

LUISS 

Corso di laurea in

Economia e Management

Cattedra di Finanza Aziendale

**Il Ruolo delle Imprese
tra Strategie Sostenibili
e Performance Economica**

Prof. Paolo Agnese

RELATORE

Danilo Perugini

CANDIDATO

Indice

1. Introduzione.....	3
2. Lo Sviluppo Sostenibile: il Contesto Normativo.....	5
2.1 La Strategia Europea per la Finanza Sostenibile.....	9
2.1.1 La Prima <i>Key Recommendation</i> : La Tassonomia Europea.....	11
2.1.2 Seconda e Quarta <i>Key Recommendation</i> : Il Sustainable Financial Disclosure Regulation.....	13
2.1.3. La terza <i>Key Recommendation</i> : Dalla NFRD alla Corporate Social Responsibility Directive.....	16
2.2 I fattori ESG come <i>driver</i> di investimento.....	20
2.3 Il <i>rating</i> ESG.....	25
3. Strategie Sostenibili d’Impresa.....	30
3.1 Correlazione tra Performance Sostenibile ed Economica.....	31
3.2 Sfide ed opportunità nel settore <i>oil & gas</i>	37
3.3 Trasparenza nei sistemi di <i>governance</i>	43
3.3.1 Criticità nelle pratiche di <i>disclosure</i>	44
3.3.2 Differenze tra Strategie e Pratiche Sostenibili.....	46
3.4 Analisi della Strategia Sostenibile di Eni S.p.A.....	50
3.4.1 Report di sostenibilità – <i>Eni for 2023</i>	50
4. GSSS OR GS³ FINANCIAL INSTRUMENTS.....	56
4.1 Descrizione del mercato dei GS ³ Bond.....	57
4.1.1 Sustainability-Linked Bond Principles.....	62
4.1.2. I Sustainability-Linked Bonds.....	65
4.2 Il Sustainability-Linked Financing Framework di Eni.....	68
5. Conclusioni.....	72
6. Bibliografia.....	75

1. Introduzione

L'ultimo decennio si è contraddistinto per aver messo in primo piano il tema della sostenibilità. Le conseguenze del cambiamento climatico, diventate pressoché inconfutabili, hanno spinto i legislatori di tutto il mondo a concordare sulla necessità di intervenire in maniera netta ed univoca per mitigare gli effetti derivanti dal surriscaldamento globale.

In questa prospettiva, tutta la collettività è chiamata a svolgere il proprio ruolo per contribuire positivamente al contrasto del fenomeno. A tal proposito, anche sulle imprese ricade l'onere di prendere attivamente parte al processo, riconoscendo la responsabilità in capo ad industrie, le quali hanno aggravato e ancora oggi contribuiscono al peggioramento delle condizioni ambientali e sociali.

L'elaborato che segue si propone di fornire un quadro complessivo dello stato attuale del processo di sviluppo sostenibile. Dunque, partendo dall'evoluzione, turbolenta e tormentata, delle normative internazionali, si è cercato di descrivere quali sono stati gli elementi che hanno reso così problematica la convergenza degli interessi di Stati diversi all'interno di una disciplina comune di impegno al contrasto del cambiamento climatico. Il superamento di tale stallo, avvenuto simbolicamente con gli Accordi di Parigi del 2015, ma perfezionatosi in seguito, ha fornito la spinta alla quale poi sono seguiti gli sforzi legislativi dei singoli Paesi. Concentrando l'analisi sulla legislazione europea, vengono evidenziati le disposizioni normative che delineano la strategia di sostenibilità del *Vecchio Continente*, la quale si articola in diverse Direttive di cui verrà esposto il contenuto rilevante all'analisi. Tuttavia, al centro della trattazione verranno poste le aziende, con la disciplina che le interessa ed i vincoli ai quali sono sottoposte. Nello specifico, verrà preso in analisi il settore *oil and gas*, particolarmente esposto ai rischi legati alla sostenibilità, considerando nel particolare Eni S.p.A. come impresa campione. L'obiettivo dell'approccio adottato è quello di fornire delle spiegazioni pratiche ed empiriche al fine di descrivere quali sono i vantaggi che derivano dall'adozione di *practices* sostenibili.

In particolare, frequentemente la sostenibilità aziendale viene vista come un costo per le imprese e, di conseguenza, come uno svantaggio competitivo. Tuttavia, si vuole dimostrare, innanzitutto, che le preferenze degli individui, *stakeholders* per le imprese, sono divenute recentemente sempre più sensibili ed affini alla sostenibilità; di

conseguenza, le imprese non possono esimersi dal tenere in considerazione tale fenomeno, cercando di raccordare i propri interessi di natura economica e finanziaria a quelli dei propri *stakeholders*. Inoltre, proprio in tale direzione, vengono presentati vari studi che testimoniano la correlazione positiva tra performance economica e sostenibile attraverso una serie di indicatori come l'accesso più economico al credito, il maggiore rendimento finanziario etc.

Relazionando le evidenze presentate con la realtà pratica riscontrata nel settore in analisi, verranno esposte anche le incongruenze e le criticità ancora presenti nelle pratiche aziendali in modo tale da poter evidenziarle, per poi fornire alcune considerazioni in merito ai possibili accorgimenti implementabili per migliorare le *performance* di sostenibilità.

Infine, mantenendo il perimetro dell'analisi sui vantaggi legati alla sostenibilità, verranno presentati alcuni dei principali strumenti finanziari, cosiddetti GSSS Bonds, così da completare l'analisi includendo la dimensione finanziaria delle imprese. Questi sono strumenti finanziari *green* i quali permettono di intervenire per trovare un punto di incontro tra le preferenze sostenibili degli investitori da una parte, i quali sono disposti a "pagare un supplemento" per ottenere, oltre a quello economico, un rendimento sostenibile positivo; dall'altra vi sono le imprese che attraverso tali strumenti ottengono delle fonti di finanziamento a basso costo, purché vincolate ad obiettivi sostenibili raggiungibili dall'impresa stessa.

2. Lo Sviluppo Sostenibile: il Contesto Normativo

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

Così l'Organizzazione delle Nazioni Unite nel 1987 dava una prima definizione di sviluppo sostenibile all'interno del Rapporto Brundtland (United Nations, 1987). Il documento, contenuto all'interno del *Report of the World Commission on Environment and Development: Our Common Future*, chiariva per la prima volta la necessità di affrontare il tema dello sviluppo sostenibile, definendolo come la necessità di conciliare i bisogni attuali con quelli delle generazioni future.

A partire da quel momento il cammino verso uno sviluppo sostenibile è stato sempre più al centro dell'agenda internazionale. Numerosi sono stati, a tal proposito, gli eventi di rilievo internazionale, promossi principalmente dall'Organizzazione delle Nazioni Unite, già a partire dal 1992, anno in cui si è tenuta a Rio de Janeiro la Conferenza sull'Ambiente e sullo Sviluppo delle Nazioni Unite, meglio conosciuta come *Summit della Terra*. Al termine di quest'ultima è stata approvata la Convenzione Quadro delle Nazioni Unite sui Cambiamenti Climatici (UNFCCC) che prevedeva l'obbligo, per i paesi firmatari, di contenere le emissioni di gas nell'atmosfera e di comunicare regolarmente le politiche da mettere in atto a tal fine pur non prevedendo indicazioni esplicite o soglie di riferimento (Aristei, 2017).

Il percorso che successe negli anni seguenti fu segnato da molteplici difficoltà soprattutto nel raccordare gli interessi dei Paesi partecipanti ai negoziati. Le principali tensioni si verificarono tra Paesi in via di sviluppo e Paesi sviluppati poiché questi ultimi si trovavano in una posizione avvantaggiata avendo fondato la loro prosperità proprio sullo sfruttamento di processi di produzione inquinanti, mentre i primi rivendicavano il medesimo diritto allo sviluppo. A tal proposito, nacque il principio del *common but differentiated responsibilities* (CBDR) che assicurava un trattamento più favorevole ai Paesi in via di sviluppo, chiarendo, inoltre, che i Paesi sviluppati

avrebbero dovuto arrogarsi maggiori oneri, essendo responsabili della maggior parte delle emissioni.

Nonostante le difficoltà riscontrate, gli sforzi in direzione di una serie di accordi globali non si esaurirono. Nel settembre del 2000 a New York furono presentati i *Millennium Development Goals*, ossia 8 obiettivi universali per la comunità internazionale contenuti all'interno della Dichiarazione del Millennio delle Nazioni Unite (United Nations, 2000), sottoscritti da 192 Paesi e 23 organizzazioni internazionali, con i quali ci si impegnava a migliorare le condizioni di vita della popolazione mondiale entro il 2015 (Cagnacci, 2020). Inoltre, nello stesso anno, vide la luce la prima rilevante iniziativa di *Corporate Social Responsibility* che prese il nome di *Global Compact*. Tale patto fu introdotto nel 1999 nel *World Economic Forum* di Davos dall'allora Segretario Generale delle Nazioni Unite, Kofi Annan, come una necessità sia per la comunità globale sia per la salvaguardia del libero mercato. Nel luglio dell'anno seguente a New York, il Global Compact fu ufficialmente avviato. Ciò segnò una novità principalmente nei rapporti tra l'Organizzazione delle Nazioni Unite ed il settore privato, fino ad allora non adeguatamente compreso all'interno della discussione riguardo lo sviluppo sostenibile. La modalità che consentì il successo del Global Compact fu quella dell'approccio volontario da parte di imprese ed altri enti, come ONG, organizzazioni di rappresentanza dei lavoratori, agenzie delle Nazioni Unite e governi (Rasche et al., 2012). Il Global Compact è strutturato attorno a dieci principi afferenti alla sfera dei diritti umani, del lavoro, dell'ambiente e del contrasto della corruzione¹. Le imprese che desiderano far parte del Patto devono aderirvi e periodicamente rendicontare circa l'implementazione di questi ultimi attraverso i report chiamati *Communication on Progress* (CoP) sul sito ufficiale del Global Compact (Hummel, 2005).

Seppure continuando, gli sforzi proiettati verso la ricerca di un accordo globale sul clima, a partire dalla Conferenza di Rio del 1992, risultarono essenzialmente divisivi, inefficaci e poco incisivi. Ciò era principalmente dovuto, come già accennato, al divario esistente tra Paesi in via di sviluppo e Paesi sviluppati. Difatti, se i primi non erano nelle condizioni di sostenere gli investimenti necessari ad implementare politiche sostenibili nelle rispettive economie e, inoltre, non erano disposti a modificare il loro assetto

¹ Per approfondire la conoscenza riguardo ai principi ispiratori del Global Compact vedi <https://unglobalcompact.org/what-is-gc/mission/principles>.

produttivo rischiando di compromettere il proprio sviluppo, anche i Paesi sviluppati registravano varie problematiche.

Tra le complicazioni che si sono dovute affrontare spicca su tutte la riluttanza degli Stati Uniti, principali emettitori di gas serra pro capite a livello globale, a prendere parte agli obblighi previsti dai trattati. Questo sentimento nacque con la decisione americana di non ratificare il Protocollo di Kyoto nel 1997, e di sottrarsi agli obblighi concordati, in risposta all'esonero per i Paesi in via di Sviluppo secondo il principio del CBDR. Fu il Senato statunitense a adottare la *Byrd-Hagel Resolution*, in cui si stabiliva che gli Stati Uniti non avrebbero partecipato agli accordi sul cambiamento climatico se non ci fosse stato un vincolo di emissioni anche per i Paesi in via di sviluppo. Nella risoluzione si affermava che il principio del CBDR su cui il protocollo si basava avrebbe inevitabilmente portato ad una crescita esponenziale delle emissioni da parte dei *developing countries*, risultando in un ingiusto svantaggio economico per gli Stati Uniti e gli altri Paesi sviluppati (Pauw et al., 2014).

A partire dal 2007, con il *Bali Action Plan*, si cercherà di trovare un compromesso per alleviare le tensioni crescenti e permettere una partecipazione più estesa in materia. Tale operazione fu portata avanti abbandonando l'interpretazione rigida del principio del CBDR, dunque riconoscendo una responsabilità comune, ancorché differente, di tutti gli Stati. Furono riconosciuti, a tal proposito, due percorsi di negoziato differenti che si adattassero alle esigenze delle due categorie di Paesi individuate.

Questa *ratio* continuò ad essere alla base della COP-15 di Copenaghen del 2009 in cui l'accordo prevede: di attenersi alle ricerche scientifiche, con spirito di equità, per definire un impegno di profonda riduzione delle emissioni di gas serra; la creazione, da parte dei Paesi sviluppati, di fondi destinati a quelli emergenti al fine di agevolare le loro politiche di sviluppo sostenibile; infine, la creazione volontaria di piani di contenimento del cambiamento climatico² da parte dei Paesi in via di sviluppo, inseriti come parte integrante di accordi internazionali³. Proprio grazie alla reinterpretazione meno rigida del principio del *CBDR*, a differenza dell'interpretazione contenuta nel *Berlin Mandate* che prevedeva la totale esenzione dei *developing countries* da qualsiasi

² Questi prima presero il nome di NAMA (Nationally Appropriate Mitigation Actions), mentre a seguito degli Accordi di Parigi verranno chiamati Intended Nationally Determined Contributions (INCD).

³ Op. Cit. pagg. 11-13.

obbligo di mitigazione degli impatti negativi sull'ambiente, fu possibile riportare al tavolo delle trattative sia gli Stati Uniti sia alcuni paesi in via di sviluppo, ma che di fatto figuravano tra i principali responsabili di emissioni, come la Cina e l'India, permettendo agli accordi raggiunti di lì in poi un più ampio coinvolgimento da parte dei principali attori. Una più vasta partecipazione degli Stati al dibattito sullo sviluppo sostenibile ha fortemente contribuito ad individuare i compromessi necessari per un accordo di portata globale proseguendo, da una parte, il percorso incominciato con il Protocollo di Kyoto del 1997 e riconoscendo, dall'altra, impegni in capo a tutti i partecipanti, tenendo conto delle specificità di ognuno.

La svolta nell'impegno dei Paesi dell'ONU nei confronti dei temi riguardanti la sostenibilità, si manifesta dapprima con la Conferenza delle Nazioni Unite di RIO+20, la quale si pose come obiettivo quello di perfezionare i lavori svolti a partire dagli Accordi di Rio del 1992, creando, inoltre, un *working group* con il compito di delineare i *Sustainable Development Goals* che saranno alla base del documento noto come *Transforming Our World: The 2030 Agenda for Sustainable Development*, votato per consenso a New York il 25 settembre 2015 nella settantesima Assemblea Generale delle Nazioni Unite. A seguire, il 13 dicembre 2015, al termine della Conferenza delle Parti di Parigi viene pubblicato il *Paris Outcome*, composto da due documenti distinti: la Decisione della COP-21, che non assume carattere vincolante nei confronti degli Stati firmatari e, dunque, non richiede la loro ratifica, e il ben più noto *Accordo di Parigi*, il quale, formalmente, compare come allegato della decisione, ma di fatto deve essere ratificato dagli Stati firmatari in quanto vincolante.

L'Accordo ha come obiettivo quello di migliorare i target di sostenibilità indicati dalla Convenzione quadro del 1992, dimostrando di aver preso atto dei precedenti fallimenti. A tal proposito, una delle principali novità introdotte dagli Accordi è l'impiego di un approccio *bottom-up*, il quale segna una scissione netta con la modalità *top-down* propria dei precedenti accordi. Il riferimento da operare è quello a sistemi di impegno volontario, i quali agevolano gli Stati a trovare soluzioni più versatili, così da coincidere con la propria capacità di investimento e le proprie esigenze produttive. Attraverso questo approccio più ibrido, rispetto alla rigidità delle politiche ambientali precedenti, si è raggiunto un ampio consenso tra gli Stati, riuscendo a coinvolgere i principali attori che non dividevano la metodologia precedentemente adottata.

Tutto ciò è risultato in un sistematico aumento dell'attività legislativa in materia di sostenibilità, la quale secondo alcune stime è raddoppiata tra il 2009 ed il 2015, ammontando a circa 804 normative in 99 Paesi (Falkner, 2016). Tra gli obiettivi adottati dagli Accordi citiamo: i processi di mitigazione del cambiamento; i processi di adattamento al cambiamento climatico, coerentemente con quanto stabilito dal Rapporto dell'IPCC del 2007, e l'organizzazione degli investimenti e dei flussi finanziari.

Complessivamente, notiamo come il quadro normativo a cui abbiamo fatto accenno non si limita a fornire principi generali ed astratti, ma promuove una serie di mezzi di riferimento e strumenti di *enforcement* a cui il tessuto produttivo ed i *policy makers* possono rifarsi. Questo è uno degli aspetti innovativi introdotti dai nuovi *asset* normativi, come la sopracitata Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile, la quale annuncia una nuova visione di approccio alla sostenibilità. Se, infatti, alcune delle pietre miliari del dibattito *green*, emblematico a riguardo è, ad esempio, il *rapporto Brundtland* (UN, 1987), si limitavano esclusivamente ad essere delle dichiarazioni programmatiche, nell'ultimo decennio si è passati, invece, a adottare dei documenti operativi, che delineano, come nel caso in questione, dei veri e propri obiettivi, cd. *Obiettivi per lo Sviluppo Sostenibile* (OSS), con il compito di orientare le strategie dei Paesi firmatari (Cori et al., 2023).

2.1 La Strategia Europea per la Finanza Sostenibile

Nel percorso legislativo descritto, l'Unione Europea ha cercato sin da subito di proporsi come leader per quanto riguarda lo sviluppo sostenibile. Innanzitutto, L'UE sottoscrisse il Protocollo di Kyoto, all'interno del quale gli Stati firmatari rappresentavano soltanto il 14% di emissioni di gas serra globali, cercando di tener fede agli obblighi contratti nonostante molti degli Stati compresi negli accordi, tra cui Giappone, Canada e Russia, si fossero gradualmente disinteressati circa il loro mantenimento. L'obiettivo europeo di leadership sostenibile, più recentemente, si è tradotto in un forte impegno legislativo che ha coinvolto vari organi comunitari.

A tal proposito, a partire dal 2015, sotto la Commissione Juncker, l'Unione Europea si è vista impegnata per definire un quadro di finanziamento dello sviluppo sostenibile che

coinvolgesse anche il settore privato. L'operazione in questo senso è nata dall'accoglimento dell'Agenda 2030 e degli Accordi di Parigi da parte della Commissione Europea nella Comunicazione del 22.11.2016 (Commissione Europea, 2016), con la quale si è stabilito che, nell'ottica di una crescita sostenibile, il sistema finanziario si sarebbe a sua volta dovuto allineare, stimolando il flusso di capitale pubblico e privato verso investimenti sostenibili. La Comunicazione ha preso come riferimento diversi Obiettivi per lo Sviluppo Sostenibile⁴, delegando all'Unione dei mercati dei capitali (UMC) il compito di adottare misure concrete, promuovendo investimenti e garanzie a favore degli investitori.

Proprio l'UMC è stata richiamata dalla Comunicazione 2016 n.601 (Commissione Europea, 2016a) in cui viene ribadita la necessità di una strategia europea di transizione verso un'economia che si dimostri resiliente agli effetti del cambiamento climatico, come stabilito dagli Accordi di Parigi, e che sia in grado di orientare i propri flussi finanziari verso investimenti sostenibili di lungo termine.

La Comunicazione, inoltre, ha fornito due principali novità: da un lato il potenziamento del Fondo Europeo per gli investimenti strategici, di cui il 20% delle risorse dovrà essere destinato al finanziamento dell'economia circolare; inoltre, la Commissione nella Comunicazione si è riservata il compito di nominare un gruppo di esperti finanziari con l'obiettivo di elaborare una strategia europea circa la finanza sostenibile. Il gruppo nominato *High-Level Expert Group on financial sustainability* (HLEG), creato ufficialmente con la Decisione della Commissione n.6912 del 2016 (Commissione Europea, 2016b), ha visto la partecipazione di venti membri scelti tra i più alti profili della comunità produttiva, quella civile e di altre istituzioni private. La strategia che questi ultimi sono chiamati a delineare è articolata in una serie di raccomandazioni alla Commissione che, come chiarito nella decisione, devono fornire delle proposte concrete che esprimano delle priorità di intervento al fine di orientare flussi crescenti di capitale pubblico e privato verso investimenti che tengano conto dei fattori ESG.

⁴ Nello specifico, la Comunicazione cita gli OSS 8, 9, 13, 14, 15.

2.1.1 La Prima *Key Recommendation*: La Tassonomia Europea

Il HLEG ha risposto al compito conferitogli dalla Commissione attraverso il Final Report del 2018 (EU High-Level Expert Group on Sustainable Finance, 2018) all'interno del quale ha prodotto le raccomandazioni richieste da quest'ultima. Tali raccomandazioni corrispondono ai pilastri fondamentali della strategia sostenibile che l'Unione Europea ha intrapreso nell'ultimo quinquennio.

L'insieme delle politiche proposte ha affrontato vari aspetti dello sviluppo sostenibile, necessari ad una transizione finanziaria giusta ed agevole per i vari attori coinvolti. In primis, gli esperti hanno evidenziato, attraverso la prima delle dieci *key recommendations*, come vi sia la necessità di un sistema di classificazione complessivo ed esauriente che riesca ad identificare i principali criteri secondo i quali un'attività finanziaria si possa definire sostenibile, in linea con i principi delineati dall'Accordo di Parigi e dai SDGs rendendo in questo modo le decisioni dei *policymakers* e gli asset finanziari allineati.

