



Dipartimento di **Giurisprudenza**
Cattedra **Diritto commerciale progredito**

***Diritto, finanza e sostenibilità tra ordinamento europeo
e indici di borsa***

Chia.mo Prof. Gian Domenico
Mosco
RELATORE

Chia.mo Prof. Antonio Nuzzo
CORRELATORE

Mariangela De Feo
Matricola 154993
CANDIDATO

Anno accademico 2023/2024

Introduzione	8
---------------------	----------

Capitolo I – I fattori ESG e l’inquadramento normativo EU

1. La definizione di “finanza sostenibile”	12
2. L’arteria che lega la finanza sostenibile ai fattori ESG	14
2.1 Cosa sono i fattori ESG ? Qual è la loro finalità ?	15
2.2 Le agenzie di rating coinvolte nella valutazione dei fattori ESG	17
3. Il quadro e l’evoluzione normativa EU in materia di sostenibilità	19
4. La “Corporate Sustainability Reporting Directive” 2022/2464/UE	23
4.1 L’obiettivo della nuova direttiva e il suo ambito di applicazione: analisi degli articoli 19 bis e 29 bis della Corporate Sustainability Reporting Directive	27
4.2 Il concetto di “Double materiality”	30
4.2.1 Dalla prospettiva inside-in alla prospettiva inside-out	33
4.2.2 Dalle tematiche ambientali, sociali al business model e alla politica degli impatti sulla catena valore degli impatti sulla catena valore: la modifica della CSRD nella quantità e qualità delle informazioni da comunicare	36
4.3 Le modifiche alla Transparency Directive e la conformità della Relazione sulla gestione agli “ESR” e all’art. 8 del Regolamento Tassonomia 2020/852/UE	39
5. Il Regolamento attuativo n. 2023/2772 e i nuovi principi di rendicontazione di	

sostenibilità:gli “European Sustainability Reporting Standard”	41
5.1 Definizione e scopo degli ESRS	42
5.2 Struttura e contenuto degli ESR	42
5.3 Criteri di valutazione e metriche utilizzate	44

Capitolo II – “Borsa Italiana” storia - evoluzione e il primo indice dedicato alle blue chip italiane: Il Mib ESG

1. “Borsa Italiana” – ieri	65
1.2 Una tappa storica importante: l’acquisizione da parte del London Stock Exchange nel 2007	69
2. Borsa Italiana – oggi: dal London Stock Exchange all’ Euronext Group	71
3. Il futuro di Borsa Italiana e la promozione della finanza sostenibile attraverso il progetto “Fit for 1.5°”	74
4. Sul funzionamento di Borsa Italiana - <i>Gli Indici Azionari</i>	76
4.1 <i>Gli Indici Azionari generali</i>	78
4.1.1 <i>Esempi di indici generali</i>	78
4.2 <i>Gli Indici Azionari settoriali</i>	80
4.2.1 <i>Esempi di indici settoriali</i>	81
4.2.2 <i>Il significato che assumono gli indici settoriali alla luce delle nuove tendenze quali lo “Stakeholderism engagement”</i>	82
5. Il Mib ESG – il primo indice dedicato alle blue chip italiane	85

5.1 Il monitoraggio e gli standard globali	86
5.2 Casi di esclusione dall'indice e processo di selezione	88
5.3 Metodo di ponderazione dell'indice e aggiornamento periodico della ponderazione	89
5.4 Corporate Actions - eventi che possono modificare la composizione dell'indice	91
5.4.1 Fusioni, acquisizioni e quotazioni di nuove società	91
5.4.2 Sospensione e delisting	92
5.4.3 Fast exit: screening continuo di idoneità	93
5.4.4 Split up/spin off	93
5.5 Eventi che possono modificare i fattori di ponderazione delle azioni: calcolo dei dividendi e O.P.A	94
5.6 Vigeo Eiris ESG Score	95
5.7 Gli obblighi di Disclosure del rapporto ESG delle blue chip ricomprese nel Mib ESG	97
5.7.1 Sui Fattori ESG combinati	97
5.7.2 Allineamento alla tassonomia UE	98
5.7.3 SFDR dell'UE: principali impatti negativi sulla sostenibilità	99
5.7.4 Sui Fattori Ambientali	101
5.7.5 Sui Fattori Sociali	106
5.7.6 Sui Fattori di Governance	109

