondito quali siano, ad oggi, le principali strategie di investimenti sostenibili e come questi ultimi vadano a categorizzarsi. Già nel fare ciò si è ottenuta una importante evidenza: la sostenibilità è un elemento in rapida crescita ed evoluzione. I dati riferiti agli SRI hanno dimostrato un importante incremento in termini di masse gestite, quindi di quantità di denaro investito, negli ambiti ESG e della sostenibilità.

La discussione si è poi concentrata su un ulteriore elemento fondamentale per comprendere appieno la tematica: il contesto normativo. L’importanza di questo argomento non è riferita esclusivamente a una esposizione delle regole e leggi, rappresentate dalla ricezione delle direttive e dai regolamenti emanati dalla Comunità Europea, infatti, oltre a fare ciò, vuole evidenziare le modalità attraverso cui l’ordinamento europeo ha recepito la necessità di includere la sostenibilità aziendale all’interno della propria agenda. Proprio lo stesso contesto normativo che abbiamo mostrato e che si è venuto oggi a creare è sintomo, ancora una volta, dell’importanza e della crucialità che oggi la sostenibilità aziendale ha nel contesto internazionale. Tutto ciò si evince dalla necessità del legislatore di apportare modifiche a norme precedenti, integrandole, ampliandole e soprattutto rendendole più stringenti e meno interpretative.

L’evoluzione dei temi ESG si è poi stata ancora sottolineata andando ad effettuare un focus su alcuni degli strumenti più innovativi che in questo ambito si sono andati a sviluppare a supporto degli investitori: gli indici e i rating ESG e i nuovi standard di rendicontazione sostenibile. Ancora una volta, si sono voluti evidenziare e mostrare quali fossero i frutti di questo processo evolutivo avente come oggetto la sostenibilità aziendale, quali fossero e come funzionassero gli strumenti nati come conseguenza dell’importanza di questa tematica e la loro applicazione al mondo finanziario. Il secondo capitolo, che appunto tratta questi elementi, analizza e indica quindi quale sia il contesto normativo, rispetto a questo tema, all’interno del quale aziende ed investitori si muovono, e soprattutto mostra quali siano i mezzi a disposizione degli investitori per riconoscere quali società siano sostenibili o meno, mettendo in guardia peraltro dai rischi che talvolta ne potrebbero in tal senso sorgere (pensiamo alla pratica del *greenwashing*). Questo capitolo funge da raccordo tra il primo capitolo, nel quale al contrario si dà un’indicazione di quali siano gli strumenti per l’azienda affinché si possa qualificare sostenibile, e il terzo capitolo nel quale invece si va a toccare con mano quale sia l’effettiva relazione che lega la sostenibilità e il valore economico, vale a dire, in soldoni, quanto la sostenibilità risulti infine redditizia.

Questo percorso ha dimostrato, come già detto, come fortunatamente la questione della sostenibilità aziendale sia stata recepita nel suo messaggio dall'intero ordinamento: partendo dal legislatore, fino alle aziende e gli investitori. A prova di ciò vi sono le direttive, i regolamenti, la nascita di strumenti appositi di valutazione del grado di sostenibilità e di strategie finalizzate all'essere etichettate come sostenibili. Si è però anche dimostrato che la sostenibilità non è solamente un'attività di conformazione alle regole, non è esclusivamente *compliance*. I risultati delle nostre analisi hanno evidenziato che la sostenibilità crea valore, e lo fa sotto diversi punti di vista e attraverso una serie di fattori. Non poteva essere altrimenti, senza l'adozione di politiche sostenibili non è infatti possibile ottenere, nel lungo periodo, i risultati sperati. Come abbiamo capito infatti, il contesto che circonda le società, si sta modificando, e lo sta facendo in modo deciso ormai da oltre un decennio, spetta ora alle imprese uniformarsi a questa trasformazione e stare al passo di questo processo. Un rallentamento in questo frangente potrebbe essere infatti cruciale, in termini negativi. Sì, perché, benché questa dinamica sia sotto al naso di tutti i risultati e l'efficacia di tutto ciò rimane invece nascosto, appunto perché tangibile solamente nel lungo periodo, e proprio per questo motivo qualche azienda potrebbe non sentire la necessità (o la responsabilità) di prendere parte al cambiamento, o ancora risultare spaventata di fronte ad esso e alle prospettive aride, dovute ai costi di realizzazione delle iniziative sostenibili, che nel breve periodo si vanno a prospettare. Bisogna confidare nel processo, occorre comprendere che lo sforzo che si andrà ad intraprendere oggi (si pensi per esempio ad imprese magari non pienamente sane dal punto di vista finanziario impegnate nell'ottenimento di risultati immediati e quindi restie ad intraprendere operazioni dagli scarsi risultati nel futuro prossimo e invece promessi nel medio lungo termine) non soltanto garantirà i frutti sperati domani, ma soprattutto permetterà di rimanere al passo con il contesto che ci circonda ed eviterà scenari futuri ancor più tragici. L'arte della lungimiranza non è semplice, ma come si sa la pazienza è la virtù dei forti, e proprio in questo senso le aziende devono dimostrarsi tali.