A tal proposito la Commissione Europea, all'interno dell'*European Commission Action Plan (PRI)* del 8 marzo 2018, ha affermato: “*clarity is needed on the conditions that economic activities need to fulfil in order to qualify as positively contributing towards sustainability as, at present, a coherent and uniform classification system does not exist at the EU level*”⁵. Un sistema comune con dei criteri armonizzati e condivisi consentirebbe agli investitori di prendere decisioni consapevoli oltre a porre una base per l'individuazione di norme tecniche e marchi di prodotti finanziari sostenibili (De Luca et al., 2022). La classificazione a cui si fa riferimento prende il nome di tassonomia e, nell'introduzione che viene fornita, il HLEG ne ha definito i potenziali risvolti normativi. Questi spaziano dalla misurazione dei flussi finanziari che vengono destinati allo sviluppo sostenibile all'individuazione di appropriati indici che permettano la classificazione delle società in base a diverse categorie di sostenibilità. Inoltre, si è sottolineata l'importanza del coinvolgimento degli investitori ai quali deve essere permesso di conoscere le implicazioni dei loro investimenti in termini di

⁵ The European Commission Action Plan – PRI, 2018, pag. 5. Il testo recita: “La Commissione prende atto del bisogno di un requisito di chiarezza riguardo le condizioni che le attività economiche devono adempiere al fine di qualificarsi come contributori positivi verso la sostenibilità, visto che, al momento presente, al livello europeo non esiste un sistema di classificazione uniforme e coerente”.

sostenibilità così da rispettare le preferenze di ciascuno di essi nella composizione dei propri portafogli. La finalità che si è cercata nel concetto di tassonomia è, infine, anche quella di migliorare la qualità della comunicazione delle imprese sul mercato in linea con quanto delineato dalla Direttiva sull'Informazione Non Finanziaria 2014/95/EU (NFRD), la quale rappresenta il primo strumento di diritto a dare una definizione, sufficientemente chiara, di ciò che si intende per comunicazione trasparente dalle imprese al mercato.

La NFRD prescrive ad imprese di grandi dimensioni che costituiscono enti di interesse pubblico, di integrare la relazione sulla gestione con una Dichiarazione di carattere Non Finanziario o DNF (Coppotelli, 2022), i cui contenuti principali sono indicati all'Articolo 1(1)⁶ della stessa. In Italia, la Direttiva 2014/95/EU è stata recepita con il d.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254 che pone come criteri di applicazione due requisiti. Il primo, di carattere soggettivo, obbliga gli enti di interesse pubblico⁷ a produrre tale dichiarazione, individuale o consolidata, di carattere non finanziario; mentre, il secondo, di carattere oggettivo, individua delle soglie dimensionali⁸ oltre le quali si è tenuti a redigere la DNF. Ciononostante, il d.lgs. permette a soggetti diversi da quelli precedentemente identificati di redigere dichiarazioni di carattere non finanziario su base volontaria.

Il legislatore italiano, nel recepire la NFRD, entra nel merito sia delle informazioni che la DNF deve contenere, perlomeno riguardo a quattro tematiche principali⁹ identificate all'art. 3 del decreto; sia nelle modalità attraverso le quali tali elementi devono essere presentati. Per modalità il decreto intende: una descrizione del modello aziendale di produzione e di organizzazione adottato; la descrizione delle politiche introdotte in materia ambientale, sociale e di lotta alla corruzione; la descrizione delle politiche di

⁶ Articolo 1(1), Direttiva 2014/95/EU.

⁷ Tra questi individuiamo, secondo l'art. 1, comma 1, lett. A), d.lgs. n. 254/2016: a) le società con valori mobiliari negoziati in mercati regolamentati italiani; b) le banche; c) le imprese di assicurazione; d) le imprese di riassicurazione con sede legale in Italia; e) le sedi secondarie di imprese di riassicurazione extracomunitarie situate in Italia

⁸ Le soglie riguardano, ai sensi dell'art. 2, comma 1, d.lgs. n. 254/2016: il personale, che deve eccedere, in media durante l'esercizio, i cinquecento dipendenti; infine, alla data di chiusura di bilancio, alternativamente, il valore di €20.000.000 dello stato patrimoniale o il valore di €40.000.000 del totale dei ricavi netti.

⁹ Queste possono essere sintetizzate in: a) profili di carattere ambientale, di cui all'art. 3, comma 2, lett. a), b), c); b) profili di carattere sociale attinenti al personale, di cui all'art. 3, comma 2, lett. d); c) misure preventive contro la violazione dei diritti umani, di cui all'art. 3, comma 2, lett. e); d) profili attinenti alla lotta contro la corruzione, di cui all'art. 3, comma 2, lett. f).

due diligence impiegate nelle materie di cui all'art. 3, comma 2, lett. b); l'individuazione dei principali ESG¹⁰ generati o subìti (Lenzi, 2022).

In sintesi, la raccomandazione del gruppo alla Commissione ha infine suggerito l'implementazione di una tassonomia europea di sostenibilità entro il 2020 che includa definizioni, criteri, soglie e metriche che rendano più comprensibile l'interpretazione degli strumenti finanziari in termini di sostenibilità. Il Regolamento (UE) 2020/852 (Consiglio Europeo, 2020) è intervenuto in questa direzione per fornire gli elementi che compongono la tassonomia sostenibile europea. Questo è formato da un insieme di definizioni all'articolo 2 che chiariscono le espressioni frequentemente utilizzate per descrivere gli elementi inerenti ai fattori climatici e sostenibili garantendo così delle descrizioni di riferimento. Mentre, nel secondo capo del documento sono delineate le attività economiche sostenibili e, soprattutto, gli obiettivi ambientali riconosciuti dall'Unione Europea, riportati all'articolo 9 del regolamento. In seguito, il Regolamento Delegato della Commissione 2088 del 2021 ha integrato il regolamento precedentemente citato, andando a definire ulteriormente, in maniera differenziata a livello settoriale ed alquanto dettagliata, le tematiche contenute all'interno del secondo capo, soddisfacendo, dunque, le raccomandazioni contenute nel Final Report del HLEG.

2.1.2 Seconda e Quarta Key Recommendation: Il Sustainable Financial Disclosure Regulation.

Entrando nel merito delle altre *key recommendations* fornite dal gruppo, si evidenzia la corrispondenza nel contenuto delle raccomandazioni seconda e quarta, le quali hanno espresso la necessità di creare un orizzonte temporale di investimento di lungo termine, discostandosi in tal modo dalla tendenza alla ricerca di profitti nel breve periodo, conciliando, inoltre, le preferenze degli investitori riguardo all'implementazione dei fattori ESG nelle proprie scelte d'investimento¹¹. Tale dichiarazione ha constatato che le

¹⁰ Sigla che indica obiettivi ambientali, sociali e di *governance*. Vedi A. De Santis, G. Di Marzio, D. Fasano, M. Marlino e B. Nigro, *Pricing risk adjusted: il ruolo dei parametri ESG*, IPE Business School, 2020, pag. 14.

¹¹ La crescente attenzione degli investitori alla creazione di valore nel lungo periodo è riportata anche nel sondaggio pubblicato da Morgan Stanley, *Sustainable Signals, New Data from the Individual Investor*, Morgan Stanley Institute for Sustainable Investing (2017).

normative vigenti al momento dell'analisi¹² erano risultate insufficienti al fine di includere i fattori ESG nei sistemi di gestione del rischio degli istituti e dei consulenti finanziari. Ciò era dovuto principalmente all'assenza di obblighi che lo prevedessero esplicitamente, limitandosi le regolamentazioni a prevedere obblighi di pubblicità circa i fattori ESG considerati dai partecipanti ai mercati finanziari.

La raccomandazione ha stabilito che tali soggetti debbano operare integrando nella scelta degli strumenti finanziari gli interessi dei propri clienti e beneficiari anche per quanto riguarda gli aspetti sostenibili. Inoltre, il gruppo ha sollecitato le parti in questione a garantire informazioni chiare ed esplicite sulla strategia d'investimento adottata, includendo anche la comunicazione di potenziali rischi, ma anche opportunità, legate al rendimento degli investimenti che vengono proposti. Al fine di orientare gli investimenti verso business e tecnologie sostenibili, risulta necessario mettere a disposizione degli investitori informazioni sicure ed affidabili rispetto alle opportunità ed i rischi dei loro investimenti in termini di fattori ESG (Seppälä, 2023). Oltre a ciò, nel report è stato anche sottolineato il ruolo decisivo che i fondi di investimento possono ricoprire nella reinterpretazione del sistema finanziario. Tuttavia, è stato evidenziato come i fondi ESG, nonostante avessero già conosciuto un rapido aumento, fossero rappresentativi soltanto del 2% del mercato dei fondi a livello europeo. Questi ultimi ricoprono un ruolo di rilievo poiché i risparmi delle famiglie europee rappresentano il 40% degli asset finanziari del continente. I piccoli investitori secondo alcuni sondaggi, come quello condotto da Natixis Global Asset Management proposto nel report, sono più propensi ad investire seguendo la logica sostenibile curando soprattutto gli aspetti sociali ed ambientali.

Come visto in precedenza per le indicazioni del gruppo riguardo la creazione di una disciplina armonizzata sulla tassonomia, anche in materia di sostenibilità finanziaria la Commissione ha raccolto l'appello dell'HLEG, affermando, sempre all'interno dell'Action Plan del 2018, alcuni dei principi espressi dal Gruppo. Principalmente questi si rinvergono nell'Azione Tre del piano, che stabilisce la necessità di rafforzare la consulenza finanziaria sostenibile per stimolare investimenti che sostengano lo sforzo dell'Unione e dei suoi partner.

¹² Tra queste la relazione cita esplicitamente le normative: IORP II, PEPP, Solvency II, UCITS e AIFDM.

L'Unione europea, cosciente della necessità di stimolare flussi di capitale privato, ha cercato di fare ciò tramite vari fondi di investimento pubblico messi a disposizione. Il concetto è ripreso dall'Azione Quattro in cui la Commissione annuncia di voler intervenire, tramite l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA), modificando alcune normative tra quelle obsolete, come la direttiva MiFID II, al fine di coinvolgere elementi sostenibili nelle scelte proposte dagli operatori, in quanto, tramite la consulenza, intermediari di investimento, banche o distributori di prodotti assicurativi possono orientare il sistema finanziario.

Il risultato degli studi e delle relazioni fin qui esposte è culminato con la promulgazione del Regolamento 2019/2088/EU del Parlamento e del Consiglio europeo, informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari, o *Sustainable Finance Disclosures Regulation* (SFDR) (Consiglio Europeo, 2019), entrato in vigore il 10 marzo 2021.

All'interno di quest'ultimo viene redatto nuovamente un "glossario" di definizioni pertinenti al regolamento al fine di chiarire eventuali interpretazioni errate. Il glossario, contenuto all'art. 2 del Regolamento, fornisce definizioni precise riguardo i soggetti coinvolti ed i prodotti, nonché le attività, da questi ultimi esercitate o proposte. Dall'articolo terzo in poi si sono affrontati più nello specifico gli oneri posti in capo ai diversi partecipanti del settore finanziario. Tra i doveri stabiliti, in primis figurano quelli di pubblicità circa la scelta e la gestione dei prodotti finanziari offerti ai propri clienti da riportare sulle proprie pagine web. Inoltre, è richiesto ai soggetti previsti di condividere le loro prassi di individuazione dei principali effetti negativi delle decisioni d'investimento chiarendo se quest'ultime sono prese in considerazione ed in caso contrario motivando tale decisione.

Infine, il regolamento è stato poi integrato dal Regolamento Delegato 2023/363/EU, il quale si presenta come un set di standard e principi di *reporting* al fine di agevolare l'attuazione del SFDR. Di fatti, il Regolamento Delegato chiarisce approfonditamente e nel dettaglio come procedere per riportare correttamente le informazioni richieste a seconda del settore e dell'attività svolta.

2.1.3. La terza Key Recommendation: Dalla NFDR alla Corporate Social Responsibility Directive.

Procedendo con l'analisi, per cercare di comprendere come gli sforzi dell'*High-Level Group* hanno aiutato i *policy maker* europei a delineare una strategia ambiziosa e coerente con l'obiettivo di leadership nella transizione energetica, si conclude la presentazione del report prodotto dal Gruppo.

La trattazione si sofferma sulla terza *key recommendation* indicata dagli esperti. La raccomandazione in questione ha prodotto modifiche molto rilevanti a livello normativo e la sua applicazione è attualmente in fase di perfezionamento ed aggiornamento. Il contenuto esprime la necessità di implementare e migliorare i regolamenti in tema di comunicazione aziendale al fine di rendere i rischi, in termini di sostenibilità legati alle imprese, trasparenti e chiari al pubblico. Nel testo è affermato che la comunicazione sul mercato deve muoversi verso una visione di lungo periodo, la quale agevola di conseguenza gli investimenti a lungo termine, perno della strategia green, e permette agli investitori di valutare correttamente la creazione di valore aggiunto a lungo termine da parte delle imprese in termini ESG. Inoltre, viene sottolineato come molte delle informazioni che vengono rese pubbliche siano di carattere qualitativo, che pur essendo una modalità appropriata per la comunicazione di molte questioni riguardanti la sostenibilità, non consente una misurazione esatta dei miglioramenti che si sviluppano nel tempo e non permette una sufficiente comparabilità con altri *player* di settore.

Analogamente, il report ribadisce l'importanza di stabilire degli standard a livello europeo che possano guidare le imprese nel redigere delle informative che siano in grado di rappresentare l'effettivo livello di sostenibilità raggiunto dalle società che devono o scelgono di pubblicarle.

A tal proposito, il Gruppo ha presentato come riferimento il *framework* di linee guida prodotto dalla *Task Force on Climate-related Financial Disclosures* (TCFD), sottolineando come ci fosse grande ottimismo da parte del mercato nell'adottare tali standard, con più di 230 imprese che ne avevano usufruito al momento del report. La chiave di volta nella creazione di un set di standard validi a livello comunitario è stata la necessità di modificare e perfezionare la già citata Direttiva 2014/95/EU¹³.

¹³ Op. cit. pag. 8

L'emendamento della Direttiva, secondo il Gruppo, sarebbe stato l'opportunità per valutare come implementare efficacemente degli standard che riuscissero a coadiuvare al meglio la funzione svolta dall'Informativa Non Finanziaria. Dunque, dopo un primo studio finalizzato a rintracciare degli standard sia globali che settoriali, e dopo aver fatto testare su base volontaria i meccanismi della *disclosure* da parte di alcune imprese tra cui quelle operanti in alcuni settori chiave come quello energetico, dei trasporti ed altri ancora; la raccomandazione ha previsto la creazione di un *working group* per allineare proprio la NFRD agli standard stabiliti.

A tal proposito, nell'Azione Nove dell'Action Plan del 2018 redatto dalla Commissione, i concetti espressi dal Gruppo vengono ribaditi. Inoltre, si afferma che la Direttiva sull'informativa di carattere non finanziario aveva permesso una comunicazione flessibile da parte delle società che la redigevano; tuttavia, per informare correttamente gli investitori e per consentire a questi di attuare investimenti consapevoli, vi era il bisogno di conciliare la flessibilità propria della NFRD con la standardizzazione derivante dall'adozione di standard precisi ed omogenei a livello comunitario. Seppur con un accenno, il Piano d'Azione, dunque, ha stabilito che la Commissione avrebbe monitorato ed in seguito perfezionato o sostituito le linee guida allora presenti sulle informazioni non finanziarie. La valutazione ha preso in considerazione l'adeguatezza degli obblighi previsti per le società quotate e non quotate progettando di fornire ulteriori linee guida sulle modalità di comunicazione dei principali aspetti contenenti fattori ESG.

Gli impegni presi dalla Commissione sono culminati il 16.12.2022 con la pubblicazione della *Corporate Social Responsibility Directive* (CSRD) nata con l'obiettivo di fornire un quadro chiaro e completo riguardo alla reportistica di sostenibilità. I punti affrontati nella Direttiva sono quelli che erano stati delineati sia dal Gruppo nel *Final Report*, sia dalla Commissione nell'*Action Plan*, tra cui l'adozione della prospettiva di lungo termine (c.d. criterio del *forward-looking*). Inoltre, i soggetti interessati aumentano, andando a comprendere tutte le imprese nel territorio comunitario ad eccezione delle microimprese con uno scadenziario, che va dal 2024 al 2028, creato sulla base delle dimensioni delle imprese coinvolte.

Tale operazione è strutturata coinvolgendo gradualmente tutti i soggetti, partendo da quelli che si qualificano come enti di interesse pubblico di grandi dimensioni¹⁴, già obbligati a redigere l'informativa secondo quanto previsto dalla NFRD, a partire dal 1.1.2024; mentre, a partire dall'anno seguente, dunque dal 1.1.2025, saranno tenuti a presentare l'informativa tutte le grandi imprese e imprese madri di grandi gruppi che non si qualificano come enti di interesse pubblico. La particolarità, invece, si riscontra nel coinvolgimento delle piccole e medie imprese che formano enti di interesse pubblico, ad eccezione delle microimprese. Queste, difatti, sono tenuti a pubblicare la rendicontazione di sostenibilità a partire dal 1.1.2026; tuttavia, è presente un'opzione *optout* secondo la quale, dandone una corretta e puntuale motivazione all'interno della Relazione sulla gestione, possono posticipare l'onere del report al 1.1.2028. Quest'ultima data, invece, sarà il termine ultimo entro il quale saranno comprese nell'adempimento anche le società *extra-Unione* che abbiano un fatturato di almeno 150 milioni di euro per due anni consecutivi.

In seguito, la norma ha previsto nuovi standard europei denominati *European Sustainability Reporting Standards* (ESRS), i quali includono previsioni differenziate per le PMI. La loro introduzione è dovuta agli emendamenti operati agli articoli 19-*bis* e 29-*bis* della Direttiva 2013/34/UE, sostituiti, nel contenuto, dai nuovi artt. 29-*ter* e 29-*quater* i quali fanno esplicitamente riferimento agli ESRS. Il nuovo set di standard è strutturato secondo una disposizione dal generale al particolare con due tipologie diverse di standard.

I primi due standard, l'ESRS 1 e l'ESRS 2, sono definiti standard trasversali in quanto contengono rispettivamente, le prescrizioni generali, che si propongono di illustrare il sistema di composizione dei vari principi, nonché i concetti utilizzati e gli obblighi generali per la presentazione di informazioni in conformità alla direttiva CSRD, e le informazioni generali, le quali sono finalizzate a fornire la corretta comprensione dell'applicazione dei criteri nella dichiarazione; dunque, le informazioni generali

¹⁴ Tra questi sono compresi: grandi imprese enti di interesse pubblico che alla data di chiusura del bilancio superano il numero medio di 500 dipendenti occupati durante l'esercizio; enti di interesse pubblico che costituiscono imprese madri di un grande gruppo e che, su base consolidata alla data di chiusura del bilancio, superano il criterio del numero medio di 500 dipendenti occupati durante l'esercizio.

comprendono i criteri di redazione, dettagli riguardanti governance, strategia, modalità e sistemi di gestione del rischio.

Le restanti tre branche di standard vengono definite principi tematici in quanto, come chiarito all'interno dell'ESRS 1, *“riguardano un tema della sostenibilità e si articolano in temi e sottotemi e, se necessario, in sottotemi specifici”*. Principalmente, questi si distinguono in ESRS E, ossia lo standard che si occupa di dichiarazione in merito a temi ambientali come cambiamenti climatici, inquinamento, acqua e risorse marine, biodiversità ed economia circolare; in seguito, si ha l'ESRS S, dunque i principi afferenti ai temi sociali, come la forza lavoro, la catena del valore, le comunità coinvolte ed i consumatori finali.; infine, l'ultimo set di standard finora disponibile è l'ESRS G, il quale comprende un solo principio riguardante la condotta delle imprese (De Rosa, 2024).

Il set di principi descritto, tuttavia, dovrà essere, nel prossimo futuro, perfezionato tramite l'aggiunta di nuovi standard settoriali specifici che agevolino la redazione della dichiarazione per le imprese anche per ciò che riguarda gli aspetti propri dell'attività svolta. A tal proposito, va sottolineato che nel corso del periodo di applicazione della NFRD, durante il quale non era stato pubblicato nessun set di standard a livello europeo, la norma chiariva che potevano essere impiegati, al fine di redigere la DNF, standard come il *Global Compact*, gli standard dell'EMAS, la norma ISO 26000, o in alternativa, *“altri standard diffusi a livello internazionale il cui livello di riconoscimento (...) è tale che non si può dubitare che rientrino anch'essi nell'ambito degli standard funzionali”*. Attraverso quest'ultima locuzione viene operato un riferimento implicito agli standard prodotti dal *Global Reporting Initiative* (GRI). Questi standard hanno svolto un compito di rilievo nella fase transitoria descritta in quanto sono stati, per un numero esteso di imprese, il set di standard di riferimento per redigere le proprie informative. Non a caso, nel dicembre 2023, è stato approvato un progetto di correlazione tra i principi GRI ed ESRS¹⁵ al fine di raccordare i vari principi di sostenibilità. Di fatti, la struttura degli standard GRI è stata seguita per la composizione degli standard ESRS, con due set di standard contenenti gli indirizzi generali, la metodologia applicata e le informazioni minime da rendicontare; tuttavia, gli standard GRI hanno raggiunto una notevole

¹⁵ GRI-ESRS Interoperability Index.

espansione, andando a coprire vari settori e tematiche rilevanti ai fini della rendicontazione, proprio per questo figurano tra gli standard più comunemente utilizzati dalle imprese.

Per quanto riguarda le PMI, le quali sono escluse dall'obbligo di redigere il report di sostenibilità qualora non siano enti di interesse pubblico, queste possono ad ogni modo decidere su base volontaria di redigere l'informativa. A tal proposito, l'EFRAG, acronimo di *European Financial Reporting Advisory Group*, ha avviato una consultazione pubblica nei primi cinque mesi del 2024 al fine di delineare dei set di standard che possano adattarsi a realtà imprenditoriali minori. Le bozze prendono il nome di ESRS LSME, ossia *European Sustainability Reporting Standards for Listed Small and Medium-sized Enterprises*, dedicato appunto alle PMI quotate, e di VSME ESRS, cioè *Voluntary European Sustainability Reporting Standards for non-listed small and medium-sized enterprises*. Quest'ultimo è uno standard destinato a micro, piccole e medie imprese, il quale copre le tematiche sensibili previste dagli standard europei declinate, tuttavia, secondo il principio della proporzionalità prevedendo tre moduli distinti che si dividono in:

- *Basic Module*, il quale costituisce il requisito minimo per piccole e medie imprese, mentre rappresenta l'obiettivo di reportistica per le microimprese;
- *Narrative – Policies, Actions and Targets Module*, ossia l'informativa dedicata alle strategie e gli obiettivi sostenibili delle imprese;
- *Business Partners (BP) Module*, costruito con obiettivi da raggiungere secondo l'analisi di materialità condotta per rintracciare gli interessi dei principali *stakeholders* dell'organizzazione.