Capitolo III - Tra Vecchio e Nuovo Continente: indagine sugli Indici Etici delle Borse Valori di New York, Londra e Singapore

1. Il primo “Indice Etico” al mondo: l’ “S&P Dow Jones Sustainability Index”	
della NYSE	111
1.1. <i>La costruzione dell’indice attraverso gli S&P Global Score</i>	112
1.2 <i>La composizione dei panieri dall’ “Invited Universe”</i>	
<i>all’ “Eligible Universe” e i Sottoindici di Esclusione Etica</i>	113
1.3 <i>Azioni tecniche per la gestione e la manutenzione dell’Indice</i>	115
1.4 <i>La Governance e la Policy dello S&P DJSI</i>	116
2. London Stock Exchange, il secondo “Indice Etico” al mondo:	
l’ “FTSE4GOOD Index Series”	117
2.1 <i>Gli “Eligibility Criteria” previsti per la composizione dell’indice</i>	118
2.2 <i>La revisione periodica dei componenti</i>	119
2.3 <i>Come i cambiamenti delle società costituenti influenzano</i>	
<i>la composizione dell’Indice</i>	120
2.4 <i>L’applicazione dei fattori di capping in occasione</i>	
<i>delle revisioni semestrali</i>	122
3. <i>Focus sulla finanza sostenibile in Oriente</i>	123
3.1 <i>L’ “S&P/JPX 500 ESG Index”: la collaborazione tra S&P</i>	
<i>Dow Jones Indices e il Japan Exchange Group</i>	124
3.2 <i>L’ S&P Dow Jones Sustainability Index e</i>	
<i>l’ S&P/JPX 500 ESG a confronto</i>	125

4. “Singapore Exchange” e la famiglia di indici “iEdge ESG” – la composizione e la metodologia adottata	127
4.1 <i>Lo screening di idoneità attraverso i criteri di liquidità , capitalizzazione e valutazione ESG</i>	127
4.2. <i>L’inclusione, la ponderazione il calcolo dell’iEdge ESG Index</i>	128
4.3 <i>La valutazione ESG e la classificazione tra “Soft” e “Hard” exclusion</i>	129
5. Indici a confronto	131
 Conclusioni	133
Bibliografia	137
Sitografia	140
Normativa, giurisprudenza e altro	148

Introduzione

Il presente elaborato si propone di osservare la sinergia tra diritto, finanza e sostenibilità.

Le ragioni sottese a tale indagine si riscontrano nelle tendenze che, sia a livello europeo che mondiale, si sono sviluppate. Da un lato attraverso le iniziative pervenute dal legislatore europeo culminate nel *Green Deal*, dall'altro mediante la tendenza degli investitori a prediligere investimenti *sostenibili* rispetto ai “classici” investimenti.

La prima parte dell'elaborato si concentra sull'intersezione tra finanza e sostenibilità e sul ruolo che assumono i fattori ESG nella qualificazione e quantificazione dei rischi assunti dalle società che costituisce il punto centrale su cui si focalizzerà tutto l'elaborato.

Infatti, ai fini di un'attenta valutazione dei rischi assunti dalle società e degli impatti futuri che ne deriveranno dagli stessi, sia il legislatore che le principali Borse Mondiali, si sono adoperati con lo scopo di una quantificazione *verosimile* degli stessi. Il legislatore europeo, dal canto suo ha raggiunto tale obiettivo attraverso una serie di azioni legislative, progressive, che ad oggi si pongono in un rapporto di completezza e complementarità le une rispetto alle altre. Mentre il mondo della finanza lo ha fatto mediante la creazione di indici di sostenibilità, che attraverso delle attente metodologie quantificano matematicamente i rischi assunti dalle società selezionate rispetto ai fattori *Environment, Social e Governance*.