L'elaborato ha mostrato come esistano tutti gli strumenti necessari affinché il tema della sostenibilità venga finalmente abbracciato in toto, ma soprattutto applicato in modo pratico, senza rimanere esclusivamente un contenuto teorico. È chiaro, che nel far ciò è necessario che le aziende non siano sole, ma vengano in parte guidate dalla pubblica amministrazione attraverso un adeguato supporto da una parte, e un severo controllo dall'altra.

La sostenibilità crea valore, lo abbiamo detto e ridetto, analizzato e dimostrato fin a partire dal titolo, ma forse solo ora rileggendo attentamente questa frase, mi accorgo che, probabilmente sarebbe più adeguato dire che la sostenibilità è valore, e lo è in tutti i sensi, sia come misura non comune delle doti di responsabilità morale, sia come valore tangibile dal punto di vista economico finanziario. Concludendo, possiamo quindi dire, che quanto abbiamo ripetuto fino ad ora, sino allo strenuo delle nostre forze, non era del tutto corretto, perché la sostenibilità non genera valore, ma al contrario, essa è già di per sé intrinsecamente, valore.





## Indice delle figure

Figura 1: categorizzazione delle strategie di investimento SRI	17
Figura 2: Overview delle strategie SRI per Regione	17
Figura 3: Crescita globale delle strategie SRI	18
Figura 4: Distribuzione globale degli SRI per regione	19
Figura 5: Crescita della strategia di Esclusione in Europa, in termini di masse gestite	20
Figura 6: Crescita della strategia di Screening Normativo in Europa, in termini di masse gestite	21
Figura 7: Distribuzione dei temi di sostenibilità	22
Figura 8: Classificazione degli Investimenti Sostenibili	26
Figura 9: I 17 Sustainable Development Goals (SDGs) dell'Agenda 2030	32
Figura 10: CSDR, SFDR e TR	37
Figura 11: Scala di valutazione del Rating ESG usata da MSCI	43
Figura 12: Metodologia ECPI ESG Ratings	44
Figura 13: Sustainalytics ESG Rating	46
Figura 14: Esempio di Matrice di Materialità	48
Figura 15: Prospetto riassuntivo dell'entrata in vigore degli ESRS	50
Figura 16: Panoramica dei risultati complessivi del processo di analisi per la costruzione del benchmark	52
Figura 17: Prospetto riassuntivo dei risultati del metastudio condotto da NYU	57
Figura 18: Correlazione ad 1 Anno tra ESG Score e ROE	63
Figura 19: Correlazione a 2 Anni tra ESG Score e ROE	64
Figura 20: Correlazione ad 1 Anno tra ESG Score e ROA	65
Figura 21: Correlazione a 2 Anni tra ESG Score e ROA	66
Figura 22: Stima dell'Enterprise Value di Enel tramite Discounted Cash Flow (DCF)	74
Figura 23: Stima dell'Enterprise Value di Enel tramite Sustainability Discounted Cash Flow (SDCF)	76
Figura 24: Analisi di Sensitività tra Sustainability Risk Premium/Discount ed Enterprise Value	77

## Bibliografia e Sitografia

Calace D., Ferro N., Stampa M., *La sostenibilità è un'impresa, una bussola per il business tra sfide globali e greenwashing*, Milano, Ulrico Hoepli Editore, 2022

Tealdi L., Aldo B., Andrew H., *Investimenti sostenibili, integrare analisi tradizionale e indicatori finanziari: i casi ECPI e GS Sustain*, Milano, Egea, 2016

European Commission, *Overview of sustainable finance*, 2023

[https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/overview-sustainable-finance\\_en](https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/overview-sustainable-finance_en)

Forum per la Finanza Sostenibile, *L'Investimento Sostenibile e Responsabile: una definizione al passo con i tempi*, Milano, 2014

[http://finanzasostenibile.it/wp-content/uploads/2016/08/140903\\_Posizione\\_ufficiale\\_SRI\\_FFS.pdf](http://finanzasostenibile.it/wp-content/uploads/2016/08/140903_Posizione_ufficiale_SRI_FFS.pdf)