2.2 I fattori ESG come *driver* di investimento

Mentre la maggioranza dei Paesi si sensibilizzano gradualmente sempre di più riguardo le tematiche sostenibili accennate, e nonostante varie cornici normative siano state poste, la realizzazione degli accordi siglati prevede un investimento titanico che secondo l'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE)

ammonterebbe a circa USD 103.000 miliardi soltanto nel periodo che va dal 2016 al 2030 (OCSE, 2017). Tale fabbisogno, dati i limiti a cui sono sottoposti sia la spesa pubblica di molti Paesi sia la capacità di prestito del sistema bancario, potrà essere raggiunto soltanto attraverso un alto coinvolgimento del settore privato (Gianfrate et al., 2019).

Dunque, l'analisi di seguito proposta riporta delle evidenze circa la crescita degli investimenti sostenibili, ossia quegli investimenti che tengono conto nella selezione e gestione di portafoglio dei fattori ESG (*Environmental, Social e Governance*), confrontando i dati riportati nei due *report* biennali della *Global Sustainable Investment Alliance* del 2020 (Global Sustainable Investment Review, 2021) e del 2022 (Global Sustainable Investment Review, 2022), così da poter evidenziare le tendenze che emergono nel mercato degli investimenti sostenibili a livello globale.

Innanzitutto, il primo studio del 2020 evidenzia come gli investimenti sostenibili, all'interno dei mercati considerati¹⁶, siano arrivati ad un totale di USD 35.300 miliardi. Dunque, si è manifestato un incremento del 15% rispetto al biennio precedente, nonché un incremento del 55% considerando il rendimento quadriennale nella finestra temporale 2016-2020. Considerando tutte le attività gestite professionalmente, circa USD 98.400 miliardi, la quota di attività sostenibili si attesta attorno al 35,9%, con un incremento del 2,5% rispetto al 2018.

Questi risultati sono dovuti ad un aumento degli investimenti sostenibili in tutti i mercati considerati ad eccezione di quello europeo, in cui, come evidenziato nei paragrafi precedenti, la normativa ha subito molteplici emendamenti, su tutti il c.d. Regolamento Tassonomia ha modificato i parametri attraverso i quali si definiscono i requisiti per classificare un investimento come sostenibile. La conseguenza della riclassificazione europea è stata un ridimensionamento degli investimenti sostenibili del 13% rispetto al biennio precedente, da USD 14.075 miliardi a USD 12.017 miliardi d'investimenti.

Oltre all'Unione Europea, il *report* segnala che anche nella regione dell'Australasia si è verificata una modifica degli standard di sostenibilità che ha portato ad un brusco

¹⁶ Questi sono il mercato europeo, quello statunitense, canadese, giapponese e il mercato della regione australasiatica.

rallentamento della crescita di tali investimenti che dal 46% del biennio precedente si arresta al 26%. Al contrario, la tendenza risulta positiva per altri Paesi, tra cui Canada, che ha conosciuto il maggior incremento (48%) nel periodo di riferimento, e Stati Uniti, che con un aumento del 42% arriva a gestire circa USD 17.081 miliardi di dollari in investimenti sostenibili.

Tuttavia, va sottolineata la difficile comparabilità dei dati esposti in quanto le legislazioni dei vari Paesi coinvolti prevedono diverse definizioni di investimento sostenibile che potrebbero non coincidere. Proprio a causa delle varie modifiche alle metodologie di classificazione, nel *report* del 2022 sono stati esclusi gli Stati Uniti, i quali hanno ridotto la loro quota di investimenti sostenibili ai livelli del 2016 (circa USD 8.000 miliardi). Ciononostante, anche nel 2022 è confermata la tendenza sostenibile a livello globale, con un aumento delle attività ESG pari al 20% ed un aumento nominale in tutte le regioni ad eccezione di una lieve diminuzione per quanto riguarda il Canada. Un dettaglio interessante da sottolineare è la crescita degli investimenti sostenibili in Europa, che registra un rallentamento medio del 5% annuo, ben al di sotto della crescita media a livello globale, anche quest'ultimo dovuto alla selezione più rigida degli investimenti che possono essere considerati come sostenibili secondo quanto disposto dal Regolamento Tassonomia ed i regolamenti delegati che lo hanno seguito. Nonostante le difficoltà di adattamento riscontrate in Europa a fronte della nuova legislazione lanciata dal *Sustainable Finance Action Plan*, lo studio del 2022 conferma la leadership europea in quanto a gestione di attività sostenibili, con il 46% del totale di queste detenute dai Paesi europei, seguiti dagli Stati Uniti (28%), Giappone (14%) e Canada (4%).

Poiché lo studio si basa sull'analisi degli investimenti sostenibili nelle varie regioni prese in considerazione, il *report* fornisce una classificazione dei prodotti di investimento sulla base delle varie strategie adottate nella prassi della finanza sostenibile. Queste possono essere ricondotte alle seguenti, come mostrato dalla **Figura 1**:

<i>Integrazione dei fattori ESG</i>	L'inclusione sistematica e esplicita da parte dei gestori di investimenti dei fattori ambientali, sociali e di governance nell'analisi finanziaria.
<i>Impegno aziendale e azione degli shareholders</i>	Impiegare il potere degli azionisti per influenzare il comportamento aziendale, anche attraverso l'impegno diretto dell'azienda (cioè, comunicando con il <i>senior management</i> e/o i consigli di amministrazione delle aziende), presentando o co-presentando proposte degli azionisti, e il voto di delega che è guidato da linee guida ESG complete.
<i>Screening basato su norme regolamentari</i>	<i>Screening</i> degli investimenti rispetto a standard minimi di pratiche commerciali o di emittenti basati su norme internazionali come quelle emesse da ONU ¹³ , OIL ¹⁴ , OCSE ¹⁵ e ONG ¹⁶ (per esempio <i>Transparency International</i>).
<i>Screening negativo e/o di esclusione</i>	L'esclusione da un fondo o da un portafoglio di determinati settori, società, paesi o altri emittenti sulla base di attività considerate non investibili. I criteri di esclusione (basati su norme e valori) possono riferirsi, per esempio, a categorie di prodotti (per esempio, armi, tabacco), pratiche aziendali (per esempio, sperimentazione animale, violazione dei diritti umani, corruzione) o controversie.
<i>Screening positivo/ Best-in-class</i>	Investimento in settori, società o progetti selezionati per una performance ESG positiva rispetto alle società comparabili a livello settoriale, e che raggiungono un rating superiore a una soglia definita.
<i>Investimento su temi sostenibili/Investimenti tematici</i>	Investire in temi o attività che contribuiscono specificamente a soluzioni sostenibili – ambientali e sociali – (per esempio, agricoltura sostenibile, edifici <i>green</i> , portafoglio a basse emissioni di carbonio, equità di genere, diversità).
<i>Investimenti a impatto e investimenti a favore della comunità</i>	<i>Investimenti a impatto</i>
	Investire per ottenere impatti positivi, sociali e ambientali - richiede la misurazione e il <i>reporting</i> rispetto a questi impatti, dimostrando l'intenzionalità dell'investitore e dell'asset/investimento sottostante, e dimostrando il contributo dell'investitore.
	<i>Investimenti a favore della comunità</i>
	Dove il capitale è specificamente diretto a persone o comunità tradizionalmente poco servite, così come il finanziamento che viene fornito a imprese con un chiaro scopo sociale o ambientale. Alcuni investimenti comunitari sono investimenti a impatto, ma l'investimento comunitario è più ampio e considera altre forme di investimento e attività di prestito mirate.

Figura 1 – *Global Sustainable Review 2020 (GSIA, 2021) – Rielaborazione da parte di C B. Pellegrini, C. Cannas, Quali prospettive per una finanza sostenibile?, Analisi Giuridica dell'Economia, 2022*

Tra le strategie di investimento sostenibile elencate, la più impiegata è l'integrazione dei fattori ESG, la quale nel 2020 ha totalizzato attività in gestione per USD 25.200 miliardi, essendo anche la strategia più comunemente dichiarata in molte regioni, tra tutte Europa e Stati Uniti. Tuttavia, nel *report 2022*, nel quale, come già anticipato, non compaiono i dati inerenti agli US e nella sezione in analisi non sono stati riportati neppure i dati dell'Europa in quanto non disponibili, si assiste ad una inversione di tendenza che vede l'impegno aziendale e le azioni degli *stakeholder* come strategia principalmente impiegata. Certamente la frammentarietà dei dati non consente una puntuale comparabilità tra le regioni considerate; tuttavia, conferma una tendenza del

mercato, e degli investitori, a concentrarsi sull'impegno per influenzare il comportamento aziendale, sia direttamente tramite il *senior management*, sia indirettamente attraverso gli *stakeholder*.

A livello aziendale, si riconosce un certo grado di correlazione tra *performance* delle imprese e *rating* ESG, soprattutto per quanto riguarda il costo del capitale. Tale legame varia a seconda del settore analizzato, soprattutto poiché i diversi settori risultano essere più sensibili a determinati fattori ESG. Ad esempio, evidenze mostrano che il settore *automotive* risulta correlato per lo più agli aumenti del fattore *Environmental*, con aumenti della *performance* in termini di ROA¹⁷ che arrivano al 4% a seguito di un aumento del 10% del *rating* ESG; mentre nel settore energetico, c.d. *oil & gas*, si pone l'accento sui fattori di *Governance* che risulta in una decrescita del costo del capitale¹⁸ di 134 punti base rispetto ad un aumento del 10% del fattore ESG. I dati a disposizione dimostrano un'aumentata sensibilità da parte degli investitori verso imprese che integrano efficacemente gli ESG (Bellavite Pellegrini, 2022).

A sottolineare la stretta relazione che lega *performance* e *rating* ESG, vi sono anche evidenze provenienti da esperti nel campo della consulenza finanziaria, come Morningstar che nel primo trimestre 2020 ha riportato rendimenti sopra la media per 51 dei suoi 57 indici di sostenibilità rispetto agli altri indici di mercato, fenomeno riscontrato anche da MSCI per 15 dei suoi 17 indici sostenibili.

Inoltre, in una recente analisi sviluppata da (Blackrock, 2020) si sottolinea come le attività sostenibili si siano rivelate più resilienti nel corso delle recenti recessioni. Lo studio evidenzia come, nei momenti di difficoltà economica che si sono riscontrati sia nel 2015 sia nel 2018 ed infine con la pandemia del 2020, gli strumenti finanziari sostenibili abbiano mantenuto delle *performance* sopra la media sul mercato, non necessariamente in termini di rendimento quanto in termini di resilienza agli *shock* che coinvolgevano i mercati. Tale qualità osservata negli strumenti finanziari sostenibili da una parte può essere ricondotta alla correlazione naturale che si riscontra tra gli strumenti citati e la bassa volatilità che li contraddistingue, dall'altra, tuttavia, lo studio

¹⁷ Return on Assets.

¹⁸ Calcolato attraverso il modello di Easton o modello di crescita dei *price/earnings* (P/E), senza tenere in considerazione la distribuzione dei dividendi.

condotto da Blackrock afferma che vi sono una schiera di caratteristiche sostenibili “*materiali*” che incidono sulle *performance* degli strumenti. L’ultimo periodo di grave turbolenza economica ha sottolineato la capacità di tali imprese di affrontare crisi economiche proponendosi anche come catalizzatrici di investimenti, stimolando cioè flussi di capitale da parte degli investitori, che nei periodi di difficoltà dei mercati, preferiscono affidarsi a strumenti sostenibili.

2.3 Il *rating* ESG

Nella conclusione del capitolo, avendo mostrato il peso che ricopre il mercato degli investimenti sostenibili a livello mondiale ed i trend che lo caratterizzano, la trattazione si sofferma sul tema del *rating* ESG. Il focus sull’importanza e sulle metodologie di *rating* risulta essere necessario vista l’influenza che questo esercita sulle decisioni degli investitori e, di conseguenza, anche sui i prezzi stessi delle attività.

Dapprima, il tema risulta essere particolarmente complesso in quanto la frammentazione nelle definizioni di “prodotto sostenibile” costringe le varie agenzie di *rating* ad adottare modalità proprie e criteri diversi per assegnare i punteggi di sostenibilità alle imprese, rendendo, dunque, la scelta meno semplice per gli investitori che rischiano di perdere fiducia negli strumenti sostenibili data la “soggettività” che ne caratterizza la classificazione.

A tal proposito, va sottolineato come i regolamenti descritti nei paragrafi precedenti, tra cui in maniera particolare la *Sustainable Financial Disclosure Regulation* (SFDR) ed il Regolamento Tassonomia, agiscono, perlomeno a livello europeo, proprio per uniformare le interpretazioni date sia dai partecipanti ai mercati finanziari che percepite dagli investitori, al fine di evitare confusione sul mercato.

Il rischio di valutazioni non concordanti da parte delle principali agenzie di *rating* ESG si traduce in una minore rappresentatività delle preferenze sostenibili degli investitori nel prezzo degli strumenti. Difatti, la differenza nei *rating* disperde gli investimenti e di conseguenza disincentiva anche le stesse imprese ad aumentare i propri investimenti in sostenibilità, poiché questi rischiano di essere valutati in maniera incoerente (De Santis

et al., 2020). Le principali cause delle discrepanze che si manifestano tra i vari *rating* ESG si possono riassumere in tre elementi:

1. La mancata corrispondenza tra i criteri impiegati dalle agenzie di *rating*, in quanto ciascuna di queste decide le caratteristiche ESG da includere nel proprio servizio, tralasciando quelle che non vengono selezionate in modo discrezionale;
2. L'adozione di pesi diversi a seconda della categoria considerata in base alla propria visione;
3. La mancanza di univocità rispetto alle unità di misura impiegate nella misurazione delle medesime categorie.

Nello specifico, la scelta di criteri diversi nella valutazione delle attività implica la presenza di opinioni divergenti circa la considerazione di alcuni attributi che dovrebbero essere considerati sostenibili ai fini della valutazione in base ai fattori ESG. A loro volta, le diverse unità di misura impiegate, intese come indicatori, comportano una discrepanza nella valutazione anche nel caso in cui si sceglieressero i medesimi criteri.

Alcune delle possibili soluzioni in materia potrebbero essere l'individuazione di set di standard che guidino uniformemente le valutazioni da parte delle agenzie di *rating*, così come una maggiore trasparenza da parte di quest'ultime verso i propri investitori per ciò che riguarda le modalità seguite nella misurazione.

Per meglio comprendere le metodologie a cui si è fatto riferimento, di seguito vengono presentati a titolo di esempio il sistema di *rating* adoperato dall'agenzia MSCI e *Thomson Refinitiv*. Quest'ultima è tra le maggiori sul mercato, gestendo i *rating* di circa 40.000 istituzioni in tutto il mondo. Il suo percorso di determinazione del punteggio ESG si articola in diverse fasi (LSEG, 2023).

La prima fase riguarda l'analisi delle metriche, qualitative e quantitative, che vanno poi a comporre le 10 categorie riconducibili ai tre pilastri *Environmental*, *Social* e *Governance*. Gli indicatori qualitativi sono trattati attraverso il metodo booleano, in cui si attribuisce una variabile binaria all'indicatore in questione, a seconda della sua polarità. Gli indicatori numerici invece sono valutati normalmente; tuttavia, non vengono considerati laddove l'industria di riferimento non ne tenga generalmente conto nelle proprie dichiarazioni di sostenibilità, seguendo il criterio generale della rilevanza.

In seguito, il punteggio per ogni categoria viene individuato tramite una media aritmetica che tiene conto delle aziende che hanno un punteggio inferiore, di quelle che hanno il medesimo punteggio e, infine, di tutte le imprese con un punteggio nel settore. L'equazione che fornisce i punteggi per categoria si traduce dunque in:

Punteggio

$$= \frac{n. di imprese con un valore inferiore + \frac{n. di imprese con lo stesso valore}{2}}{n. di imprese valutate}^{19}$$

Inoltre, per presentare un punteggio che rispecchi adeguatamente le caratteristiche del settore di riferimento dell'impresa analizzata, si ricorre all'ausilio della matrice di materialità, la quale determina il peso relativo di ciascun tema in relazione all'industria coinvolta. Ogni tema è abbinato ad un solo indicatore che ne individua la rilevanza nel settore.

Il metodo di calcolo impiegato per stabilire i pesi relativi delle varie categorie può ricorrere alla mediana di settore, principalmente impiegata per elaborare i dati numerici relativi ai settori *Environmental* e *Social*, in cui il peso relativo viene assegnato sulla base del valore mediano relativo degli indicatori specifici dell'impresa considerata rispetto al gruppo industriale di appartenenza, in tal modo viene assegnato un rango decile.

Allo stesso modo, considerando gli indicatori booleani, relativi, come già accennato, a valutazioni di carattere qualitativo, il peso relativo si basa sui livelli di comunicazione di ciascun tema all'interno del settore, assegnando anche in questo caso dei ranghi decili che determinano il peso relativo da attribuire al tema.

I pesi relativi di ciascuna categoria, infine, sono ottenuti tramite il rapporto del peso della singola categoria considerata rispetto alla somma dei pesi relativi di tutte le dieci categorie disponibili e prese in analisi.

¹⁹ La valutazione per i fattori E ed S si riferisce ai *competitor* all'interno dello stesso settore, in quanto si presume che affrontino le stesse sfide in merito a fattori sociali ed ambientali, mentre per quanto riguarda gli aspetti di *Governance* si utilizzano come parametro le aziende operanti nello stesso paese, in quanto la normativa presente viene considerata un fattore determinante.

Una volta calcolati i pesi relativi delle varie categorie, si procede al calcolo del punteggio ESG per i tre pillar. Questo è formato dalla media ponderata dei punteggi delle categorie moltiplicate per i rispettivi pesi relativi. Infine, il calcolo del *rating* si conclude aggregando i *pillar scores* al fine di derivare il punteggio ESG dell'impresa in questione.

Il sistema di *rating* di *Thomson Refinitiv*, inoltre, si articola in una fase ulteriore, quella del *Controversy score*, ossia un punteggio la cui funzione è quella di decurtare l'ESG *score*, determinato precedentemente, sulla base delle controversie che hanno interessato l'impresa oggetto di analisi durante l'ultimo esercizio. I temi che rientrano nell'analisi ai fini del calcolo del punteggio afferiscono a ventitré aree tematiche differenti, rapportate in relazione ai gruppi industriali di appartenenza, attraverso variabili booleane che di default assumono un valore pari a zero. Inoltre, al fine di tenere in considerazione la maggiore esposizione mediatica delle imprese con una più alta capitalizzazione di mercato, l'algoritmo descritto impiega nel calcolo degli indici di gravità, c.d. *severity rate*, i quali sono inversamente proporzionali alle tre classi di capitalizzazione di mercato considerate (**Figura 2**).

Global benchmark	Cap class	Severity rate*
>=10 billion	Large	0.33
>=2 billion	Mid	0.67
<2 billion	Small	1

*Logic to derive weights: large = 1/3 or 0.33, mid = 0.67, small = 0.33+0.67 = 1.

Figura 2 – LSEG Data & Analytics, *Environmental, social and governance scores from LSEG, Sustainable Growth*, pag. 16.

Infine, una volta calcolati i punteggi delle controversie si procede ad operare una media tra questi ultimi ed i punteggi ESG. Tuttavia, quando il punteggio ESG è minore del punteggio delle controversie, il punteggio finale, anche detto ESGC, corrisponde al primo dei due; mentre se il punteggio ESG è maggiore, si opera una media tra i due *ratings*.

L'analisi ora si sofferma sul sistema di *rating* impiegato dall'agenzia MSCI il quale segue una gerarchia simile al sistema esposto in precedenza. Il punteggio finale può variare da AAA a CCC secondo lo schema proposto nella **Figura 3**:

Exhibit 2: The final Industry-Adjusted Company Score mapped to a letter rating

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

*Appearance of overlap in the score ranges is due to rounding error. The 0-to-10 scale is divided into seven equal parts, each corresponding to a letter rating.

Figura 3 – ESG Ratings Methodology, MSCI ESG Research LLC, April 2024, pag. 6.

Il punteggio ESG finale assegnato all'impresa, tuttavia, non deve essere considerato in termini assoluti, bensì in relazione agli altri player di mercato che competono con quest'ultima nella medesima industria. Per quanto riguarda il calcolo del *rating* finale, questo è assegnato proporzionalmente all'*Industry-Adjusted Company Score*, ossia l'aggregazione dei singoli punteggi che l'impresa ha totalizzato nei campi *Environmental*, *Social* e *Governance*. Questi ultimi prendono il nome di *Key Issue Scores* per quanto riguarda i temi ambientali e sociali, mentre vengono chiamati *Governance Pillar Score* limitatamente alla categoria *Governance*.

I primi, dunque i *Key Issue Scores* i quali sono sottocategorie dei pillar *Environmental* e *Social*, sono selezionati per la valutazione in base all'esposizione dell'impresa ai rischi, ma anche alle opportunità, derivate da condizioni di mercato o complessivamente dell'industria in cui opera. Perciò, a partire da un insieme di 27 *Key Issues*, vengono selezionati dai due ai sette indicatori più rilevanti. In seguito, l'impresa riceve una valutazione dallo 0 al 10 per ognuna delle *Key Issues* selezionate in base ai rischi ed alle opportunità a cui l'impresa è esposta, tenendo anche in considerazione l'adeguatezza dei sistemi di management di cui l'organizzazione dispone per far fronte a suddetti fenomeni. A tal proposito il punteggio si compone di due variabili: il *Key Issue Exposure Score*, che misura appunto l'esposizione a rischi ed opportunità legate ai fattori ESG, ed il *Key Issue Management Score*, che invece valuta l'efficacia dei sistemi di management messi in pratica dall'impresa. Le *Key Issues* da analizzare dapprima vengono selezionate sulla base della rilevanza per ogni industria²⁰ a seconda delle externalità generate dalle proprie attività di business. Dunque, dapprima MSCI classifica ciascuna impresa, a seconda del segmento di business in cui opera, all'interno di attività

²⁰ Le industrie ricadono all'interno delle 163 *sub-industrie* definite dal *Global Industry Classification Standard*.

di business standard a cui poi viene assegnato un livello di esternalità generate per ogni *Key Issue* al fine di ottenere il *Business Segment Exposure Score*, il quale altro non è che il confronto tra i dati forniti dall'impresa nei propri report e la mediana di settore per la *Issue* specifica. Dunque, i punteggi delle singole categorie vengono aggregati attraverso una media ponderata per i rispettivi pesi al fine di ottenere il *Business Segment Exposure Score* dell'impresa in questione. I pesi in questione sono generalmente compresi tra lo 0.05 ed il 0.3 del totale a seconda delle statistiche del *Global Industry Classification Standard* in relazione al contributo dell'industria specifica alle esternalità negative associate alle *Key Issues*.