Nel primo capitolo l'analisi si baserà, principalmente, sullo sviluppo della normativa europea in tal senso. L'indagine si fonda su due livelli; il primo delinea i progressi della disciplina europea effettuati in materia di finanza sostenibile, il secondo si basa su un'analisi speculativa dei mezzi di cui lo stesso si è avvalso per concretizzare le proprie iniziative.

Al centro dell'indagine vi è la *Corporate Sustainability Reporting Directive* che ha il merito di aver regolato l'informativa di sostenibilità resa dalle società. Dall'analisi della stessa, tuttavia, non può prescindere il Regolamento attuativo 2023/2772 che

contiene gli *European Sustainability Reporting Standard*, il mezzo con cui le società devono interfacciarsi nella misurazione delle proprie prestazioni, rilevanti sia da un punto di vista sostenibile che finanziario.

Condotta questa analisi primordiale, ne segue il cuore dell'indagine; che ha come obiettivo quello di indagare sull'esistenza o meno di una differenza tra la metodologia adottata dal legislatore europeo e quella intrapresa, *in primis*, da Borsa italiana nell'ottobre 2021 attraverso la creazione del Mib ESG.

La ragione, sottesa alla stessa, appare chiara; parte dall'assunto secondo cui, una specularità delle informazioni da divulgare da parte delle società ed una metodologia pressoché simile nella valutazione delle stesse, condurrebbe a una discrepanza, che si tradurrebbe in uno *stesso trattamento* nonostante le situazioni differenti.

Infatti, nella “*CSRD*” le società sono *obbligate* a conformarsi; nel secondo caso, al contrario, sono le stesse che si adoperano al fine di quotarsi nel Mib ESG con tutti i vantaggi che ne seguono.

Pertanto, il secondo capitolo analizza esclusivamente Borsa italiana. Ne va a delineare la storia, l'evoluzione, il funzionamento al fine di rendere immediato il passaggio e la comprensione che conduce alla ricerca approfondita in merito al Mib ESG. A tal fine ci si potrà rendere conto della complessità del sistema sottostante allo stesso, che risponde ad una ragione molto esigente, ovvero di garantire stabilità al mercato.

Per questo, le società incluse nel Mib ESG sono soggette a prestazioni pressanti, non solo in termini di *sostenibilità*, ma anche di *performance* finanziarie; dato l'obiettivo del Mib ESG di raggruppare le società con la più alta capitalizzazione di mercato e con i migliori *rating* ESG.

La valutazione sui fattori di sostenibilità, in tal caso, spetta a due diverse agenzie; *Vigeo Eiris* che si occupa della valutazione delle *prestazioni* rispetto agli standards internazionali e a *ISS ESG* che valuta gli *impatti generati*, dalle società, attraverso le loro stesse condotte. Alla metodologia adottata dall'indice di sostenibilità, segue una descrizione degli obblighi di *disclosure* sui fattori ambientali, sociali e di *governance* a cui le società quotate nel Mib ESG devono rispondere.

Ergo, fin qui il seguente elaborato analizza, perlopiù, la scenario europeo e nazionale, dettato in materia di obblighi di *disclosure* di sostenibilità.

Dal terzo capitolo in poi, l'indagine si sposta sul panorama internazionale, con l'intento di offrire un quadro completo in termini comparatistici.

L'obiettivo del terzo, ed ultimo capitolo, è di osservare la metodologia adottata dai principali indici di sostenibilità al mondo per la valutazione dei rischi di sostenibilità intrapresi dalle società quotate al loro interno.

L'analisi si concentra inizialmente sugli Stati Uniti, specificatamente sull'*S&P Dow Jones Sustainability Index*, che gode della fama di essere l'indice di sostenibilità più importanti al mondo. Per poi giungere al *London Stock Exchange*, precisamente sul secondo indice di sostenibilità più importante al mondo, il *FTSE4GOOD*. A tal proposito, gli stessi presenteranno metodologie molto simili tra loro.

Ma per garantire completezza all'elaborato, nell'ultimo punto, il *focus* si sposta sull'Oriente.