Sella Insights, *Finanza Sostenibile - una breve storia dell'investimento etico*, Biella 2021

[https://sellainsights.it/pagina-dettaglio/-/asset\\_publisher/jQbviC3NRcjM/content/una-breve-storia-dell-investimento-etico](https://sellainsights.it/pagina-dettaglio/-/asset_publisher/jQbviC3NRcjM/content/una-breve-storia-dell-investimento-etico)

Eurosif, *European SRI Study 2018*, Bruxelles, 2018

<https://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2021/10/European-SRI-2018-Study.pdf>

Global Sustainable Investments Alliance (GSIA), *Global Sustainable Investment Review 2020*, 2021

<https://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/08/GSIR-20201.pdf>

Eurosif, *White Paper from Eurosif and the University of Hamburg - Classification Scheme for Sustainable Investments*, Amburgo/Bruxelles, 2022

<https://www.eurosif.org/news/white-paper-from-eurosif-and-the-university-of-hambourg/>

Fung, H., Law, S. A., Yau, J., *Socially Responsible Investment in a Global Environment*, Cheltenham, Edward Elgar Publishing Limited, 2010

Nazioni Unite, *Trasformare il nostro mondo: l'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile*, 2015

<https://unric.org/it/wp-content/uploads/sites/3/2019/11/Agenda-2030-Onu-italia.pdf>

Nazioni Unite, *The Paris Agreement*, 2015

<https://unfccc.int/process-and-meetings/the-paris-agreement>

Commissione Europea: Directorate-General for Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union, *Final Report of the High-Level Expert Group on sustainable finance (HLEG)*, 2018

[https://finance.ec.europa.eu/system/files/2018-01/180131-sustainable-finance-final-report\\_en.pdf](https://finance.ec.europa.eu/system/files/2018-01/180131-sustainable-finance-final-report_en.pdf)

Commissione Europea: Directorate-General for Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union, *Renewed sustainable finance strategy and implementation of the action plan on financing sustainable growth*, 2018

[https://finance.ec.europa.eu/publications/renewed-sustainable-finance-strategy-and-implementation-action-plan-financing-sustainable-growth\\_en](https://finance.ec.europa.eu/publications/renewed-sustainable-finance-strategy-and-implementation-action-plan-financing-sustainable-growth_en)

Morgan Stanley Capital International, *MSCI World SRI Index*, 2023

<https://www.msci.com/documents/10199/641712d5-6435-4b2d-9abb-84a53f6c00e4>

ECPI Group, *ECPI ESG rating methodology - Equity and corporate bond issuers*, Milano, 2018

[http://ecpigroup.com/wp-content/uploads/2019/05/ECPI\\_ESG\\_Rating\\_Methodology\\_Companies.pdf](http://ecpigroup.com/wp-content/uploads/2019/05/ECPI_ESG_Rating_Methodology_Companies.pdf)

Morningstar Sustainalytics, *ESG Risks Ratings – Methodology Abstract*, 2021

[https://mutualfund.adityabirlacapital.com/-/media/bsl/files/resources/other-disclosures/disclosure-norms-for-esg/sustainalytics\\_esg-risk-rating\\_methodology.pdf](https://mutualfund.adityabirlacapital.com/-/media/bsl/files/resources/other-disclosures/disclosure-norms-for-esg/sustainalytics_esg-risk-rating_methodology.pdf)

Gubelli S., *Il bilancio di sostenibilità - Standard e strumenti per rendicontare l'impegno socio-ambientale*, Pearson, 2020

<https://it.pearson.com/content/dam/region-core/italy/pearson-italy/pdf/diritto-economia/area-giuridico-economica/proposte-didattiche/approfondimenti/AREE-DISCIPLINARI-PARAMOND-Dicembre-2020-PDF-Gubelli-Bilancio-sostenibile.pdf>

Rocca E., *Il Sole 24 Ore*, *Definitivi gli standard europei per i bilanci di sostenibilità*, 2023

[https://ntplusfisco.ilsole24ore.com/art/definitivi-standard-europei-i-bilanci-sostenibilita-AFfunhQ?refresh\\_ce=1](https://ntplusfisco.ilsole24ore.com/art/definitivi-standard-europei-i-bilanci-sostenibilita-AFfunhQ?refresh_ce=1)

Nazioni Unite, Principles for Responsible Investments, *Engaging on the European Sustainability Reporting Standards*, 2022

<https://www.unpri.org/driving-meaningful-data/engaging-on-the-european-sustainability-reporting-standards/9962.article>

Climate Action 100+, *Climate Action 100+ Net-Zero Company Benchmark*, 2021

<https://www.climateaction100.org/news/climate-action-100-issues-its-first-ever-net-zero-company-benchmark-of-the-worlds-largest-corporate-emitters/#>