Infine, per quanto riguarda la classificazione degli aspetti di Governance si opera una valutazione generale della governance impiegata dall'impresa, con un punteggio che varia dallo 0 al 10, in cui partendo dal massimo vengono dedotti punti in base alle metriche oggetto di valutazione. Un punteggio basso sta ad indicare una maggiore esposizione ad i rischi legati a fattori ESG. Per questa categoria i pesi non vengono calcolati per ogni singola metrica; tuttavia, il pillar *Governance* ha peso minimo nel *rating* generale pari al 33% (MSCI ESG, 2024).

La descrizione dei sistemi di *rating* delle agenzie MSCI e *Thomson Refinitiv* ci permette di comprendere ciò che era stato affermato in precedenza, ovvero che nella valutazione di attività sostenibili i *rating* possono essere incoerenti tra loro vista le differenti pratiche utilizzate per calcolarli. Queste ultime sono, infatti, scelte discrezionalmente dalle agenzie che le propongono, con il rischio di creare incertezza e confusione tra gli investitori.

3. Strategie Sostenibili d'Impresa

Nel corso del primo capitolo si sono esposti in via generale i riferimenti normativi che sono stati operati per affrontare il tema della sostenibilità. Il focus della trattazione si è incentrato sia su alcuni interventi legislativi internazionali, rappresentati nella fattispecie da accordi che vincolano i Paesi firmatari al raggiungimento di determinati obiettivi globalmente riconosciuti come prioritari; sia sugli interventi normativi a livello europeo, con una disciplina particolareggiata ed estensiva che cerca di porre il Vecchio

Continente in una posizione di *leadership* nel contesto sostenibile a livello mondiale. Inoltre, si sono esposti alcuni dei vantaggi e delle carenze nella classificazione degli investimenti, così da introdurre alcuni strumenti utili ai fini della comprensione e dell'interpretazione delle forze motrici alla base delle strategie sostenibili d'impresa.

L'analisi ora volge, quindi, ad approfondire i legami che si sono instaurati tra performance sostenibile ed economica. Dunque, si cerca di esporre in primis quali sono le teorie che supportano questo genere di pratiche manageriali, per poi riportare alcuni studi che dimostrano la correlazione positiva che esiste tra *Corporate Social Responsibility* e performance economica d'impresa.

3.1 Correlazione tra Performance Sostenibile ed Economica

Nella sua opera *Strategic Management: A Stakeholder Approach* (Freeman, 1984) del 1984, *Robert Edward Freeman*, economista e filosofo statunitense, apre ad una profonda riflessione circa l'inadeguatezza delle pratiche manageriali dell'epoca, facendo luce sulla loro scarsa considerazione dell'ambiente esterno all'azienda e, quindi, dei propri *stakeholders*. Infatti, secondo l'autore le cariche manageriali allocano inefficacemente risorse in quanto non sono in grado di discernere i cambiamenti esterni che sono avvenuti o che dovranno avvenire nel futuro prossimo. La conseguenza naturale di tale condizione è la difficoltà che essi incontrano nel prioritizzare le novità più critiche, che potrebbero persino consentire di implementare delle misure preventive, ove possibile.

Tale riflessione assume importanza quando si comprende che gli eventi esterni che interessano l'impresa non sono effimeri, bensì condizionano nel lungo termine le operazioni BAU²¹. Tuttavia, alcune cariche esecutive aziendali tendono a riversare il fardello del fallimento aziendale nel rispondere ai bisogni degli *stakeholders*, proprio su questi ultimi. La problematica si accentua quando l'impresa rifiuta di riconoscere alcuni gruppi di *stakeholder*, sostenendo che questi non abbiano interessi all'interno del complesso aziendale e/o che non possano influenzarne la *performance*. La situazione viene, quindi, esasperata da un errata interpretazione della composizione del proprio

²¹ *Business as Usual*.

insieme di *stakeholders* di riferimento. In epoca moderna, la platea di interessi a cui l'azienda deve rispondere è vasta e comprende varie categorie di portatori, anche eterogenee tra loro. Se, quindi, da un lato "*Major strategic shifts in the business environment require conceptual shifts in the minds of managers*" (Mitroff et al., 1979), dall'altra si crea un dilemma nella prassi manageriale che deve riuscire a comprendere tutti i cambiamenti ai quali l'azienda è esposta, cercando di fornire al tempo stesso risposte complessive e coerenti ad una moltitudine di problematiche.

La risposta fornita da Freeman nel suo studio consiste nel definire ed individuare l'insieme di *stakeholders* di riferimento, stabilendo una linea strategica per ogni gruppo che lo compone. Ciò significa conoscere le varie classi di *stakeholders*, conoscere come si innescano i conflitti al loro interno, quali sono i temi d'interesse ai quali prestano maggiore attenzione e la loro inclinazione ad intervenire affinché questi vengano trattati compatibilmente alle loro richieste ed esigenze. Inoltre, come accennato in precedenza, gruppi diversi non possono essere gestiti in maniera isolata; vi è la necessità di implementare approcci e processi integrati per affrontare temi differenti in maniera univoca e coerente.

Al fine di costruire linee strategiche incentrate sulle singole classi di *stakeholders* la prima fase è quella di analisi dei comportamenti. Infatti, spesso si tende a presumere i valori o le condotte che caratterizzano dei gruppi, specialmente quando ci si trova in conflitto con questi ultimi. Tuttavia, quando si considerano gruppi eterogenei rispetto ad una problematica comune è doveroso distinguere i diversi atteggiamenti messi in atto. Questi si possono ricondurre a tre categorie principali:

- La prima categoria comprende i comportamenti effettivi o concreti, ossia un insieme di comportamenti riscontrati tramite l'osservazione dello specifico gruppo. Questo genere di condotta descrive la relazione presente tra l'organizzazione ed i portatori di interessi rispetto all'oggetto della problematica;
- La seconda categoria descrive i potenziali cooperativi, ossia condotte concrete che in futuro potrebbero assistere l'organizzazione nel raggiungimento degli obiettivi riguardanti il tema in questione;

- L'ultima categoria fa riferimento alle minacce competitive, dunque i comportamenti che potrebbero impedire gli obiettivi aziendali. Proprio comprendendo quest'ultima tipologia di condotta, i manager hanno la possibilità di soppesare i rischi legati ad una decisione avversa ai propri *stakeholders*, valutando la convenienza e l'eventuale costo di un riconciliamento.

Attraverso questo tipo di analisi, i livelli esecutivi possono valutare un'ampia gamma di possibilità, prevenendo quella che viene definita "*strategic surprise*". Così facendo, l'organizzazione può cercare di massimizzare il potenziale cooperativo dei propri *stakeholders*, limitando, invece, la minaccia competitiva.

Inoltre, la capacità manageriale consiste anche nella comprensione dei comportamenti assunti dai vari gruppi. Errato, nonché fuorviante, sarebbe ricondurre le ragioni del conflitto alla mera irrazionalità di questi ultimi. Al contrario, va sottolineata la necessità per il management di immedesimarsi nei propri *stakeholders*, empatizzando con la sua posizione così da capire la sua percezione della materia in questione. In particolare, un manager deve comprendere: cosa il gruppo cerca di ottenere nel lungo periodo e cosa cerca di ottenere circa la problematica in analisi; infine, qual è il nesso tra la problematica e l'obiettivo di lungo periodo.

Questa breve esposizione della c.d. *Stakeholder Theory* di Freeman ci permette di comprendere quali sono i motivi alla base delle scelte strategiche sostenibili delle imprese. Infatti, queste tengono conto degli interessi di una moltitudine di parti per definire le proprie linee strategiche, come vedremo nello specifico nel prossimo paragrafo. È necessario, inoltre, precisare che all'interno di settori esposti ai rischi, ma anche alle opportunità, legati alla sostenibilità si sommano una pluralità di pressioni esterne volte all'introduzione di pratiche di *Corporate Social Responsibility (CSR)* finalizzate a creare valore economico di lungo termine. Il modello del settore *oil and gas* in questo ambito appare perfettamente esemplificativo, in quanto sottoposto a pressioni da parte di investitori, apparati statali e politici, ecologisti e della popolazione del mercato di riferimento.

Nonostante si possa essere sotto l'impressione che le imprese del settore in analisi siano sottoposte ad un ambiente ostile, vari sono stati gli studi che, al contrario, provano la

correlazione tra l'adozione di pratiche di CSR e aumento della performance economica di queste ultime.

In primis, viene sottolineato il miglioramento del rendimento finanziario (Patari et al., 2014)²² delle aziende. La CSP (*Corporate Social Performance*) che influisce sul risultato economico d'impresa necessita di essere distinta in due misure: i punti di forza e quelli di debolezza. La separazione di tali misure risulta rilevante in quanto è verificato che i due elementi si traducono in effetti diversi sulla performance finanziaria. In particolare, se si parla di profittabilità dell'impresa, l'unico effetto rilevante che si riscontra dai dati è una tendenza negativa causata dalla presenza di punti di debolezza nella CSP dell'impresa. Al contrario, in merito al valore di mercato dell'impresa si notano gli effetti di entrambi gli elementi. Ciononostante, i punti di forza producono i propri risultati con un ritardo minore rispetto ai punti di debolezza. Ciò sta ad indicare una probabile inefficienza nei report di sostenibilità da parte delle aziende del settore, le quali tendono a comunicare in maniera più tempestiva le iniziative introdotte che possono essere valutate come punti di forza dai propri *stakeholders*; tuttavia, tendono a tacere, almeno nel breve periodo, le materie che possono influenzare negativamente la propria CSP.

Inoltre, un altro studio (Albuquerque et al., 2019)²³ da analizzare presenta lo sviluppo di un modello di equilibrio in un'industria in cui vi sono imprese che possono decidere di adottare processi produttivi e tecnologie affini alla *Corporate Social Responsibility*, o meno. Nel modello si presuppone che le imprese siano eterogenee e che la decisione di implementare le pratiche di CSR dipenda dal costo di queste tecnologie, così che le imprese con le strutture di costo più contenute siano più inclini a adottarle. Inoltre, tale teoria si richiama alla letteratura scientifica che interpreta l'introduzione di tecnologie e processi di CSR come strategia di differenziazione dei propri prodotti. Con tale supposizione di fondo, l'impresa caratterizzata da pratiche di CSR affronta una funzione di domanda relativamente meno elastica rispetto al prezzo. Ciò si traduce in margini di

²² Cfr. Y. Gong, C. Yan, K. Ho, The effect of managerial ability on corporate social responsibility and firm value in the energy industry, *Corporate Social Responsibility Environmental Managing*, 2021, 28, pagg. 581-594.

²³ Cfr. A. Fatemi, M. Glaum, S. Kaiser, ESG Performance and firm value: The moderating role of disclosure, *Global Finance Journal* 38, 2018, pagg. 45-64.

profitto maggiori, i quali consentono all'impresa di risultare più resistente durante eventuali shock di mercato.

Attraverso tale ragionamento, ponendoci nella prospettiva di un investitore avverso al rischio, notiamo come un'impresa con una bassa elasticità dei profitti rispetto agli shock di mercato sia caratterizzata da un rischio sistematico minore rispetto alle concorrenti e, di conseguenza, da un valore di mercato maggiore.

Tuttavia, la presenza di alti margini di profitto induce altre imprese ad emulare le suddette pratiche di CSR, con costi proporzionalmente maggiori. Tale condizione, pertanto, si risolve con l'impresa marginale che affronta un rischio sistematico comunque più alto, oltre ad avere un valore di mercato minore. Il modello qui esposto è stato poi testato con riferimento al *data set* MSCI ESG Research Database, descrittivo del livello di implementazione di tecnologie CSR a livello aziendale, il cui funzionamento è stato affrontato ed analizzato nel capitolo precedente. L'analisi è stata quindi condotta sul punteggio complessivo ESG di circa 2.382 imprese statunitensi lungo il periodo 2003-2015, con un totale di 28.578 osservazioni. Di seguito, sono stati calcolati i beta, indici del rischio sistematico di riferimento per ciascuna impresa, secondo il modello CAPM, *Capital Asset Pricing Model*; questi vengono poi impiegati come variabili dipendenti nell'analisi. I risultati, come esposti in precedenza, confermano la riduzione del rischio sistematico che l'impresa affronta sul mercato quando adotta pratiche di CSR, soprattutto quando queste ultime sono corredate da apposite comunicazioni che le pubblicizzano. Ciò conferma l'ipotesi per cui tendenzialmente, più alti sono i *rating* ESG che un'impresa vanta, minore è il rischio di mercato a cui questa è sottoposta.

Le conclusioni appena presentate sono di notevole importanza, anche perché un minore rischio sistematico ha ulteriori effetti sulla struttura finanziaria delle imprese. A tal proposito, analizzando un altro studio (El Ghoul et al., 2011) l'analisi approccia un ulteriore spunto: l'impatto della *Corporate Social Responsibility* sul costo del capitale proprio. In tal senso è necessario operare alcune considerazioni di base.

In primis, essendo il costo del capitale proprio rappresentativo del tasso di sconto interno applicato dal mercato ai flussi di cassa futuri generati dall'impresa per stimarne il valore di mercato corrente in base alla percezione del rischio da parte dei partecipanti

al mercato, ne consegue che, avendo verificato in precedenza l'ipotesi per cui le pratiche di CSR riducono il rischio percepito, le imprese che le incorporano beneficiano di costi del capitale proprio minori.

Inoltre, un ulteriore vantaggio acquisibile attraverso una gestione responsabile e l'applicazione di standard di *disclosure* più rigorosi consiste nella riduzione del costo del capitale proprio attraverso l'eliminazione di problematiche legate ad asimmetrie informative oltre che al problema di agenzia, per cui vi sono manager che potrebbero ottenere indebiti vantaggi sfruttando comunicazioni di sostenibilità non veritiere. Il management, di contro, è interessato ad una riduzione del costo del capitale proprio in quanto questo rappresenta anche il rendimento richiesto dagli investitori sugli investimenti intrapresi dall'organizzazione. Per queste ragioni si ritiene che esso sia un indicatore necessario per distinguere le strategie di investimento a lungo termine più congeniali alle preferenze dei propri *stakeholders*.

Sotto tali premesse, lo studio conduce un'analisi del differenziale tra costo del capitale proprio *ex ante* ed *ex post* su una popolazione di 12.915 osservazioni riguardanti i dati di imprese statunitensi tra il 1992 ed il 2007. Si conclude confermando che le imprese con un punteggio ESG maggiore possono vantare un costo del capitale proprio significativamente minore rispetto alle concorrenti.

Infine, (Ramirez-Orellana et al., 2023) conducono un'analisi integrata delle precedenti con l'obiettivo di stabilire se i fattori ESG influenzano il valore di mercato delle imprese del settore *oil and gas*, oltre che la loro performance finanziaria e il rischio di mercato che affrontano. Le evidenze che emergono avvalorano le tesi sin qui esposte.

Innanzitutto, gli autori riscontrano una proporzionalità tra la trattazione dei fattori *Environmental* e *Governance* e il conseguimento di *rating* ESG più alti. *Ratings* elevati sono correlati ad impatti positivi sulla valutazione di mercato delle imprese. Tuttavia, nello specifico viene riscontrata correlazione principalmente tra fattore ambientale, *Environmental*, e valutazione di mercato; da qui viene avanzata una considerazione per cui se pure gli *stakeholders* vogliono che sia mantenuto uno standard elevato nella qualità di *Governance* e nella sua contribuzione nel definire le strategie finanziarie dell'impresa, viene prioritizzato il *commitment* del management verso la sostenibilità in maniera maggiormente significativa.

L'analisi, inoltre, evidenzia come la performance finanziaria legata all'implementazione dei fattori ESG sia significativamente più indicativa della riduzione del rischio di mercato nella determinazione del valore di mercato delle imprese. Nonostante entrambi gli elementi nominati siano entrambi determinanti della definizione del rapporto rischio-rendimento che caratterizza l'impresa, l'effetto della variazione del rischio di mercato risulta meno incisivo nella valutazione delle imprese del settore energetico.

Tale fenomeno può essere spiegato dalla inclinazione degli *stakeholders* nell'impiegare il profilo sostenibile dell'impresa per stimarne il valore; dunque, poiché nella fattispecie del settore *oil and gas* gli indici ESG sono maggiormente influenzati da discriminanti di rischio di tipo *Environmental* che dalla volatilità del mercato, quest'ultima risulta avere effetti trascurabili nella determinazione del valore dell'impresa.

3.2 Sfide ed opportunità nel settore *oil & gas*

A tal proposito, approcciando nel merito il soggetto della trattazione qui presentata, Eni S.p.A., dapprima l'analisi va soffermandosi su alcune considerazioni riguardo al settore in cui tale impresa opera; dunque, il settore energetico, nello specifico il settore *oil and gas*.

La transizione energetica di lungo termine, che prevede il progressivo e graduale abbandono dei combustibili fossili a favore di fonti energetiche rinnovabili, apre inevitabilmente degli interrogativi riguardo le operazioni future del settore *oil and gas*. Essendo questo tra i settori maggiormente coinvolti ne consegue che le decisioni prese dalle maggiori compagnie dell'industria avranno conseguenze rilevanti a livello pratico sulle modalità con cui la suddetta transizione energetica potrà avvenire.

Innanzitutto, la scelta di diversificare le proprie attività all'interno di un mercato emergente, come quello delle tecnologie rinnovabili e/o sostenibili, da parte di un'impresa che opera nel settore energetico costituisce sostanzialmente una scelta strategica. Attraverso tali scelte, unitamente all'impegno ed il coinvolgimento da parte del *management*, vengono realizzate azioni concrete. Dunque, assume rilevanza all'interno dell'analisi la definizione dell'impegno del *management*, nel significato che

si dà nella pratica al termine *commitment* (Hit et al. 1990)²⁴, il quale comprende sia dichiarazioni manifesto, sia azioni specifiche che prevedono investimenti tangibili. Il *commitment* delle imprese energetiche viene alterato e, quindi, definito sia da pressioni dell'ambiente esterno, sia dalle realtà interne all'organizzazione.

Difatti, se da una parte la transizione sta incominciando a manifestarsi tramite strategie di integrazione orizzontale, ovvero attraverso l'implementazione di nuove tecnologie ed attività sostenibili all'interno dei portafogli di attività delle maggiori compagnie energetiche; dall'altra, vi sono altri agenti esterni che influenzano a loro volta tale percorso. Di seguito l'analisi si propone di approfondire alcuni dei fattori che, secondo la letteratura di riferimento (Hartmann et al., 2021), ricoprono un ruolo centrale all'interno di tali processi. Tali fattori permettono di comprendere i motivi per cui esistono approcci differenti in materia da parte delle maggiori compagnie energetiche.

Ai fini dell'analisi si procede nel distinguere i fattori in due categorie, classificandoli in fattori istituzionali specifici del Paese in cui viene svolta l'attività e fattori specifici interni all'organizzazione.

Facendo riferimento alla prima tipologia della classificazione, è necessario comprendere che le imprese operanti nel settore *oil and gas* sono in prevalenza multinazionali; dunque, svolgono attività ed hanno i propri impianti di produzione e di distribuzione in più Paesi diversi. In ragione della loro natura internazionale, tali compagnie sono obbligate a tenere in considerazione fattori diversi che dipendono dall'ambiente circostante, come le pressioni istituzionali alle quali sono sottoposte, le caratteristiche sociodemografiche del territorio, il rapporto con i propri *stakeholders*, ma anche con gli organi di governo.

Dunque, le scelte strategiche ed operative delle imprese considerate sono necessariamente il risultato dell'interrelazione tra le suddette strutture formali ed informali. Nel corso dell'analisi faremo riferimento a queste rispettivamente come pressioni regolatrici e pressioni normative.

²⁴ Si intende *commitment* secondo l'interpretazione per cui “*Commitment to innovation is defined as managerial willingness to allocate resources and champion activities that lead to the development of new products, technologies, and processes consistent with marketplace opportunities*”.

La distinzione tra queste vede nelle prime degli obblighi posti dai corpi legislativi, caratterizzati da una natura coercitiva; le seconde, di contro, sono norme e valori socialmente accettati. Ne consegue che le seconde, quanto le prime, costituiscono un elemento rilevante per le compagnie nel condurre il proprio *business* in un determinato territorio.

Con riferimento alla letteratura scientifica che si propone di analizzare l'influenza degli interventi normativi sulle *practice* aziendali, si evince che, anche in contesti normativi diversi, l'implementazione di politiche pubbliche consente un maggiore sviluppo di nuove tecnologie sostenibili (Johnstone et al., 2010). Inoltre, le evidenze suggeriscono che, secondo una classificazione delle strategie sostenibili delle imprese in: reazione, prevenzione dell'inquinamento e *leadership* ambientale, il ruolo delle pressioni regolatrici risulta fondamentale per tentare di indurre un numero cospicuo di imprese, già predisposte all'introduzione di strategie di prevenzione dell'inquinamento, ad assumere posizioni di *leadership* ambientali effettive e concrete, tramite l'inserimento di incentivi economici e misure di controllo (Buysse et al., 2003).

Dunque, seppure gli interventi normativi non possano obbligare l'industria verso un *commitment* sostenibile, le politiche pubbliche forniscono un forte incentivo alle imprese che prendono in considerazione l'ingresso nei segmenti di mercato delle tecnologie rinnovabili. Inoltre, permettono di raggiungere gli obiettivi ambientali desiderati, per il settore energetico su tutti si ricorda la sicurezza energetica di fronte alle incertezze del mercato dei combustibili fossili.

In conclusione, maggiore è la pressione regolatrice nel territorio in cui l'impresa opera, maggiore sarà il *commitment* del management verso politiche di integrazione sostenibile.