Attraverso una breve descrizione del rapporto in cui ad oggi convivono, diritto, finanza e sostenibilità in Oriente, ci si immerge subito dopo in una descrizione degli indici di borsa di sostenibilità .

L'attenzione è orientata sull'*S&P/JPX 500*; l'indice di sostenibilità appartenente alla borsa giapponese e nato dalla collaborazione tra l'*S&P Dow Jones Indices* e il *Japan Exchange Group*.

La ragione di tale scelta è da leggere proprio in questa stretta collaborazione al fine di confutare due indici appartenenti alla stessa famiglia ma con diversi obiettivi.

In tal caso, verranno messe in luce le differenze che intercorrono tra gli stessi e che rendono l'*S&P Dow Jones Sustainability Index* uno degli indici ESG più significativi nel panorama internazionale.

In ultimo, l'indagine si focalizza sul *Singapore Exchange*, specificamente sulla famiglia di indici di sostenibilità *iEdge ESG*.

Oggetto di indagine è la metodologia adottata dallo stesso ed il sistema di classificazione adottato per i rischi ESG intrapresi dalle società quotate al suo interno. Dall'analisi dello stesso, si può constatare come l'*iEdge ESG* sia l'indice

internazionale più attento alle dinamiche europee, richiamante il sistema di adottato dalla SFRD.

CAPITOLO 1 – I fattori ESG e nel quadro normativo dell’Unione europea

1. La definizione di “*finanza sostenibile*”

Il ruolo cruciale che la “*finanza sostenibile*”¹ svolge per gli obiettivi di “*Sviluppo Sostenibile*”, di cui ne è applicazione diretta², spiega la necessità di esplorare *in primis* lo stesso.

La definizione di “*Sviluppo Sostenibile*” è stata proposta per la prima volta nel 1987 nel rapporto “*Our Common Future*” dalla Commissione *Brundtland*, insediata in occasione dello “*United Nations Environment Programme*” (UNEP). In questo rapporto, per sviluppo sostenibile, si intende: “*Uno sviluppo in grado di assicurare il soddisfacimento dei bisogni della generazione presente senza compromettere la possibilità delle generazioni future di realizzare i propri.*”

Da ciò si evince che i pilastri su cui si basa il concetto di *sviluppo sostenibile*, formulato dalla Commissione *Brundtland*, sono essenzialmente due: l’integrazione dell’*ambiente* come componente essenziale per lo *sviluppo economico* e l’*importanza della responsabilità* verso le generazioni future nell’uso delle risorse naturali. Bisogna tuttavia attendere al 1992 quando in occasione della “*United Nations Conference on Environment and Development*” (UNCED), tenutasi a Rio de Janeiro, vi è la formalizzazione del principio di *sviluppo sostenibile* negli atti adottati a conclusione del Vertice. Ove, la nozione di *sviluppo sostenibile*³ è stata accolta anche nei Trattati⁴ aperti a conclusione della firma di Rio.

¹Alla stessa ci si riferisce attraverso le seguenti locuzioni: *finanza SRI, finanza etica, finanza socialmente responsabile, finanza green, finanza ad impatto, finanza ESG*.

² “Sustainable development is a very specific economic category, which requires an effective funding mechanism that should take into account a three-dimensional (economic, social, environmental) sustainability perspective”; v. M. ZIOLO, B. Z. FILIPAK, I. BAK, K. CHEBA, D.M. TIRCA, I. NOVO-CORTI, *Finance, sustainability and negative externalities. An overview of the European context.*, in *Sustainability*, 2019,11, 1.

³ Essenziale è in ogni caso sottolineare che tanto negli atti di Rio quanto nelle successive conferenze mondiali promosse dalle Nazioni Unite si conferma una configurazione del principio di sviluppo sostenibile fondato su tre fattori interdipendenti: *tutela dell’ambiente, crescita economica e sviluppo sociale*.

⁴ I trattati sono principali sono essenzialmente due: “*La Convenzione sui cambiamenti climatici*” entrata in vigore nel 1994 e “*La Convenzione sulla diversità biologica*” entrata in vigore nel 1993.