Pinto E., *Valutazione d'Azienda e Operazioni Straordinarie*, Roma, 2022

Guatri L., Bini M., *La valutazione delle aziende*, Milano, Ulrico Hoepli Editore, 2007

Tensie Whelan, Ulrich Atz, Tracy Van Holt, Casey Clark, New York University Stern Center for Sustainable Business, *ESG and financial performance - Uncovering the Relationship by Aggregating Evidence from 1,000 Plus Studies Published between 2015 – 2020*, New York, 2020

[https://www.stern.nyu.edu/sites/default/files/assets/documents/NYU-RAM\\_ESG-Paper\\_2021%20Rev\\_0.pdf](https://www.stern.nyu.edu/sites/default/files/assets/documents/NYU-RAM_ESG-Paper_2021%20Rev_0.pdf)

Ministero della transizione ecologica, dipartimento energia, direzione generale infrastrutture e sicurezza, *La situazione energetica nazionale 2021*, 2022

[https://dgsaie.mise.gov.it/pub/sen/relazioni/relazione\\_annuale\\_situazione\\_energetica\\_nazionale\\_dati\\_2021.pdf](https://dgsaie.mise.gov.it/pub/sen/relazioni/relazione_annuale_situazione_energetica_nazionale_dati_2021.pdf)

Pizzuto B., Fondazione Nazionale Commercialisti, *Shared Value ed Enterprise Value - Evidenze empiriche e costruzione di un Sustainability Discounted Cash Flow model*, 2021

[https://www.google.com/url?sa=i&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&cad=rja&uact=8&ved=0CDcQw7AJahcKEwjo8OGgpJOBaxUAAAAAHQAAAAAQAw&url=https%3A%2F%2Fwww.fondazione nazionale commercialisti.it%2Ffilemanager%2Factive%2F01561%2FShared\\_Value\\_ed\\_Enterprise\\_Value.pdf%3Ffid%3D1561&psig=AOvVaw2kh67sZ9gIWwM4418iJle\\_&ust=1693996874575874&opi=89978449](https://www.google.com/url?sa=i&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&cad=rja&uact=8&ved=0CDcQw7AJahcKEwjo8OGgpJOBaxUAAAAAHQAAAAAQAw&url=https%3A%2F%2Fwww.fondazione nazionale commercialisti.it%2Ffilemanager%2Factive%2F01561%2FShared_Value_ed_Enterprise_Value.pdf%3Ffid%3D1561&psig=AOvVaw2kh67sZ9gIWwM4418iJle_&ust=1693996874575874&opi=89978449)

Pang, S.L., Yuan, J.M., Open Journal of Social Sciences, *Research on the Impact of Corporate Social Responsibility Reputation on Financial Performance—Based on Listed Company Data*, 2019

<https://www.scirp.org/journal/paperinformation.aspx?paperid=89990>

Salvi, A., Petruzzella, F., e Giakoumelou, A., *African Journal of Business Management, Does sustainability foster the cost of equity reduction? The relationship between corporate social responsibility (CSR) and riskiness worldwide*, 2018

[https://www.researchgate.net/publication/326665680\\_Does\\_sustainability\\_foster\\_the\\_cost\\_of\\_equity\\_reduction\\_The\\_relationship\\_between\\_corporate\\_social\\_responsibility\\_CSR\\_and\\_riskiness\\_worldwide](https://www.researchgate.net/publication/326665680_Does_sustainability_foster_the_cost_of_equity_reduction_The_relationship_between_corporate_social_responsibility_CSR_and_riskiness_worldwide)

Heinkel, R., Kraus, A., e Zechner, J., *The Effect of Green Investment on Corporate Behavior*, 2001

[https://www.researchgate.net/publication/226649051\\_The\\_Effect\\_of\\_Green\\_Investment\\_on\\_Corporate\\_Behavior](https://www.researchgate.net/publication/226649051_The_Effect_of_Green_Investment_on_Corporate_Behavior)

Feng, Z., Wang, M., e Huang, H., *Equity Financing and Social Responsibility: Further International Evidence*, 2015

[https://www.researchgate.net/publication/282518042\\_Equity\\_Financing\\_and\\_Social\\_Responsibility\\_Further\\_International\\_Evidence/link/61921b4c61f09877209a3cbf/download](https://www.researchgate.net/publication/282518042_Equity_Financing_and_Social_Responsibility_Further_International_Evidence/link/61921b4c61f09877209a3cbf/download)

Berk J., DeMarzo P., *Finanza Aziendale 1 - Fondamenti*, Pearson, Milano, 2018