Traslando l'oggetto dell'analisi sulle pressioni normative, vi è, innanzitutto, la necessità di ribadire che le imprese cercano di raccordare le necessità di una vasta platea di *stakeholders*, specialmente quando, come nel caso in questione, si considerano aziende multinazionali. Data l'eterogeneità dei portatori di interessi, difficilmente vi è la possibilità di raggiungere una conformità unilaterale tra questi e le politiche aziendali. Ciononostante, attraverso la presenza di una coscienza condivisa tra gli *stakeholders* in merito alle priorità di sostenibilità, unitamente alla consapevolezza dell'importanza

dell'attivismo ambientale, si arrivano a creare forti correnti di influenza per le imprese del settore *oil and gas* che meditano di entrare nel segmento delle rinnovabili.

La consapevolezza generale delle priorità in tema di sostenibilità è fortemente collegata alla presenza sul territorio di Partiti ecologisti, generalmente chiamati *Verdi*. Questi operano come cassa di risonanza per quanto riguarda la pubblica opinione, riuscendo a raggiungere un maggior coinvolgimento della popolazione sulle tematiche ambientali e sostenibili, oltre alla loro presenza nei parlamenti di diversi Paesi, soprattutto europei, assicurando, dunque, una maggiore influenza sulla funzione legislativa.

Si è, dunque, in grado di comprendere che una forte pressione normativa mirata al miglioramento delle pratiche sostenibili aziendali sia in grado di impattare la disponibilità delle imprese ad esplorare delle alternative strategiche sostenibili (Hartmann et al., 2015).

Seppure una prima analisi del contesto esterno alle imprese risulti essere funzionale alla comprensione delle strategie messe in pratica da queste ultime, questa rappresenta ad ogni modo soltanto parte dei fattori che un'impresa del settore *oil and gas* prende in considerazione al fine di sviluppare il proprio *commitment* verso strategie di gestione sostenibili. Come anticipato in precedenza, è necessario analizzare anche i fattori e le dinamiche interne all'organizzazione.

Innanzitutto, è necessario considerare che quando un'impresa entra in un mercato in cui non operava precedentemente, questa deve sviluppare obbligatoriamente delle nuove competenze, oppure far leva su esperienze pregresse, riuscendo ad adattarle al nuovo contesto. Per sviluppare questo concetto, si propone una classificazione delle risorse e capacità generalmente riconducibili alle imprese entranti all'interno di un mercato. Queste si distinguono in due dimensioni: risorse e capacità proprie del nuovo segmento di mercato, distinte da quelle complementari; risorse e capacità specializzate e generiche (Helfat, 2002).

La prima distinzione tra attività *core* e complementari comprende rispettivamente, da una parte, le competenze necessarie allo sviluppo del prodotto o servizio, tra cui la conoscenza tecnologica e la conoscenza del mercato di riferimento; dall'altra, le risorse e le capacità volte a rendere profittevole il *core business*; dunque, la presenza di un apparato aziendale già formato ed organizzato.

La seconda distinzione, che interessa le categorie *specialized vs generalized*, fa leva sulla versatilità delle competenze e delle risorse a disposizione dell'azienda. Le prime spesso ricadono all'interno del perimetro delle funzioni aziendali e, per questa ragione, seguono le modalità specifiche richieste dal mercato che l'impresa serve. Le seconde, al contrario, possono essere applicate in maniera più ampia e possono fare riferimento alle caratteristiche dell'organizzazione aziendale. Dunque, possono variare dall'esperienza nell'organizzazione di molteplici *business units* (BU) o alla capacità di trasferire conoscenze tra le varie BU.

In generale, quando delle imprese ragionano sulla possibilità di entrare in un nuovo segmento di mercato, risulta necessaria la valutazione delle risorse e delle capacità di cui già dispone e, inoltre, del *gap* presente tra le competenze di cui si è già in possesso e quelle necessarie a competere nel nuovo mercato. Queste valutazioni poi influenzano le diverse modalità possibili di entrata dell'impresa.

A tal proposito, si cerca di comprendere quando un'impresa operante nel settore energetico risulta essere maggiormente propensa ad entrare nel segmento delle risorse rinnovabili. Sulla base di quanto è stato esposto circa l'importanza dell'esperienza e delle capacità di un'impresa ai fini dell'entrata in un nuovo segmento di mercato, si parte dalla considerazione per cui imprese che hanno attuato in passato politiche di sostenibilità, come ad esempio sistemi di reportistica, o politiche sostenibili interne all'azienda, siano più inclini a perfezionare il loro impegno in tale direzione. I motivi per cui un'impresa adotta preliminarmente politiche sostenibili possono essere di varia natura, spaziando da motivi reputazionali alla volontà di incominciare a sviluppare competenze utili per risultare competitivi nel futuro.

Analizzando, ad esempio, le conseguenze dei sistemi di reportistica, su cui in seguito si concentrerà l'attenzione della trattazione, sulle strategie di impresa sostenibili future, si riescono ad estrarre preziose osservazioni. Come già ampiamente sottolineato nei paragrafi precedente, infatti, tali sistemi si sono evoluti e perfezionati sino a ricoprire un ruolo essenziale nelle politiche ambientali e di sostenibilità, arrivando finanche a costituire un nuovo paradigma per le normative internazionali, sempre più distanti dal classico schema regolatorio del *command and control*.

In effetti, le evidenze mostrano che la *disclosure* di informazioni e dei risultati ottenuti in ambito sostenibile siano un forte *driver* che guida le imprese verso l'adozione di tecnologie e processi produttivi maggiormente sostenibili. Le possibili spiegazioni a tale fenomeno sono basate di norma sulla maggiore disponibilità del consumatore a pagare per prodotti e servizi ottenuti in maniera sostenibile. Un altro fattore alquanto rilevante risiede nell'abbattimento dei costi dell'impresa a seguito dell'adozione di processi efficienti che spesso sono il risultato del lavoro delle funzioni di Ricerca e Sviluppo interni all'azienda. Quest'ultima caratteristica permette all'impresa di sviluppare, attraverso la riduzione dei costi di gestione, un vantaggio competitivo rispetto ai propri concorrenti e, dunque, un aumento della propria quota di mercato. In questo processo, i sistemi di comunicazione volontaria da parte delle imprese riescono a rendere noto il vantaggio acquisito dall'impresa, aumentando la propensione del settore ad integrare, in risposta, sistemi altrettanto competitivi (Li, 2017).

Infine, l'ultimo parametro da prendere in considerazione ai fini dell'analisi è il tasso di internazionalizzazione dell'impresa. Questo è la funzione della presenza dell'organizzazione su più territori a livello internazionale e, di conseguenza, è direttamente proporzionale alla creazione di conoscenza ed esperienza aziendale in più ambiti differenti. Secondo (Dimaggio e Powell, 1983), i meccanismi di isomorfismo mimetico entrano in funzione consentendo alle imprese di isolare le *best practices* in un territorio per poi traslocarle nelle diverse aree in cui l'impresa opera. Per tale ragione, le imprese del settore *oil and gas*, le quali per natura sono soggette a fenomeni di internazionalizzazione, spesso esportano il *know-how* acquisito in territori con delle forti normative ambientali e sostenibili verso nazioni in cui, invece, ve ne è carenza.

3.3 Trasparenza nei sistemi di *governance*

Sembra doveroso un accenno riguardo la relazione tra il settore *oil & gas* e l'interazione con i fattori ESG nonché la *disclosure* di elementi di sostenibilità che caratterizza le *practices* del settore. Dal punto di vista dei report di sostenibilità, lo studio di tale industria risulta di interesse in quanto esso è volto alla creazione di servizi e di valore per il pubblico, cittadini ed imprese; tuttavia, l'*oil & gas* è un settore che, oltre a produrre delle esternalità positive, si contraddistingue per le proprie esternalità negative. Soprattutto in ambito ambientale, settori come quello energetico sono connotati in maniera fortemente negativa a causa delle proprie ripercussioni sull'ecosistema, sulla biodiversità e dello sfruttamento intensivo di risorse naturali (Nicolò et al., 2023). Dunque, vi è da parte delle imprese del settore un approccio differente nei confronti del tema.

Secondo (KPMG, 2022), il settore in questione è solito adottare tecniche avanzate di reportistica come le *Task Force on Climate-Related Financial Disclosures* (TCFD) o l'impiego dei *Sustainability Accounting Standards Board* (SASB) nei report che riguardano la biodiversità. Lo stesso studio elaborato da KPMG attesta che nel 2020 il 78% delle imprese operanti nel settore adotta sistemi di *disclosure* e di report di sostenibilità.

Tuttavia, tra questi vi è la necessità di operare una distinzione tra due modalità di *disclosure*. Il modello di report volontario è impiegato principalmente per legittimare le proprie attività agli occhi dei cittadini, clienti ed in generale *stakeholder* con il rischio di contaminare i report con elementi di *greenwashing* o retoriche strategiche volte ad aumentare il proprio apprezzamento. Ciononostante, la *disclosure* volontaria è anche un ottimo strumento di legittimazione (Suchman, 1995) che sfrutta strumenti innovativi e di alta qualità al fine di migliorare le informazioni proposte.

Per quanto riguarda il modello di report obbligatorio, molte delle imprese operanti nel settore sono sottoposte a prescrizioni legali a prescindere dalle loro politiche interne ed organizzative, potendo anche decidere di pubblicare le informazioni minime sufficienti ad incontrare i requisiti legali necessari, spesso ponendo l'accento sulle informazioni convenienti e positive (Imperiale et al., 2023).

3.3.1 Criticità nelle pratiche di *disclosure*

Se da una parte il mercato degli investimenti ESG continua a confermare la sua rilevanza dal punto di vista finanziario (Freide et al., 2015), dall'altra vi sono innegabilmente varie limitazioni affrontate dettagliatamente anche nel corso di questa esposizione. Su tutte, il fattore maggiormente limitante rimane la difficile comparabilità dei dati impiegati all'interno dei sistemi di reportistica volontaria a disposizione delle imprese. Si stima (Cardoni et al., 2019) che l'asimmetria informativa che ne deriva impedisce a circa il 45% degli investitori di integrare i fattori ESG all'interno delle proprie decisioni di investimento. A tal proposito, come esposto nel capitolo precedente, molteplici sono gli *standard* nati per limitare tale fenomeno, tra cui ricordiamo gli standard del *Global Reporting Initiative*, il *Global Compact* delle Nazioni Unite, i *Sustainability Accounting Standard Board* tra i maggiori.

L'enfasi dei legislatori è mirata ad armonizzare la reportistica per lo meno all'interno dei medesimi settori. Ciononostante, il grado di soggettività che caratterizza i report di sostenibilità dipende sia dalla metodologia c.d. *comply or explain*, per cui l'impresa può evitare di riferire circa un aspetto del report ESG qualora sia in grado di giustificare i motivi dell'omissione, sia dalla mancanza di un insieme di sanzioni ben definite come vi sono per le omissioni all'interno della documentazione finanziaria obbligatoria. Per giustificare le assunzioni fatte in precedenza, si considerano i report realizzati secondo gli *standard* GRI di 41 imprese operanti nel settore *oil and gas*. Sono state considerate le comunicazioni basate sugli *standard* del *Global Reporting Initiative* in quanto rappresentano la guida più utilizzata dalle imprese per organizzare i contenuti ed i dati ESG all'interno dei propri report.

Tuttavia, nonostante la popolazione dello studio sia omogenea, le informazioni sui fattori ESG non risultano essere facilmente confrontabili. Difatti, a causa dell'assenza di regolamenti obbligatori che definiscono gli oneri di comunicazione in capo alle imprese, queste ultime tendono a sfruttare la comunicazione dei fattori ESG per incontrare il gradimento dei propri *stakeholders*, cercando di legittimarsi ai loro occhi. Ricordando le caratteristiche dei GRI standards presentate nel capitolo precedente, questo avviene, ad esempio, comunicando informazioni circa gli aspetti materiali analizzati (e.g. emissioni, gestione delle risorse idriche, welfare aziendale etc.) in maniera non coerente rispetto alle prescrizioni contenute all'interno delle linee guida dei GRI. Conseguentemente, si

nota una tendenza preoccupante; circa il 61% delle imprese non descrive la correlazione tra gli aspetti materiali considerati e gli indicatori GRI. Ciò peggiora la qualità della comunicazione, aumentando il disordine infrasettoriale ed abbattendo il grado di comparabilità dei dati pubblicamente disponibili.

Come già accennato, l'industria energetica ed in particolare il settore *oil and gas* stanno affrontando le difficoltà che la transizione energetica comporta. Seguendo tale prospettiva, le imprese interessate da tale fenomeno stanno sviluppando delle strategie sostenibili che mirano ad assicurare l'allineamento tra gli obiettivi aziendali e i target di sostenibilità che si riscontrano nei trattati internazionali.

Tuttavia, gli *stakeholders* ed in particolar modo gli azionisti di tali compagnie non sempre hanno la possibilità di comprendere quando gli obiettivi di sostenibilità fissati dalle imprese risultano essere esageratamente ambiziosi, e di conseguenza difficilmente realizzabili; o, al contrario, quando alcuni degli obiettivi posti non sono sufficienti ad assicurare un'adeguata convergenza con gli obiettivi di transizione energetica universalmente riconosciuti. Quest'ultima considerazione è ulteriormente rafforzata dalla tendenza complessivamente piatta nella riduzione delle emissioni negli ultimi anni.

Al fine di analizzare il rendimento sostenibile delle imprese si fa generalmente ricorso ai *rating* ESG, precedentemente illustrati. Tuttavia, date le carenze evidenziate nel calcolo di questi indici, frequentemente si impiegano altri tipi di indicatori complementari e rappresentativi, come gli indici di impatto ambientale, di intensità nelle emissioni di gas serra etc., i quali, tuttavia, non assicurano spesso veridicità nei risultati. Gli ostacoli che si presentano nell'interpretazione di questi ultimi derivano principalmente dall'autoreferenzialità che caratterizza il calcolo degli indici. Questi, infatti, vengono comunicati dalle imprese su base volontaria e spesso ne consegue che le informazioni fornite siano limitate e spesso persino fuorvianti. In particolar modo, questo accade nel calcolo delle emissioni delle imprese per una serie di motivi diversi.

In primis, poiché vengono registrate e comunicate soltanto le emissioni riguardanti la gestione operativa dell'impresa, non vengono considerate le emissioni che si verificano a monte della filiera (in fase di estrazione), e, soprattutto, a valle una volta che i prodotti energetici vengono consumati.

Inoltre, nella pratica gli indici calcolati vengono generalmente normalizzati rispetto al fatturato aziendale. Quest'ultimo, tuttavia, non risulta essere un mezzo efficace di ponderazione vista la volatilità che lo caratterizza. Al contrario vi sono altri fattori, come ad esempio l'output prodotto, che risultano essere dei pesi più coerenti considerando l'esigenza di proiettare il calcolo in relazione ad una evoluzione futura dell'impresa.

Infine, a conferma della limitata impiegabilità dei dati al fine di creare un orizzonte di analisi di lungo periodo, si critica l'inadeguatezza delle informazioni circa l'andamento storico delle emissioni per descrivere il livello di prontezza delle aziende rispetto all'impegno di transizione energetica intrapreso.

3.3.2 Differenze tra Strategie e Pratiche Sostenibili

A tal proposito, si propone di seguito un'analisi (Dietz et al., 2021) basata sulle cinquantadue maggiori imprese del settore *oil and gas* in base alla loro capitalizzazione di mercato. La quotazione delle aziende risulta essere un elemento rilevante poiché gli azionisti, come ampiamente esposto in precedenza, possono giocare un ruolo fondamentale nel processo di transizione influenzando le scelte strategiche dell'azienda. Inoltre, si assiste ad una correlazione direttamente proporzionale tra la capitalizzazione di mercato e la pressione esercitata dagli *stakeholders* per l'ottenimento di un'adeguata comunicazione di sostenibilità.²⁵

Le aziende considerate rientrano nella classificazione del *Industry Classification Benchmark "Oil and Gas Producers" sector*²⁶, che divide le imprese tra: *Exploration and Production (E&P)* a monte della filiera e *Integrated Oil and Gas Companies*, le quali operano non solo nel mercato a monte, ma sono integrate lungo tutta la filiera, sino alla distribuzione al consumatore finale.

Sebbene la pubblicazione di report sostenibili interessi la maggioranza delle imprese in analisi, ben 45 su un totale di 52, rimane problematica la condivisione di informazioni

²⁵ *Op. cit.* pag. 15.

²⁶ Industry Classification Benchmark (ICB), Stoxx Limited.

riguardo alle emissioni di tipo *Scope 3*²⁷. A tal proposito, soltanto 23 delle aziende analizzate integrano informazioni riguardo allo *Scope 3*. Inoltre, essendo quest'ultimo un tema molto vasto e di difficile quantificazione, nei propri report le imprese utilizzano dei metodi spesso incomparabili i quali rendono ancora più macchinosa l'interpretazione dei propri dati da parte dei propri *stakeholders*.

Raccogliendo i dati disponibili riguardo le emissioni delle imprese in analisi, come esposto nella **Figura 4**, si evidenzia una media dell'intensità nelle emissioni di gas serra nel settore energetico²⁸, corrispondente a 73.3 grammi di CO₂ per Mega Joule, rappresentata dalla linea tratteggiata verticale riportata in figura. Disaggregando i dati si stima che le 17 imprese del sub-settore *Exploration and Production* in analisi mantengono la media più bassa, attestandosi attorno ai 71 gCO₂/MJ, mentre le 22 imprese *oil and gas* integrate (tra le quali ENI) in media producono 74 gCO₂/MJ, soprattutto a causa dell'impiego di una filiera *energy-intensive* che prevede sia attività di raffinazione che di distribuzione.

²⁷ Le emissioni vengono suddivise in tre tipologie. Lo *Scope 1* riguarda le emissioni dirette dell'impresa nella gestione operativa; lo *Scope 2* interessa le emissioni indirette, come ad esempio le esternalità negative derivanti dai sistemi energetici che l'impresa utilizza a livello operativo; infine, lo *Scope 3* riguarda tutte le emissioni, direttamente ed indirettamente attribuibili all'impresa, ad ogni livello della sua filiera, sia a monte che a valle. Per approfondire vd. Deloitte, Zero in on... *Scope 1, 2 and 3 emissions*. Disponibile al link: <https://www.deloitte.com/uk/en/issues/climate/zero-in-on-scope-1-2-and-3-emissions.html>

²⁸ All'interno del settore energetico comprendiamo anche altre industrie, come quella del carbone, del nucleare, delle rinnovabili etc.

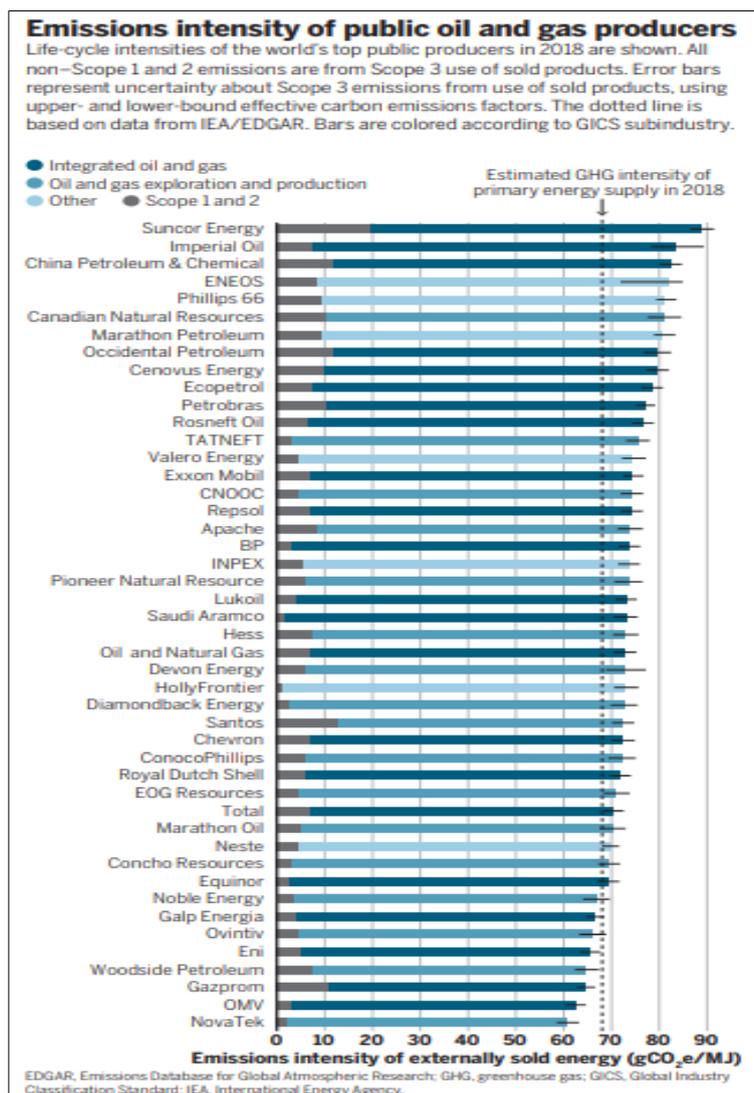


Figura 4 – EDGAR, Emissions Database for Global Atmospheric Research, GHG; GICS, Global Industry Classification Standard, IEA International Energy Agency.

Un ulteriore aspetto rilevante della rappresentazione riportata in figura è la proporzione tra le emissioni derivanti dagli Scope 1 e 2, rappresentate in grigio, e quelle legate allo Scope 3. Queste ultime, infatti, sono chiaramente preponderanti rappresentando in media il 91.8% dell'intensità totale delle emissioni.

Dal grafico si può concludere che l'industria, complessivamente, si attesta su livelli più alti della media dell'intensità di emissioni di gas serra nel settore energetico, che comprende anche l'industria carbonifera, nucleare, ma anche delle rinnovabili. Ciononostante, vi sono 8 imprese, tra cui Eni, che operano con un'intensità di emissioni più limitata.

L'intensità delle emissioni future di gas serra viene stimata, a partire da questi dati, unitamente alle proiezioni e agli obiettivi posti dalle stesse aziende. Tuttavia, all'interno dell'insieme considerato, soltanto 28 imprese hanno un grado di *disclosure* sufficiente al fine di stimare adeguatamente il loro percorso di transizione energetica. Secondo quanto comunicato da queste società, le riduzioni prospettiche si aggirano in media attorno ad una diminuzione del 16.6%, con una mediana di settore ben inferiore, del 6.4%. Tale discrepanza tra media e mediana è il risultato dell'asimmetria che si riscontra tra la maggioranza delle imprese del settore ed alcune aziende che hanno comunicato obiettivi ben più ambiziosi.