In seguito, nell'ambito del diritto dell'Unione Europea, il concetto di *sviluppo sostenibile* è stato posto a fondamento delle azioni e delle politiche in materia ambientale, assumendo così forma.

Ma per arrivare ad una intersezione tra il concetto di *sviluppo sostenibile* e *finanza* bisogna attendere il nuovo millennio quando tra i maggiori economisti inizia a farsi spazio la teoria dell'esistenza di una compatibilità tra il paradigma classico di economia e il concetto di sviluppo sostenibile⁵.

Nelle teorie più in auge, che portano ad introdurre il carattere *etico* nel quadro della *finanza aziendale*, si sostiene che se l'economia è definita come l'allocazione dei beni e dei redditi reali *allora* le transazioni finanziarie sono per definizione intermedie non rappresentando un fine in sé nel processo economico reale cosicché denaro e finanza fungono da *strumenti* per raggiungere l'allocazione ottimale dei beni fisici. In base a questa definizione, il sistema monetario dovrebbe essere *neutrale* nel processo di crescita economica⁶. Pertanto, si può sottolineare il carattere servente della finanza rispetto all'economia reale e ai relativi processi produttivi, nella maggior parte dei casi inquadrabili in un orizzonte temporale medio-lungo. Da ciò ne deriva che al paradigma classico può integrarsi un modello di crescita economica di *lungo periodo* che tenga presente gli interessi delle generazioni sia attuali sia future e riconosca l'*interdipendenza* tra le dimensioni economica, ambientale e sociale⁷.

Da qui in poi inizia a farsi spazio l'espressione "*finanza sostenibile*", così per come la si intende oggi.

A darne per prima una definizione in Italia è il "*Forum per la finanza sostenibile*" secondo cui: "*L'Investimento Sostenibile e Responsabile è una strategia di investimento orientata nel medio-lungo periodo che, nella valutazione di imprese e istituzioni, integra l'analisi finanziaria con quella ambientale, sociale e di buon*

⁵ N. LINCiano, E. CAFIERO, A. CIAVARELLA, G. DI STEFANO, E. LEVANTINI, G. MOLLO, S. NOCELLA, R. SANTAMARIA, M. TAVERNA, "*La finanza per lo sviluppo sostenibile*" in Quaderno di finanza sostenibile, 2021.

⁶ A. SOPPE, "*Sustainable Corporate Finance*" in Journal of Business Ethics, 2007, 53(1), 213 ss.

⁷ J.V.C PEZZEY e M.A. TOMAN, *Sustainability and its Economic Interpretations*, in R.D. SIMPSON, M.A. TOMAN e R.U. AYRES *Scarcity and Growth: Natural Resources and the Environment in the New Millennium* Washington D.C., 2005, 121.

*governo, al fine di creare valore per l'investitore e per la società nel suo complesso*⁸.”

Giungendo così ad una vera e propria consacrazione di tale concetto che porta con sé un' inversione di tendenza; infatti, se in passato solo i più previdenti cercavano di dare una declinazione *etico-morale*⁹ al mero concetto di finanza aziendale, oggi il concetto di *finanza sostenibile* ha una configurazione ontologica basata su principi oggettivi e quantificabili.

2. L'arteria che lega la finanza sostenibile ai fattori ESG

L'importanza e l'urgenza che assumono *le valutazioni di sostenibilità* negli investimenti finanziari è stata sottolineata da diverse figure di spicco. Larry Fink nella lettera inviata agli amministratori delegati nel 2020 afferma la necessità di un *rimodellamento fondamentale della finanza* enfatizzando il ruolo che assume la sostenibilità che si presenta “*come unica scelta plausibile*” per gli investimenti a lungo termine ed esortando gli amministratori a fornire informazioni trasparenti sulle loro strategie di business per quanto concerne le questioni ambientali e sociali. Ma ancora prima Mark Carney, ex Governatore della banca di Inghilterra, nel discorso tenuto alla *Lloyd's Assicurazioni* nel 2015¹⁰, afferma la necessità di gestire i mega rischi derivanti soprattutto dai cambiamenti climatici che “*avrebbero avuto delle implicazioni profonde per gli assicuratori, la stabilità finanziaria e l'economia in generale*”.

⁸ La definizione è stata riportata dal Forum per la Finanza Sostenibile nel documento, *L'Investimento Sostenibile e Responsabile: una definizione al passo con i tempi*, Milano, 2014, consultabile in finanzasostenibile.it.

⁹ I primi sostenitori che cercavano di dare un'accezione morale-etica di investimento finanziario partivano dai principi sull'*etica della virtù* elaborati dai filosofi greci quali Socrate, Platone e Aristotele. L'SCF si basa, a sua volta, su un approccio etico-virtù ispirato all'*etica aristotelica* promuovendo valori come la giustizia, la prudenza, la temperanza e il coraggio nel contesto aziendale a differenza della finanza tradizionale che si concentra sull' “*homo economicus razionale*” ovvero l'individuo che agisce solo in base al proprio interesse personale. Questo nuovo modo di vedere l'impresa viene definito tra gli studiosi come “*post-modernismo*” che culmina nell'espressione: “*L'arte di fare impresa*”. Cfr. J. DOBSON *The Art of Management and the Aesthetic Manager: The Coming Way of Business*, Londra, 1999 e M. KAPTEIN, J. WEMPE “*The Balanced Company: A Theory of Corporate Integrity*, Oxford, 2002.

¹⁰ M. CARNEY, *Breaking the tragedy of the horizon – climate change and financial stability*, Londra, 2015, consultabile al link bis.org.

Un impulso significativo giunge anche dall'Accordo di Parigi¹¹, varato nel 2015, avente ad oggetto i cambiamenti climatici. Lo stesso all'articolo 2, lettera c) ha l'obiettivo di rafforzare la risposta ai cambiamenti climatici, tra l'altro rendendo *i flussi finanziari coerenti* con un percorso verso uno sviluppo a basse emissioni di gas a effetto serra e resilienti ai cambiamenti climatici.

Da qui l'interesse e la preoccupazione che hanno condotto le imprese, gli investitori ma non solo, a cercare delle politiche *eco-sostenibili* che da un lato andassero a limitare, dall'altro a quantificare *i rischi* legati alla sostenibilità e ad assolvere questo compito sono i *fattori ESG*.

2.1 Cosa sono i fattori ESG ? Qual è la loro finalità ?

L'acronimo ESG è stato coniato nel 2004 ed apparso per la prima volta nel rapporto *"Who cares Wins: Connecting Financial Markets to a Changing World"* sviluppato dal *Global Compact* delle Nazioni Unite. L'acronimo "ESG" indica l'insieme dei *fattori ambientali, sociali e di governance* che possono *materialmente* influenzare le imprese e la loro creazione di valore¹² e sta per *"Enviroment"*, *"Social"* e *"Governance"*¹³. Il fattore *"Environment"* denota l'impatto che l'azienda ha sul territorio e sull'ambiente, ad esempio, sul cambiamento climatico e sui rischi correlati, sulla riduzione delle emissioni di CO2, sulla biodiversità, sulla gestione dei rifiuti e dell'inquinamento, sulla produzione e sull'uso di nuove tecnologie ed energie rinnovabili. Il fattore *"Social"* indica il modo in cui l'impresa tratta la salute e la sicurezza sul lavoro, il rispetto dei diritti umani presso la propria impresa e i propri fornitori/appaltatori, il modo in cui si relaziona con le comunità locali in cui opera, i rapporti con i governi e le comunità nelle operazioni dei paesi in via di sviluppo ed

¹¹ Pubblicato in G.U. dell'Unione Europe il 19/10/2016 e consultabile presso il sito web ufficiale dell'EU, eur-lex.europa.eu.

¹²R. ANTOLIN-LOPEZ e N. ORTIZ DE MANDOJANA, *Measuring and disclosing Environmental, Social and Governance (ESG) information and performance* in Publications Office of the European Union, Luxembourg, 2023, consultabile al sito ufficiale dell' EU Commission, publications.jrc.ec.europa.eu.