Tra queste si distinguono: Occidental Petroleum che punta ad operare in maniera *carbon-free* con una riduzione del 100% entro il 2050; Royal Dutch Shell, Total, Eni, Repsol e British Petroleum, rispettivamente con riduzione del 65%, 58%, 55%, 52%, 20%. (Figura 5)

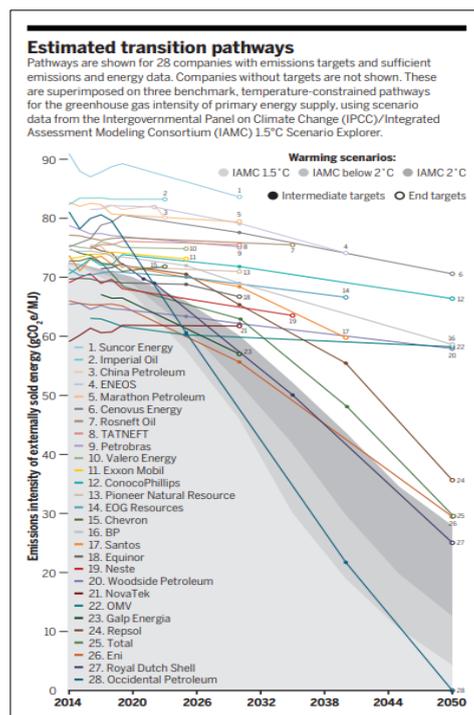


Figura 5 – Intergovernmental Panel on Climate Change, Integrated Assessment Modeling Consortium 1.5°C Scenario Explorer.

3.4 Analisi della Strategia Sostenibile di Eni S.p.A.

Dopo aver esposto numerosi studi ed evidenze scientifiche riguardanti le strategie sostenibili d'impresa, con specifico riguardo nei confronti del settore *oil and gas* ed al suo approccio alla transizione energetica, nel prossimo paragrafo verrà presentata una breve analisi di uno dei principali *player* nel settore di riferimento: Eni S.p.A.

Così facendo, si avranno a disposizione dei riferimenti pratici interpretabili secondo le informazioni acquisite durante il corso della trattazione. A tal proposito, verranno esposti i contenuti del report di sostenibilità prodotto da Eni, *Eni for 2023*. Questo documento fa parte delle iniziative di *disclosure* volontarie redatte dall'impresa ed è tripartito. Il report è infatti suddiviso in tre volumi distinti: *A Just Transition*²⁹; *Performance di sostenibilità*³⁰; *Executive Summary*³¹. La tripartizione verrà, tuttavia, integrata, presentando in maniera univoca i contenuti salienti. In tal senso la comunicazione sarà analizzata con il nome di *Eni for 2023*.

3.4.1 Report di sostenibilità – *Eni for 2023*

*“Siamo un'impresa dell'energia.
Sosteniamo concretamente una transizione energetica socialmente equa,
con l'obiettivo di preservare il nostro pianeta
e promuovere l'accesso alle risorse energetiche
in maniera efficiente e sostenibile per tutti.
Fondiamo il nostro lavoro sulla passione e l'innovazione.
Sulla forza e lo sviluppo delle nostre competenze.
Sulle pari dignità delle persone, riconoscendo la diversità
come risorsa fondamentale per lo sviluppo dell'umanità.
Sulla responsabilità, integrità e trasparenza del nostro agire.
Crediamo nella partnership di lungo termine con i Paesi e le comunità
che ci ospitano per creare valore condiviso duraturo.”*

²⁹ Disponibile al link: <https://www.eni.com/content/dam/enicom/documents/ita/sostenibilita/2023/eni-for-2023-just-transition-ita.pdf>.

³⁰ Disponibile al link: <https://www.eni.com/content/dam/enicom/documents/ita/sostenibilita/2023/performance-sostenibilita/eni-for-2023-performance-sostenibilita-ita.pdf>.

³¹ Disponibile al link: <https://www.eni.com/content/dam/enicom/documents/ita/sostenibilita/2023/eni-for-2023-executive-summary-ita.pdf>.

Attraverso queste righe Eni sostanzia la propria *mission* aziendale che funge da substrato alla trattazione delle proprie strategie di sostenibilità. Questa è infatti ispirata ai *Sustainable Development Goals* (SDG) trattati nel primo capitolo, sottolineando in maniera evidente il *commitment* dell'impresa verso la tematica sostenibile. Parimenti, nella stessa direzione opera la lettera destinata agli *stakeholders* da Claudio Descalzi, amministratore delegato di Eni dal 2014. Egli inizialmente pone l'accento sul momento storico attraversato dal settore *oil and gas*, contraddistinto da turbolenze geopolitiche causate dalla guerra russo-ucraina in Europa e dal conflitto israelo-palestinese in Medio Oriente. L'incertezza che ne deriva impatta in maniera particolare il settore *oil and gas*.

Ciononostante, si riconosce in tale clima instabile la necessità di tener fede al percorso di sviluppo intrapreso da Eni. Tale percorso si contraddistingue per essere stato sempre definito come una transizione energetica *giusta*, in cui l'impresa è riuscita ad evolversi, anticipando i cambiamenti al fine di continuare sempre a generare valore per i propri *stakeholders*. Ciò è stato possibile anche grazie ad una intensa attività di Ricerca e Sviluppo interna all'organizzazione e volta a migliorare i processi, oltre che a creare nuove linee di business incentrate sulle opportunità legate alla transizione stessa, anche per rispondere alla necessità di garantire la sicurezza nell'approvvigionamento energetico.

Nella strategia sostenibile di Eni, la decarbonizzazione entro il 2050 rappresenta uno dei traguardi maggiormente ambiziosi. La tendenza riportata all'interno del report evidenzia una riduzione del 30% delle emissioni nette di Scope 1 e 2 lungo tutta la filiera rispetto ai livelli attestati nel 2018. La rendicontazione di queste ultime è curata secondo i principali standard internazionali di riferimento per il settore. In particolare, le emissioni Scope 1 e 2 sono rendicontate sia per quanto riguarda le emissioni derivanti dagli asset di cui Eni dispone direttamente, sia sulle attività operate sia da Eni che da terzi. Per quanto riguarda la contabilizzazione delle emissioni Scope 3, invece, si segue lo standard *GHG Protocol/Linee guida di settore IPIECA*³², in cui principalmente lo Scope 3 si compone di emissioni legate al consumo finale dei prodotti venduti, stimato in base al segmento di business prevalente.

³² Disponibile al link: <https://www.ipieca.org/resources/petroleum-industry-guidelines-for-reporting-greenhouse-gas-emissions-2nd-edition#>.

L'attuazione della strategia in questione è il frutto dell'interrelazione di diverse azioni. In primis, appunto, si è posta la priorità di abbattere le emissioni derivanti dalle proprie attività (Scope 1 e 2), ma dall'altra rimane fondamentale cercare di decarbonizzare la fornitura in riferimento ai consumatori finali. A tal proposito, Eni cerca di ottenere tale risultato attraverso la fornitura di prodotti *low and zero carbon*, mirando a ridurre le emissioni Scope 3.

L'implementazione di queste strategie continua a tenere conto della maturità economica e tecnologica delle soluzioni proposte, così da risultare sempre competitive sul mercato. Proprio per questo motivo, Eni ha come obiettivo quello di contenere in primis le emissioni Scope 1 e 2 derivanti dal settore *Upstream* per le quali sono già presenti soluzioni tecnologicamente consolidate e disponibili.

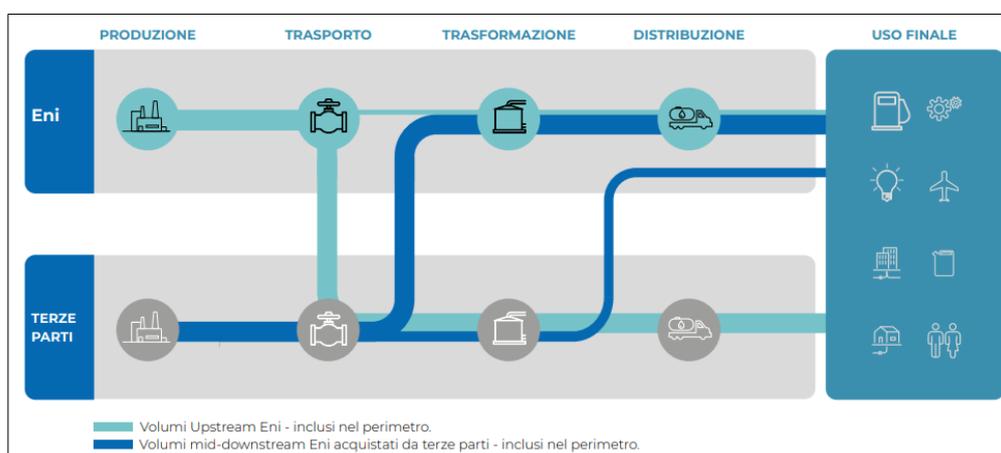


Figura 6- Eni for 2023

In generale, il percorso verso il *Net Zero*, ossia la neutralità carbonica, per Eni coinvolge la totalità della catena del valore.

Ciò significa anche mirare all'espansione di nuovi business come quello Bio, delle rinnovabili e di economia circolare. Per assicurare, tuttavia, una transizione giusta, si dovrà affrontare gradualmente tale transizione.

Nello specifico, Eni prevede di continuare ad aumentare progressivamente la propria quota nel mercato del gas naturale, visto al momento come un valido sostituto dei combustibili fossili.

Ciò deriva sia dall'impronta carbonica nella generazione di elettricità attraverso gas naturale che dimezza le emissioni rispetto ad altre fonti come il carbone, ma anche

grazie ad una maggiore flessibilità delle centrali a gas, i quali assicurano anche una riduzione sostanziale dei tempi di produzione.

A tal proposito, in prospettiva si ritiene di aumentare la produzione di gas dapprima del 60% entro il 2030, per poi raggiungere il +90% nel 2040.

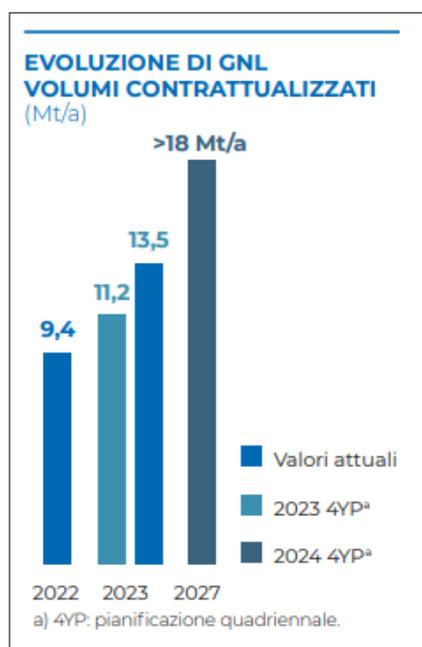


Figura 7 - Eni for 2023, A Just Transition.

Oltre al gas, Eni integra nella propria strategia da una parte i Biocarburanti come una delle punte di diamante all'interno del proprio portafoglio, dall'altra tecnologie come quella del *Carbon Capture, Utilization and Storage*, attraverso la quale si affianca una tecnologia complementare al fine di ridurre le emissioni residue. La CCS, ossia la cattura e lo stoccaggio del carbonio è cruciale per raggiungere la decarbonizzazione degli impianti industriali. Questa per Eni rappresenta, infatti, non soltanto una opportunità per ridurre le proprie emissioni, ma anche come servizio per supportare la decarbonizzazione degli impianti di terze parti.

Queste tecnologie, affiancate dai nuovi segmenti rappresentati sul mercato da Enilive e Plenitude rappresentano un portafoglio di business in grado di soddisfare le esigenze di un mercato sempre più interessato ad intensità emissive gradualmente in riduzione.

Nello specifico, volendo elencare i traguardi già raggiunti da Eni a testimonianza del *commitment* verso le proprie strategie sostenibili volte alla transizione, ricordiamo:

- Il ribilanciamento del portafoglio *Upstream* a favore del gas naturale, grazie anche alle nuove scoperte di siti di estrazione in particolare in Egitto ed Indonesia;
- L'acquisizione di una posizione dominante in Gran Bretagna ed in Italia nello sviluppo di *Hub* dedicati alle tecnologie CCUS;
- La presenza di risultati nell'ambito della bioraffinazione gestita da Enilive con il proprio impianto negli USA. Attraverso questa linea strategica Eni punta a far crescere *l'agri feedstock* fino al raggiungere al 2027 il 35% del *feedstock* processato nelle bioraffinerie italiane;
- L'incremento della capacità del proprio portafoglio di rinnovabili gestito da Plenitude che punta ad una crescita della base di clienti di oltre 20 milioni al 2050;
- L'installazione di circa 20.000 punti di ricarica per veicoli elettrici attraverso Plenitude affermandosi come leader nel panorama dei servizi di ricarica.

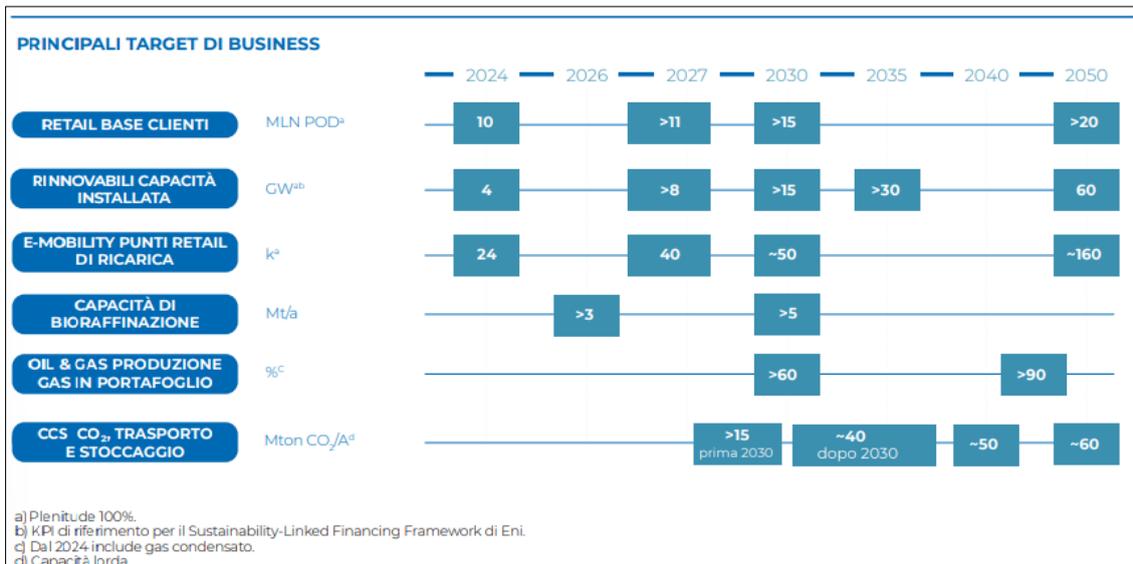


Figura 8- Eni for 2023 - A Just Transition

Infine, si introduce la strategia finanziaria di Eni in ambito sostenibile, la quale si compone dell'emissione di strumenti finanziari di tipo *sustainability-linked*. In generale, gli strumenti finanziari sostenibili emessi sono legati al raggiungimento di obiettivi di sostenibilità correlati, relativi principalmente alla capacità installata per la produzione di energia elettrica da fonti rinnovabili.

Questa tipologia di strumenti ricade all'interno di una vasta categoria di titoli che saranno oggetto di apposita analisi nel capitolo seguente.

4. GSSS OR GS³ FINANCIAL INSTRUMENTS

Come già sottolineato nel corso del primo capitolo, la transizione sostenibile, che per compiersi nella maggior parte dei propri propositi richiede una serie di investimenti di elevata entità, non può affidarsi totalmente né alla spesa pubblica, né alla capacità di finanziamento del sistema bancario. Gli impegni riconosciuti in capo alle imprese private richiedono obbligatoriamente che le organizzazioni reperiscano delle fonti di finanziamento sul mercato dei capitali. In quest'ottica si penserebbe che la pratica più adeguata possa essere l'emissione di obbligazioni *corporate* per raccogliere il capitale necessario a finanziare specifiche azioni in linea con le strategie sostenibili individuate dalle singole imprese.

A tal proposito, qui di seguito verranno presentate delle tipologie di obbligazioni chiamate *Green, Social, Sustainable or Sustainability-Linked Bonds*. Questi sono degli strumenti finanziari obbligazionari impiegati per raccogliere il capitale necessario per le imprese al fine di finanziare investimenti e progetti ESG. Questi strumenti, pressoché inesistenti prima del 2013, hanno conosciuto un rapido sviluppo, arrivando nel 2018 ad ammontare a circa \$95.7 miliardi di volume totale.

Tuttavia, ci si potrebbe interrogare sul motivo per cui le imprese preferiscono adottare queste tipologie di obbligazioni piuttosto che emettere normali obbligazioni *corporate*, impiegando il finanziamento raccolto per i medesimi progetti legati alla sostenibilità.

I motivi alla base di tale scelta possono essere riassunti in due concetti chiave.

In primis, i GSSS bond sono utili per l'impresa al fine di lanciare un segnale d'intento chiaro ai propri *stakeholders* nel perseguimento di risultati soddisfacenti dal punto di vista sostenibile. Tramite l'emissione di tali strumenti l'organizzazione fornisce, infatti, delle informazioni utili riguardo le proprie politiche e la propria strategia.

In seguito, se un'organizzazione è caratterizzata dalla presenza di investitori disposti a fornire capitale per ricevere dei benefici sociali o ambientali, l'impresa potrebbe scegliere di emettere queste categorie di strumenti finanziari per accedere a fonti di finanziamento ad un costo relativamente economico (Flammer, 2021).

Nel corso dell'analisi condotta nelle prossime pagine, verranno dapprima presentate le caratteristiche che contraddistinguono alcuni degli strumenti GSSS, così da

comprendere l'impiego che se ne fa a livello aziendale, per poi soffermarsi sull'esempio rilevante dell'impresa campione in analisi, Eni S.p.A.

4.1 Descrizione del mercato dei GS³ Bond

I Green Bond, secondo la definizione di Borsa Italiana³³ sono strumenti finanziari la cui emissione è legata a progetti che hanno un impatto positivo per l'ambiente. Questi permettono, infatti, di finanziare vari tipi di progetti con caratteristiche di sostenibilità ambientale.

Recentemente, a livello europeo, la Commissione ha enfatizzato l'importanza del ricorrere a tali fonti di finanziamento poiché è stimato un supplemento necessario di €177 miliardi ai fini del raggiungimento degli obiettivi con scadenza entro il 2030.

Come accennato, il mercato dei GSSS Bond ha conosciuto negli ultimi anni, a partire dal 2013, una rapida crescita che si è attestata ad un tasso annuo del 80%. Questo considerevole aumento della domanda negli anni recenti è accompagnato sia dal miglioramento dei target sostenibili a livello aziendale, sia da una migliore performance generale di tali strumenti sul mercato dei capitali. Tuttavia, si è rintracciata una correlazione tra politiche di finanza sostenibile, sviluppo della capitalizzazione di mercato, stabilità politica, domanda degli investitori e andamento dei green bond sul mercato. Ciò sta a rappresentare una situazione che vede paesi sviluppati e in via di sviluppo lungo due livelli distinti nell'adozione di tali strumenti.

A livello di investimenti registrati, la crescita rimane inequivocabile con un volume di attività sul mercato pari a \$1.100 miliardi diviso in \$600 miliardi per quanto riguarda i Green Bond e \$460 miliardi per i *Social, Sustainability and Sustainability-Linked Bond* (Mishra et al., 2023).

La tabella proposta di seguito nella **Figura 9** assegna delle brevi descrizioni agli strumenti che rientrano nella definizione di GSSS.

³³ Disponibile al link: <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/green-bond-definizione.htm>.

Bond name	Meaning
Green bonds	Green bonds are fixed-income instruments with proceeds earmarked exclusively for new and existing projects that have environmental benefits
Social bonds	The use of proceeds from the social bond is directed toward projects that aim to achieve positive social outcomes
Sustainability bonds	The use of proceeds linked to Sustainable Development Goals (SDGs)
Sustainability-linked bonds	Sustainability-linked bonds (SLBs) are performance-based bonds that are not earmarked for specific projects. Rather, the financial or structural characteristics of these bonds (e.g., coupon rate) are adjusted depending on achieving predefined sustainability objectives. The objectives are measured through key performance indicators and assessed against sustainability performance targets
Climate Transition bonds	Climate transition bonds are new products that aim to finance the transition to a low-carbon economy

Figura 9 - S. Mishra, *An overview of GSSS bonds.*

Tra le tipologie espone, l'attenzione verterà principalmente sulle due categorie: Green Bonds³⁴ e Sustainability-Linked Bonds.

Come abbiamo visto in precedenza attraverso la definizione assegnata da Borsa Italiana, i Green Bonds sono obbligazioni relativamente nuove sui mercati il cui ricavato può essere impiegato unicamente per finanziare progetti definiti *green* dalla tassonomia adottata, come chiarito anche dall'*International Capital Markets Association (ICMA)* attraverso la pubblicazione nel 2014 dei cosiddetti *Green Bond Principles*.

Dunque, il pubblico presso il quale sarà emessa l'obbligazione green saprà sin da subito che i proventi del finanziamento saranno utilizzati per attività *environmental-friendly*, indicate dell'impresa stessa.

Inoltre, dal punto di vista dell'emittitore di tali strumenti risultano più appetibili delle obbligazioni convenzionali a parità di condizioni. Ciò è determinato dal risparmio che l'emittitore ottiene dal pagamento di interessi inferiori sul capitale raccolto. Alcuni studi riconducono il differenziale tra gli interessi rimborsati dalle due tipologie di obbligazioni ad una differenza che rientra tra i 15 ed i 21 punti base.

Di contro, l'emissione di obbligazioni green, rispetto alle obbligazioni convenzionali, obbliga l'impresa ad affrontare alcuni ulteriori costi di transazione come quelli legati alla certificazione, monitoraggio e comunicazione del corretto impiego del capitale raccolto. Infatti, una delle caratteristiche da evidenziare è la *due diligence* richiesta all'organizzazione che emette gli strumenti per monitorare i progetti.

³⁴ Op. Cit. pagg. 127-135.

Ciononostante, l'entità del risparmio sul rimborso del capitale raccolto eccede i costi legati agli oneri previsti per l'emissione di tali strumenti.

In particolare, tale risparmio è correlato alla forte domanda presente sul mercato per i suddetti strumenti finanziari, alimentata dalla volontà e dall'interesse di finanziare progetti green. Di conseguenza, grazie alla presenza di tali strumenti, gli intermediari finanziari saranno facilitati nel soddisfare le richieste degli investitori sensibili alle tematiche sostenibili.

Alcuni studi (Roboredo, 2018) (Roboredo et al., 2020) approfondiscono le relazioni che intercorrono tra il mercato dei Green Bond ed i diversi mercati finanziari. In primis, le analisi verificano se l'impatto delle oscillazioni di prezzo nei mercati finanziari si riflette sul valore dei green bonds. Tale studio è fondamentale per comprendere la *performance* di tali obbligazioni e il loro ruolo nella mitigazione dei rischi associati ad un portafoglio di titoli. Infatti, seppure i prezzi delle obbligazioni green siano stabiliti in maniera non dissimile dagli altri strumenti finanziari, l'esclusività che contraddistingue l'impiego dei proventi crea il bisogno di comprendere come le oscillazioni di prezzo nei mercati finanziari impattano le motivazioni non finanziarie alla base della scelta dei green bonds.

Dall'analisi condotta emerge una correlazione positiva e significativa tra gli shock sul mercato dei Titoli di Stato, delle obbligazioni corporate, delle valute ed il mercato dei green bonds. A supporto di tale osservazione si è riscontrato che un aumento (diminuzione) del 1% sul prezzo di titoli di stato o obbligazioni *corporate* ha come conseguenza un aumento (diminuzione) del prezzo di un green bond rispettivamente dello 0.51% e 0.52%. Tuttavia, un simile apprezzamento (deprezzamento) di una valuta come lo USD genera un effetto sul prezzo del green bond pari allo 0.66%. Da questi dati concludiamo che il mercato dei green bond risulta correlato in maniera rilevante con i mercati sopra citati. Ciò si spiega sia dal momento che gli emittitori di Green Bonds sono frequentemente governi o imprese per le quali, dunque, i rendimenti delle due tipologie di titoli risulteranno correlati.

Inoltre, i medesimi studi evidenziano anche come la varianza che caratterizza i green bond possa essere nella maggior parte spiegata dalle oscillazioni a cui sono esposti il mercato dei Titoli di Stato e delle valute. Questo effetto si quantifica in un 30% della

varianza media delle obbligazioni green, contro il 13% ricondotto all'effetto di *price spillover* tra il mercato delle obbligazioni *corporate* e quello in analisi.

Al contrario, il contributo del mercato dei green bond nel determinare la varianza degli altri mercati fin qui nominati risulta essere minimo. Ciò evidenzia la limitata capacità del mercato in questione di influenzare i prezzi in altri mercati. A tal proposito, la varianza causata dai mercati dei titoli di stato e delle valute risulta essere significativamente più rilevante dell'effetto inverso. Graficamente, l'interrelazione tra i mercati citati ed alcuni altri mercati rilevanti è rappresentata in **Figura 10**, dove i collegamenti tra i vari mercati rappresentano i *spillover effects* registrati, distinti secondo la classificazione riportata nella legenda. Vediamo innanzitutto che il mercato dei green bond (**GBI** in figura) è un ricevente, o beneficiario, delle oscillazioni di prezzo registrate negli altri mercati rilevanti. Inoltre, vengono evidenziate le conclusioni a cui eravamo giunti circa l'analisi della correlazione tra i vari mercati.

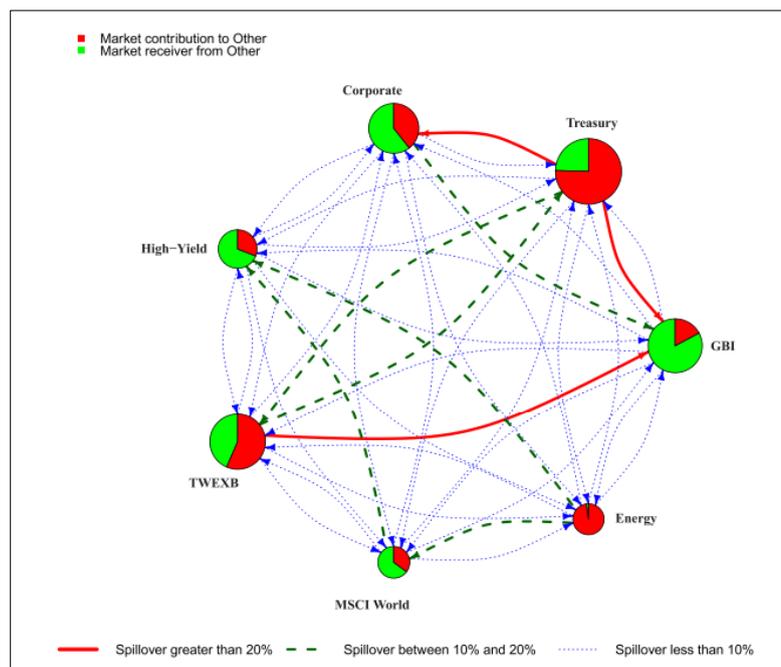


Figura 10 - Green Bond and financial market spillovers

L'analisi fin qui esposta fornisce importanti implicazioni anche a livello di costruzione di portafogli per gli investitori sensibili alle tematiche sostenibili. In particolare, dovrebbe essere evidenziato che un green bond mantenuto in portafoglio è immune dalle oscillazioni di prezzo generate nel mercato dell'energia, ma allo stesso tempo è

influenzato dai cambiamenti di prezzo generati nel mercato delle valute e dei Titoli di Stato.

Per tale ragione, i Green Bond possono essere impiegati, all'interno dell'architettura del portafoglio, per coprire il rischio del portafoglio quando questo è composto invece da titoli non correlati come asset energetici, azioni o obbligazioni ad alto rendimento. Inoltre, un investitore può decidere di mantenere un Green Bond poiché ciò rende più sostenibile il portafoglio, aumentando lo *score* ESG di quest'ultimo. Ciò risulta rilevante in particolar modo per investitori o gestori di fondi attenti all'esposizione del proprio portafoglio verso rischi di lungo termine legati all'ambiente e alla regolamentazione volta alla transizione energetica.

Muovendosi dai Green Bond, l'analisi passa ad introdurre un altro strumento rientrante nella classificazione degli strumenti finanziari GSSS: i *Sustainability-Linked Bonds*.

Questi strumenti finanziari hanno come caratteristica principale la variabilità del tasso cedolare, la quale dipende dal raggiungimento da parte dell'impresa di determinati obiettivi legati alla sostenibilità che vengono chiamati *Key Performance Indicators (KPIs)*. A differenza dei Green Bond, tuttavia, l'impresa non è vincolata a destinare il capitale raccolto per adempiere ai KPIs.

Secondo le evidenze raccolte da Kolbel et al., 2022, questo tipo di obbligazione rende un totale di interessi inferiori dello 0,215% rispetto ad obbligazioni convenzionali. In media, il risparmio collegato a tale proprietà eccede il potenziale rincaro del rimborso delle cedole qualora l'organizzazione fallisca nell'adempire gli obiettivi dichiarati. Dunque, chi emette *Sustainability-Linked Bonds (SLB)* può godere di un benefit pur non tenendo fede all'obiettivo proposto.

Lo studio menzionato, inoltre, cerca di verificare se il prezzo dei SLB sia maggiore di quello di un'obbligazione convenzionale. Per far ciò vengono presi in considerazione dal *database* di Bloomberg obbligazioni, sia SLB che convenzionali, emesse da una stessa organizzazione e che abbiano stessa maturity, tipologia di cedole e valuta. In seguito, queste vengono confrontate con obbligazioni simili in termini di data di emissione, maturity e volume d'emissione. Conseguentemente, viene effettuata un'analisi costi-benefici dalla prospettiva dell'emittente, confrontando quindi il risparmio sulle cedole con il rischio del sovrapprezzo di queste ultime.

Da ciò viene evidenziato in primis che vi è realmente un sovrapprezzo all'emissione per i SLB. Infatti, come già accennato, il differenziale negativo di rendimento del -0.215% tra un SLB ed un'obbligazione convenzionale sta ad indicare che in media, il rendimento per un Sustainability-Linked Bond è minore di quello di un'obbligazione convenzionale.

Inoltre, è rilevante sottolineare che dall'analisi costi-benefici risulta che l'emissione di un SLB permette di risparmiare in media USD 7.1 milioni rispetto ad una obbligazione convenzionale, mentre il costo medio della penale per il mancato raggiungimento degli obiettivi collegati al bond ammonta a USD 4.1 milioni. Dunque, l'emittente di un SLB godrebbe, in media, di circa USD 3 milioni di risparmio, senza considerare il mantenimento degli obiettivi di sostenibilità. Ciò dipende dal differenziale di rendimento riscontrato e dalla maturity media degli SLB pari a 7.1 anni.

La trattazione dei SLB deve, tuttavia, essere approfondita esponendo la disciplina che la regola, ossia i *Sustainability-Linked Bond Principles* emanati dalla *International Capital Market Association*. Attraverso tale studio, si potrà proseguire la trattazione entrando nel merito del funzionamento di tali strumenti.

4.1.1 Sustainability-Linked Bond Principles

I principi³⁵ pubblicati dall'ICMA circa l'utilizzo e la natura dei SLB sono un documento di particolare rilevanza in quanto chiariscono sia agli emittenti sia ai partecipanti al mercato le linee guida per interpretare o utilizzare correttamente tali strumenti. Sin dalla sua introduzione, il documento chiarisce che il ruolo primario dei SLB è quello di sviluppare ulteriormente il mercato obbligazionario al fine di incoraggiare gli emittenti ad un maggiore *commitment* verso i temi legati alla sostenibilità.

Al fine di inserire gli strumenti *sustainability-linked* all'interno del mercato obbligazionario in maniera efficace, l'ICMA ha pubblicato le suddette linee guida che contengono in particolare alcune caratteristiche essenziali circa la struttura, gli obblighi di *disclosure* e, conseguentemente, di *reporting*. I requisiti necessari per emettere un SLB fungono anche da garanzia verso gli investitori, in modo tale da assicurare una

³⁵ Sustainability-Linked Bonds Principles, International Capital Market Association. Disponibile al link: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2024-updates/Sustainability-Linked-Bond-Principles-June-2024.pdf>

opportunità di investimento responsabile, trasparente e sostenibile. Ciò è possibile poiché l'emittente di un SLB è incentivato a raggiungere gli obiettivi proposti a garanzia dell'emissione. Tali obiettivi sostenibili, tradotti in *Key Performance Indicators* dello strumento, dovrebbero essere materiali, ambiziosi, regolarmente monitorati nel loro sviluppo e verificati esternamente. Ciononostante, è fondamentale rammentare che il capitale raccolto attraverso questa tipologia di obbligazione può essere impiegato per finalità generiche, perciò non vi è un vincolo per quanto riguarda l'utilizzo dei fondi, come invece avviene per i Green Bonds.

Per quanto riguarda la struttura dei *Sustainability-Linked Bonds Principles* individuiamo cinque componenti principali.

In primis, vi è la selezione dei *Key Performance Indicators* (KPIs), i quali fungono anche come strumento per comprovare la credibilità dell'obbligazione emessa. Perciò, le imprese che intendono emettere dei SLB dovrebbero evitare la strumentalizzazione di obiettivi che non vengono percepiti come realizzabili o, allo stesso modo, influenti all'interno delle sfere di interessi che riguardano le organizzazioni.

Onde evitare tale situazione, vengono inseriti alcuni requisiti. Innanzitutto, i KPIs dovrebbero riferirsi a temi materiali afferenti alle aree ESG a cui l'impresa è esposta. Inoltre, gli obiettivi selezionati dovrebbero essere posti in continuità con la strategia di sostenibilità che l'impresa ha seguito in precedenza. A tal proposito, le imprese vengono anche incoraggiate ad includere dei KPIs già presenti all'interno dei precedenti report di sostenibilità così da consentire agli investitori di valutare la performance sostenibile lungo la serie storica documentata. Dunque, per sviluppare la credibilità dei propri strumenti *Sustainability-Linked* l'impresa dovrà selezionare temi di elevata pertinenza con le operazioni sia passate che future in tema di sostenibilità.

Inoltre, i KPIs devono poter essere misurati e quantificati: sia internamente dall'azienda, così da permettere un'elevata *disclosure* circa l'avanzamento dei lavori; sia esternamente, in modo tale che vi sia un controllo imparziale e terzo.

Infine, dopo aver tenuto in considerazione gli elementi ricordati precedentemente, l'impresa è esortata a comunicare in maniera chiara agli investitori i motivi che hanno portato alla selezione di determinati KPIs, fornendo inoltre una ampia panoramica circa la metodologia impiegata per il loro calcolo, il perimetro di competenza dell'indicatore,

le previsioni stimate dall'impresa circa la sua evoluzione ed una individuazione dei *benchmark* appropriati per metterlo in relazione alla media di settore.

Una volta individuati i KPIs, questi vanno messi in relazione ai *Sustainability Performance Targets* (SPTs) in quanto questi ultimi sono l'espressione del livello di ambiziosità che l'impresa sottoscrive tramite l'emissione degli strumenti. Tale considerazione rientra nel più ampio ragionamento effettuato in precedenza circa la necessità di trovare continuità tra le strategie sostenibili passate, i KPIs e le strategie future.

Per facilitare le imprese nell'identificazione dei SPTs, i SLBP propongono un approccio basato sulla combinazione di vari *benchmark*. Tra questi nominiamo:

- la performance storica dell'impresa negli ultimi tre anni al fine di effettuare proiezioni *forward-looking*;
- le medie di settore, considerando cioè la performance degli altri *player* di mercato;
- infine, i riferimenti ad obiettivi derivanti da evidenze scientifiche (IPCC, Global Warming of 1.5°C³⁶) o trattati internazionali come già citato nel primo capitolo.

Una volta individuati i SPTs sui quali confrontare l'andamento dei KPIs, la *disclosure* necessaria secondo le linee guida concerne principalmente:

- le tempistiche necessarie al raggiungimento del dato *target*;
- le previsioni stimate dall'impresa o i punti di riferimento per valutare lo stato di avanzamento intermedio dei KPIs;

Una ulteriore caratteristica legata ai SLB è quella strutturale correlata al mancato raggiungimento dei KPIs. Difatti, il caposaldo dei SLB è la variazione delle caratteristiche strutturali dell'obbligazione in funzione dell'allineamento dei KPIs ai SPTs. Quando i primi non si allineano ai secondi devono essere previsti dei meccanismi di variazione del prezzo del titolo, tra cui il più comune consiste nell'aumento del valore della cedola. Ad ogni modo, la variazione delle caratteristiche finanziarie o strutturali dell'obbligazione deve essere commisurata alla natura originaria dell'obbligazione ed

³⁶ Global Warming of 1.5°C, Intergovernmental Panel on Climate Change. Disponibile al link: https://www.ipcc.ch/site/assets/uploads/sites/2/2022/06/SR15_Full_Report_HR.pdf.

ampiamente compresa e descritta nella documentazione connessa allo strumento.

Inoltre, l'emittente del titolo è soggetto all'obbligo di rendicontazione circa alcuni aspetti, tra cui:

- informazioni aggiornate in merito alla performance del KPI, includendo anche alcune previsioni prospettiche, ove possibile;
- qualsiasi tipo di informazione che renda possibile per l'investitore monitorare la realizzabilità del raggiungimento del SPT.

Questo genere di reportistica deve essere pubblicato dall'impresa perlomeno con cadenza annuale, o, ad ogni modo, qualora vi sia la necessità di comunicare eventi rilevanti che possono impattare il raggiungimento dei SPT.

4.1.2. I Sustainability-Linked Bonds

Volendo approfondire la panoramica sui SLB, vi è la necessità di citare alcuni dati afferenti al mercato di tali obbligazioni. Per far ciò si considera un'analisi (Anderson et al., 2024) di 61 *Sustainability-Linked Bonds* presenti nel *database* di Bloomberg. A partire da questo gruppo omogeneo si possono effettuare alcune osservazioni. Innanzitutto, si osserva che le valute in cui vengono emesse tali obbligazioni sono principalmente l'euro, per il 56% del totale, ed il dollaro statunitense, che rappresenta il 33% delle emissioni di SLB. Inoltre, vengono riportati alcuni dati inseriti nella tabella sottostante:

Maturity Media	1 anno
Penalità Percentuale Media	0.2664%
Penalità Media in Valore Assoluto	\$41.112.244
Volume Medio di Emissione	\$625.493.770

Tabella 1 - Dati riassuntivi sul mercato dei SLB

A questo punto della trattazione si vuole approfondire il concetto di *Sustainability-Linked Bond* (SLB) sulla base dello studio del *Swiss Finance Institute* (Berrada et al., 2023) il quale si propone di sviluppare una cornice teorica per comprendere da una parte la struttura di incentivi sulla quale si basa il funzionamento dei SLB e dall'altra i meccanismi di *pricing* che ne determinano il prezzo.

Come si è avuto modo di descrivere in precedenza, *Sustainability-Linked Bonds* sono obbligazioni che, a differenza dei noti Green Bonds, non richiedono di allocare le risorse raccolte tramite la loro emissione esclusivamente ai fini di investimenti sostenibili; al contrario, tali fondi possono essere spesi per qualsiasi tipo di spesa che l'impresa si trova a dover affrontare. Dunque, piuttosto che vincolare il capitale raccolto, i SLB si incentrano sul collegamento che si crea tra i pagamenti delle cedole e gli obiettivi che l'impresa vi ha collegato. Ciò sta a significare che vi sono delle penalità nei pagamenti delle cedole, cioè delle maggiorazioni del tasso cedolare, qualora lo specifico KPI collegato all'obbligazione non sia raggiunto.

Lo studio di un mercato relativamente nuovo richiede di comprenderne altre caratteristiche, queste ultime utili per studiare l'efficacia legata a questi strumenti impiegati odiernamente da un numero sempre crescente di imprese. I quesiti ai quali si cerca di dare una risposta nelle pagine seguenti sono principalmente quattro. Tra questi, in primis si cerca di descrivere l'efficacia della funzione incentivante di tali strumenti di debito verso investimenti più sostenibili; ci si interroga, inoltre, sia sulla formazione del loro prezzo sul mercato primario, sia sul loro rendimento all'interno del mercato secondario. Infine, si studia l'efficacia di tali strumenti nella comunicazione di un *commitment* verso la sostenibilità da parte delle imprese che li emettono.

Innanzitutto, viene proposto un modello di *pricing* dei SLB che permette, in primis, di comprendere come le penalità sul pagamento delle cedole inducono le imprese a rispettare gli obiettivi proposti in merito ai KPI indicati e, inoltre, di stimare un prezzo del titolo adeguato al momento dell'emissione.

Il modello proposto viene indicato con il nome di *Mispricing Level* (ML) ed è possibile definirlo come la differenza tra il prezzo dell'obbligazione all'emissione ed un vincolo inferiore di prezzo, divisa per la differenza tra il vincolo superiore ed uno inferiore di

prezzo. Il vincolo superiore è formato dal prezzo teorico dell'obbligazione supponendo che non siano raggiunti gli obiettivi legati ai KPIs; al contrario, il vincolo inferiore è rappresentato dal prezzo teorico del bond quando vengono soddisfatti tutti i KPIs. L'indicatore ML, strutturato come visto, rappresenta uno strumento volto a misurare la precisione nell'individuazione del prezzo adeguato con cui emettere l'obbligazione. Ne consegue che quando ML aumenta, il SBL risulta essere emesso con un sovrapprezzo. L'emissione con sovrapprezzo determina una riduzione del prezzo quando lo strumento viene scambiato sul mercato secondario che si attesta attorno al -0.5% in un *range* temporale di circa 20 giorni dall'emissione.

Inoltre, quando il volume di obbligazioni sovra prezzate risulta significativo si evidenzia anche un trasferimento di ricchezza dai detentori dell'obbligazione agli azionisti. Infatti, quando l'emissione è considerevole rispetto alla capitalizzazione di mercato dell'impresa, un SLB sovra prezzato (sotto prezzato) causa un effetto positivo (negativo) sul prezzo delle azioni sul mercato durante il periodo di emissione dell'obbligazione.

Un ulteriore effetto osservato consiste nella correlazione positiva esistente tra l'indicatore ML e il punteggio ESG dell'impresa emittente. Infatti, ciò può essere dovuto alla maggiore probabilità che quest'ultima riesca a raggiungere gli obiettivi legati ai KPIs.

Lo studio a cui si è fatto riferimento finora, deriva tra le sue conclusioni la necessità di assumere un atteggiamento chiaro e trasparente riguardo il processo di emissione dell'obbligazione, includendo tra le altre informazioni, un parametro rappresentativo del costo sostenuto dall'organizzazione per raggiungere gli obiettivi legati ai KPIs.

Inoltre, per quanto riguarda la problematica legata al sovrapprezzo dell'obbligazione, si propone una soluzione al trasferimento di valore tra obbligazione e azioni dell'impresa tramite l'esternalizzazione, in tutto o in parte, della penalità legata alla cedola.

In sintesi, un SLB è caratterizzato da flussi di cassa identici a quelli di un'altra obbligazione a tasso fisso, ma con l'aggiunta di flussi di cassa legati a fattori ESG, ed in particolare al raggiungimento degli obiettivi correlati ai KPIs individuati dall'impresa. L'assenza di valutazioni errate rispetto al prezzo dell'obbligazione all'emissione è possibile quando il valore dei flussi di cassa variabili legati ai fattori ESG è maggiore di zero, ma inferiore alla somma dei flussi di cassa potenziali nel caso in cui nessuno dei

target KPIs sia raggiunto.

Empiricamente, un altro studio (Feldhutter et al., 2024) ha riscontrato che la maggior parte dei SLB sul mercato non si caratterizzano per fenomeni di *mispricing*.

Il medesimo studio preso come riferimento evidenzia, inoltre, che i SPT (*Sustainable Performance Target*) proposti dalle imprese risultano essere nella pratica facilmente raggiungibili. Tale conclusione può essere dedotta dalla percentuale di completamento degli obiettivi, che si attesta in un *range* compreso tra il 61% - 86%.

4.2 Il Sustainability-Linked Financing Framework di Eni

Avendo posto le basi teoriche necessarie alla comprensione del funzionamento degli strumenti *Sustainability-Linked*, si procederà impiegando la metodologia adottata nel capitolo precedente. A tal proposito viene analizzato il *Sustainability-Linked Financing Framework* di Eni, ossia un documento che si divide nelle cinque categorie individuate all'interno dei SLBP.

Similarmente a quanto fatto per la comunicazione di sostenibilità nel capitolo precedente, l'analisi del documento consentirà, da un lato, di approfondire le strategie sostenibili di Eni anche nella sua gestione finanziaria; dall'altro, di disporre di un riferimento pratico per osservare quanto descritto nelle pagine precedenti.

Innanzitutto, nelle prime pagine del documento la società sostanzia la propria strategia di sostenibilità incentrata sulla transizione energetica, con l'obiettivo della neutralità carbonica entro il 2050. Come visto in precedenza, la strategia si sostanzia nella propria trasformazione industriale lungo l'intera filiera basandosi su due segmenti particolarmente rilevanti come la decarbonizzazione del portafoglio di risorse naturali e l'evoluzione energetica che mira all'esplorazione di fonti di energia alternativa come le rinnovabili ed i biocarburanti.

Nello specifico della componente del documento attinente alle caratteristiche dei SLB, Eni si sofferma inizialmente sulla descrizione dei quattro *Key Financial Indicators* individuati tra i temi materiali di maggiore rilevanza per l'impresa, i quali poi vengono analizzati attraverso i SPTs. Questi vengono riassunti in:

- Capacità installata di fonti rinnovabili;

- Riduzione dell'impronta carbonica netta nella filiera a monte;
- Riduzione del ciclo di vita delle emissioni di gas serra;
- Riduzione dell'intensità carbonica;

Questi, infatti, risultano essere perfettamente compatibili con la strategia sostenibile dell'impresa.

Per quanto riguarda il primo KPI, viene illustrato nel particolare il metodo di calcolo dell'indicatore con cui viene misurata la capacità installata di fonti rinnovabili. Quest'ultima è rappresentata dal totale della capacità energetica derivante da infrastrutture che impiegano fonti rinnovabili per la produzione di energia elettrica.

La strategia con cui Eni si impegna ad aumentare tale capacità consiste nella IPO (*Initial Public Offering*) di Plenitude, controllata da Eni ed operante nel mercato delle fonti rinnovabili. Nella prima fase di tale operazione si prevede una progressiva diluizione della partecipazione di Eni all'interno della società controllata, per poi reintegrare tale quota attraverso partnership strategiche. Ciò consentirebbe a Plenitude di aver accesso ad una più ampia disponibilità di capitale per finanziare la propria crescita e, di conseguenza, intensificare la propria attività fino a raggiungere una capacità di 11GW entro il 2030, come riscontrato nel relativo SPT.

I restanti tre KPIs fanno riferimento alla riduzione delle emissioni di gas serra sia a monte della filiera (KPI n.2); sia abbattendo il ciclo di vita medio di tali emissioni fino a raggiungere la decarbonizzazione lungo la filiera e dei prodotti venduti dall'impresa; e, infine, la riduzione dell'intensità di cui, tuttavia, nel documento ci si limita a riproporre la strategia indicata per il precedente indicatore.

Il documento, in seguito, affronta la componente descrittiva delle caratteristiche finanziarie degli strumenti *Sustainability-Linked* che saranno emessi in futuro. Innanzitutto, viene affermato che il capitale raccolto tramite l'emissione obbligazionaria sarà destinato ad operazioni generiche, come consentito dai principi pubblicati dall'ICMA. Inoltre, sempre coerentemente con le disposizioni dell'ICMA, viene illustrato il meccanismo di penalità applicato sul pagamento delle cedole. Questo consiste nell'aumento del tasso di interesse qualora un target non sia rispettato entro l'orizzonte temporale previsto; tuttavia, l'entità e la specificità del meccanismo in

questione dovrà essere puntualizzato nella documentazione relativa allo specifico strumento al momento dell'emissione.

Infine, le componenti rimanenti sono quelle relative al *Reporting* e della verifica esterna. L'attività di reportistica viene svolta dalla società su base annuale a traverso comunicazioni di sostenibilità disponibili sul sito web aziendale. All'interno di tali informative si può monitorare la performance dei KPIs e disporre di informazioni circa la progressione nel completamento dei SPT. Entrambi vengono illustrati nei loro punti chiave tramite valutazioni di carattere sia quantitativo che qualitativo, oltre che illustrazioni apposite nell'ipotesi di variazione dei KPIs, le quali espongono i nuovi principi alla base della scelta.

L'attività di revisione esterna è affidata a meccanismi di audit esterno o di *Second Party Opinion* con agenzie che si occupano di fornire servizi di attestazione.

Un esempio di *Second Party Opinion* è quella fornita dall'agenzia *Moody's* nel merito del *Financing Framework* esposto in precedenza. L'agenzia, difatti, ha assegnato un punteggio di qualità, pari al livello *intermediate*, al documento prodotto dalla società tramite un'analisi dei KPIs proposti secondo i criteri di rilevanza, materialità ed analisi dell'impatto. Il giudizio è stato generalmente positivo ad esclusione del secondo KPI relativo all'impronta carbonica netta nella filiera a monte. Quest'ultimo è stato ritenuto eccessivamente limitato e circoscritto in quanto non includeva le emissioni di tipo *Scope 3* nella propria valutazione, ma soltanto le emissioni nette di tipo *Scope 1* e *Scope 2* di cui si fa responsabile la filiera a monte. Inoltre, è stata evidenziata l'impossibilità di fornire descrizioni sufficientemente precise dello stato di avanzamento dell'indicatore. Ciò è anche il risultato della mancanza di un set di standard di settore specifici riguardo a tale categoria di emissioni.

Il giudizio complessivamente favorevole dell'agenzia si conferma anche osservando l'andamento dell'emissione del SLB di Eni del gennaio 2023. A sottolineare l'ampio coinvolgimento del pubblico di investitori. Basti considerare che il volume iniziale dell'emissione si attestava ad €1 mld ha incontrato una domanda pari a €10 mld da parte di una platea di circa 300.000 investitori.

Dunque, seppure la transizione energetica continua a rappresentare un percorso ancora di difficile realizzazione, soprattutto per un mercato controverso dal punto di vista

ambientale come quello del *oil and gas* a cui si è ampiamente fatto riferimento, l'elaborato ha voluto mettere in luce quelli che sono i meccanismi che possono facilitare le imprese lungo tale direttrice. Inoltre, si sono mostrate molteplici evidenze che riportano l'efficacia di risultato collegata all'adozione di strategie sostenibili sia dal punto di vista finanziario, sia aziendale.

5. Conclusioni

L'elaborato ha affrontato il tema della sostenibilità, analizzandolo lungo varie direttrici. Inizialmente è stata illustrata la normativa di riferimento, nello specifico a livello europeo, attraverso le quali si è cercato di comprendere le intenzioni e le scelte operate dal legislatore. Tramite le raccomandazioni fornite dal HLEG, la Commissione Europea ha cercato di promuovere la sostenibilità, specialmente nella prospettiva degli investitori, cercando dunque di rendere disponibile l'insieme di informazioni necessarie a questi ultimi per poter investire in maniera trasparente secondo le proprie preferenze di sostenibilità. Naturalmente le prescrizioni impartite dal nuovo quadro normativo europeo fanno capo alle imprese, le quali sono chiamate a rispettare oneri, tra cui quelli di reportistica, per garantire un impegno diffuso, ma soprattutto chiaro e trasparente nell'interesse dei propri *stakeholders*.

Questi ultimi sono alla base di quanto introdotto nel secondo capitolo, esplorando una ulteriore dimensione della sostenibilità. La *Stakeholder Theory* è la formalizzazione della necessità delle imprese conciliare gli interessi aziendali e quelli dei propri *stakeholders*. Perciò, compreso che le preferenze degli individui hanno subito una forte flessione a vantaggio della sostenibilità, le imprese devono adeguarsi. La reattività delle imprese riguardo l'adozione di strategie sostenibili è anche alla base di vari vantaggi di natura finanziaria che sono stati esposti nel corso della trattazione. Tuttavia, la possibilità di ottenere un vantaggio economico a fronte di una posizione sostenibile, spinge talvolta alcune imprese ad abusare di elementi di *greenwashing* o di comunicazioni di sostenibilità non perfettamente allineate con le strategie adottate nella gestione operativa.

Infine, l'attenzione dell'analisi è stata posta su alcuni strumenti finanziari, cd. GSSS, i quali si inseriscono all'interno del quadro sostenibile analizzato. Tra questi si distinguono in particolare i *Green Bonds* ed i *Sustainability-Linked Bonds*, i quali includono nella loro struttura i fattori ESG, seppur diversamente. A tal proposito, i *Green Bonds* risultano essere maggiormente efficaci nell'includere i fattori ESG, poiché il capitale raccolto viene interamente e inequivocabilmente destinato al finanziamento di progetti afferenti alla sostenibilità. Ciò rende automatica la correlazione tra il titolo obbligazionario e la *performance* sostenibile dell'impresa; al contrario, nel caso dei *Sustainability-Linked Bonds* è stato evidenziato come, non dovendo destinare i proventi

dell'emissione alla realizzazione di progetti specifici, si potrebbe incorrere nel rischio di finanziare un'impresa che non prevede di migliorare la propria *performance* di sostenibilità. Ciò può accadere dato che in misura relativa i SLB risultano essere più economici, a parità di condizioni, delle obbligazioni *corporate* tradizionali. Nella pratica, tuttavia, la problematica è maggiormente legata all'entità degli obiettivi sostenibili che l'impresa adotta come KPIs, i quali spesso appaiono poco ambiziosi e facilmente raggiungibili.

Complessivamente, l'elaborato si è proposto di approfondire i punti di forza e di debolezza della sostenibilità a livello aziendale, mostrando come questa si concilia con la *performance* economica. Ne emergono delle relazioni tendenzialmente positive, vincolate tuttavia al *commitment* da parte del *management*.

Ciò sta a significare che sostanzialmente l'impresa, per accedere alla serie di vantaggi economici legati al suo rendimento sostenibile, necessita di individuare i propri temi materiali, ossia quei temi che afferiscono alla sua attività esponendo l'impresa a rischi ed opportunità, per poi declinarli in strategie credibili, ma allo stesso tempo ambiziose che raccolgano il favore dei propri *stakeholders*.

6. Bibliografia

A. Anderson, R. Kish, Rewarding performance through sustainability-linked bonds, *Economic Affairs*, Institute of Economic Affairs, pagg. 294-319.

A. Cagnacci, La finanza sostenibile: storia e prospettive di un fenomeno in espansione, Tesi di Laurea Magistrale, LUISS Guido Carli, 2019/2020, Relatore Prof. E. Giovannini.

A. Cardoni, E. Kiseleva, S. Terzani, Evaluating the Intra-Industry Comparability of Sustainability Reports: The Case of the Oil and Gas Industry, *Sustainability* 2019, 11, 1093.

A. De Santis, G. Di Marzio, D. Fasano, M. Marlino e B. Nigro, *Pricing risk adjusted: il ruolo dei parametri ESG*, IPE Business School, 2020.

A. Ramirez-Orellana, M. Martinez-Victoria, A. Garcia-Amate, A. A. Rojo-Ramirez, *Is the corporate financial strategy in the oil and gas sector affected by ESG dimensions?*, *Resources Policy* 81, 2023.

A. Rasche, S. Waddock, M. McIntosh, The United Nations Global Compact: Retrospect and Prospect, *Business & Society*, 2012, 52(1), pagg. 6-30.

A. Seppälä, The adaptation of sustainable finance driven by the Paris agreement and the 2018 EU sustainable finance Action Plan and Regulations, Master's Thesis, LUT University, Examiners P. R. L. Albareda, S. Bor, 2023.

Blackrock, Sustainable investing: resilience amid uncertainty, 2020.

C. Bellavite Pellegrini, C. Cannas, Quali prospettive per una finanza sostenibile?, *Analisi Giuridica dell'Economia*, Il Mulino – Rivisteweb, Fascicolo 1, gennaio-marzo 2022.

C.E. Helfat, M.B. Lieberman, The birth of capabilities: market entry and the importance of pre-history, *Industrial and Corporate Change*, 2002 (11), pagg. 725-760.

C. Flammer, Corporate green bonds, *Journal of Financial Economics*, 2021 (142), pagg. 499-516.

Commissione Europea (2016), Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni: Il futuro sostenibile dell'Europa: prossime tappe, l'azione europea a favore della sostenibilità, pag. 11.

Commissione Europea (2016a), Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni: Unione dei Mercati dei Capitali – Accelerare le riforme, pagg. 5-6.

Commissione Europea (2016b), Commission Decision of 28.10.2016 on the creation of a High-Level Expert Group on Sustainable Finance in the context of the Capital Markets Union.

Dimaggio, P. J., & Powell, W. W. 1983. The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields. *American Sociological Review*, 48(2): 147–160

Direttiva 2014/95/EU.

D. Lenzi, Sostenibilità delle imprese e dichiarazioni non finanziarie, Corporate Governance, G. Giappichelli Editore, gennaio 2022.

E. Cori, L. P. Vecchio, Sostenibilità, imprese, lavoro. Una riflessione critica, Bologna: TAO Digital Library, 2023.

Eni, 2023, Sustainability-Linked Financing Framework.

EU High-Level Expert Group on Sustainable Finance (2018), Final Report 2018 by the High-Level Expert Group on Sustainable Finance: Financing a Sustainable European Economy, pagg. 15-44.

F. Imperiale, S. Pizzi, S. Lippolis, Sustainability reporting and ESG performance in the utilities sector, Utilities Policy 80, 2023.

Friede, G.; Busch, T.; Bassen, A. ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. J. Sustain. Finance Invest. 2015, 5, 210–233.

Freeman, R., 1984. Strategic Management: A Stakeholder Approach. Pitman, Boston.

Global Sustainable Investment Review 2020, Global Sustainable Investment Alliance, 2020, disponibile al link: <https://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/08/GSIR-20201.pdf>.

Global Sustainable Investment Review 2022, Global Sustainable Investment Alliance, 2022, disponibile al link: <https://www.gsi-alliance.org/members-resources/gsir2022/>.

G. Gianfrate, M. Peri, The green advantage: Exploring the convenience of issuing green bonds, Elsevier, Journal of cleaner Production, 219, 2019, 127-135.

G. Nicolò, G. Zamponi, G. Sannino, A. Tiron-Tudor, Worldwide evidence of corporate governance influence on ESG disclosure in the utilities sector, Utilities Policy 82, 2023.

H. Lu, L. Guo, Y. Zhang, Oil and Gas companies' low-carbon emission transition to integrated energy companies, 2019, Science of the Total Environment 686, pagg. 1202-1209.

ICMA (2020), Sustainability-Linked Bond Principles, Voluntary Process Guidelines.

I. Mitroff, J. R. Emshoff, On Strategic Assumption-Making: A Dialectical Approach to Policy and Planning, Academy of Management Review, Vol. 4, No. 1, 1979.

IPCC, Climate Change 2007: Impacts, Adaptation, And Vulnerability: Contribution of Working Group II to The Fourth Assessment Report of the IPCC, 2007, pag. 6.

IPCC (2019) Global Warming of 1.5°C.

J. C. Reboredo, A. Ugolini, Price connectedness between green bond and financial markets, Elsevier, Economic Modelling, 88, 2020, 25-38.

J. C. Reboredo, Green bond and financial markets: Co-movements, diversification and price spillover effects, Elsevier, Energy Economics, 74, 2018, 38-50.

J. Hartmann, K. Uhlenbruck, National institutional antecedents to corporate environmental performance, Journal of World Business, 2015 (50), pagg. 729-741.

- J. Hartmann, A. Inkpen, K. Ramaswamy, Different shades of green: Global oil and Gas companies and renewable energy, *Journal of International Business Studies*, (2021) 52, pagg. 879-903.
- J. F. Kolbel, A. Lambillon, Who pays for sustainability? An analysis of sustainability-linked bonds, *Swiss Finance Institute Research Paper*, 2022.
- J. Roboredo, Green bond and financial markets: Co-movement, diversification and price spillover effects, *Energy Economics*, 2018 (74), pagg. 38-50.
- J. Roboredo, A. Ugolini, Price Connectedness between green bond and financial markets, *Economic Modelling*, 2020 (88), pagg. 25-38.
- K. Buysse, A. Verbeke, Proactive Environmental Strategies: A Stakeholder Management Perspective, *Strategic Management Journal*, 2003 (24), pagg. 453-470.
- KPMG, 2022, Big shifts, small steps. Survey of Sustainability Reporting 2022.
- L. Aristei, L'accordo di Parigi: obiettivi e disciplina, *Rivista quadrimestrale di diritto dell'ambiente*, G. Giappichelli Editore, Numero 3, 2017.
- LMA (2023), Sustainability-Linked Loans Principles, Supporting environmentally and socially sustainable economic activity.
- LSEG Data & Analytics, Environmental, social and governance scores from LSEG, Sustainable Growth, Dec 2023, pagg. 10-16.
- M.C. Suchman, Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches, 1995, 571-610.
- M. Hit, R. Hoskisson, R. Ireland, Mergers and Acquisitions and Managerial Commitment to Innovation in M-Form Firms, *Strategic Management Journal* Vol. 11, 1990, pagg. 29-47.
- M. Mazzero, Gli effetti dell'introduzione della Direttiva 2014/95/EU sul livello di comunicazione di sostenibilità delle maggiori imprese europee, *Tesi di Laurea Magistrale in Marketing e Comunicazione*, Università Ca' Foscari Venezia, 2016/2017, Relatore Prof.ssa C. Mio, Prof. M. Fasan.
- Moody's Investors Service, Second Party Opinion – Sustainability-Linked Financing Framework Assigned SQS4 Sustainability Quality Score, 2023.
- MSCI, ESG Ratings Methodology, MSCI ESG Research LLC, April 2024, pagg. 1-16.
- N. Johnstone, I. Hašćic, D. Popp, Renewable Energy Policies and Technological Innovation: Evidence Based on Patent Counts, *Environmental Resource Economics*, 2010 (45), pagg. 133–155.
- OCSE (2017), Investing in Climate, Investing in Growth: a synthesis.
- P. Coppotelli, La strategia europea sullo sviluppo sostenibile. In particolare, la finanza sostenibile e le modifiche al quadro regolamentare europeo, *Analisi Giuridica dell'Economia*, Il Mulino – Rivisteweb, Fascicolo 1, gennaio-marzo 2022.

P. Feldhutter, K. Halskov, A. Krebbers, Pricing of Sustainability-Linked Bonds, *Journal of Financial Economics*, 2024, 162.

P. Pauw; C. Brandi; C. Richerzhagen; S. Bauer; H. Schmole, ,2014, Different perspectives on differentiated responsibilities: a state-of-the-art review of the notion of common but differentiated responsibilities in international negotiations, Discussion Paper, No. 6/2014, Deutsches Institut für Entwicklungspolitik (DIE), Bonn, pagg. 27-28.

Prof. Dr. Hartwig Hummel, The United Nations and Transnational Corporations, *Institute of Social Sciences*, 2005, pagg. 13-22.

R. Albuquerque, Y. Koskinen, C. Zhang, Corporate Social Responsibility and Firm Risk: Theory and Empirical Evidence, *Management Science*, Vol. 65, n. 10, 2019, pp. 4451-4469.

R. De Luca, N. Lucido, Finanza Sostenibile e Fattori “ESG”: stato dell’arte, sviluppi futuri e opportunità, Documento di Ricerca, Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, Fondazione Nazionale dei Commercialisti, 2022.

R. Falkner, The Paris Agreement and the new logic of international climate policy, *The Royal Institute of International Affairs*, 2016, 92, pagg. 1107-1125.

Regolamento (UE) 2019/20188 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 relativo all’informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari.

Regolamento (UE) 2020/852 del parlamento europeo e del consiglio del 18 giungo 2020 relativo all’istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del regolamento (UE) 2019/2088

S. De Rosa, La Rendicontazione di Sostenibilità, Le novità del Bilancio d’Esercizio 2023, *Biblioteca Eutekne*, Capitolo XV, 2024.

S. Dietz, D. Gardiner, V. Jahn, J. Noels, How ambitious are oil and gas companies’ climate goals?, *Science*, 374(6566), 2021.

S. El Ghouli, O. Guedhami, C. C. Y. Kwok, D. R. Mishra, Does corporate social responsibility affect the cost of capital?, *Journal of Banking & Finance*, 35, 2011, 2388-2406.

S. Mishra, R. Kumar, J. Rout, An overview of green, sustainability and sustainability-linked (GSSS) bonds, *Journal of Social and Economic Development*, 2023 (25), pagg. 127-145.

S. Patari, H. Arminen, A. Tuppur, A. Jantunen, Competitive and responsible? The relationship between corporate social and financial performance in the energy sector, *Renewable and Sustainable Energy Reviews* 37, 2014, pagg. 142-154.

T. Berrada, L. Engelhardt, R. Gibson, P. Krueger, The Economics of Sustainability Linked Bonds, *Swiss Finance Institute, Research Paper Series n. 22-26*, 2023.

The European Commission Action Plan – PRI, 2018

United Nations Global Compact (2008), *Corporate Citizenship in The World Economy*, disponibile online: unglobalcompact.org.

United Nations, 1987, Report of the World Commission on Environment and Development: Our Common Future.

Y. Li, Voluntary disclosure and investment in environmental technology, *Journal of Economic Behavior & Organization*, 2017 (133), pagg. 331-341.

Z Yang, T. T. H. Nguyen, H. N. Nguyen, T. T. N. Nguyen, T. T. Cao, Greenwashing behaviors: Causes, taxonomy and consequences based on a systematic literature review, *Journal of Business Economic and Management*, Vilnius Tech Press, 2020, Volume 21, Issue 5.