¹³ Per le definizioni si faccia riferimento: GLOBAL COMPACT, *Who cares wins: Connecting financial markets to a changing world*. United Nations, New York, 2004, p. 6, consultabile al link, unglobalcompact.or. e BORSA ITALIANA, *Gli investimenti ESG ne hanno fatta di strada*, consultabile in borsaitaliana.it.

infine “*Governance*” che designa le iniziative intraprese dall’impresa nell’ambito della diversità di genere, dell’etica aziendale, della struttura remunerativa, dell’indipendenza del consiglio di amministrazione, della struttura e l’indipendenza del comitato di revisione e dei revisori, della prevenzione dei reati quali ad esempio la corruzione e la concussione.

Tuttavia, i fattori ESG sono rilevanti solo se “*materialmente*” influenzano l’impresa e la creazione di valore¹⁴. Il concetto di “*materialità*” è necessario da una parte per acquisire informazioni pertinenti, dall’altra per restringere la discrezionalità dell’impresa e soddisfare le crescenti aspettative della società e degli investitori. Per comprendere appieno il significato che acquisisce tale concetto, alla luce della divulgazione di sostenibilità, è necessario fare un passo indietro e condurre l’analisi verso il contesto di origine. In seguito al crollo del mercato azionario del 1929 e al desiderio di proteggere gli investitori dagli abusi di mercato determinati dalle asimmetrie informative, che hanno portato al crollo dei mercati, è parsa l’occasione e la necessità di imporre una regolamentazione federale sui mercati mobiliari. Alla luce di tali fatti ci si è posti la domanda di quali informazioni fossero veramente rilevanti per il mercato, infatti, un esubero delle stesse avrebbe condotto gli investitori ad un utilizzo inefficace. Ciò ha spinto il legislatore statunitense¹⁵ a designare due tipi di obblighi di divulgazione societaria, un obbligo di divulgazione per voci specifiche ed un obbligo di divulgazione *generale* rispetto ad informazioni “*materiali*”, che conducano l’investitore a comprendere la posizione finanziaria complessiva della società. Sebbene la definizione di materialità per il diritto statunitense costituisca il principale meccanismo di inquadramento per il reporting finanziario, la sua definizione è stata lasciata alla giurisprudenza. L’attuale definizione di materialità emerge dal caso “*TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*”¹⁶ ove la Corte si è assunta il compito di chiarire la definizione di *materialità* secondo il diritto societario americano. Un fatto è *materiale* quindi rilevante, secondo la Corte, se esiste una

¹⁴ V. nota 12.

¹⁵ Nel *Securities Act del 1933* e nel *Securities Exchange Act del 1934*.

¹⁶R. S. KARMEI, *Disclosure Reform-The SEC Is Riding Off in Two Directions at Once* in Business Lawyer, 2016, 71, 781.

probabilità sostanziale che la divulgazione dello stesso sia considerata dall'*investitore ragionevole* in grado di alterare il "*mix totale*" delle informazioni rese disponibili.

Nel 1988, la Corte Suprema ha esteso questa definizione di *materialità* facendola diventare il contesto per tutte le discussioni sul concetto di materialità.

Ad oggi, sebbene non siano mancate opinioni discordanti, a tal proposito, soprattutto nell'ordinamento americano, "*l'impresa*" per fornire un quadro olistico della *performance aziendale* dovrebbe incorporare i *fattori ESG materiali* con i *fattori finanziari materiali*. Questi sforzi mirano ad integrare le informazioni di sostenibilità nel contesto finanziario, evidenziando così l'importanza di considerare i fattori ESG come parte integrante delle performance aziendali e delle decisioni di investimento¹⁷. Questo nuovo modo di vedere l'impresa e la dipendenza strutturale in cui convivono fattori ESG materiali e fattori finanziari materiali determinano una nuova aspettativa della società che vede in capo all'impresa non solo una responsabilità di divulgazione ESG ma anche e soprattutto di una *performance di sostenibilità* determinando un rapporto sinergico tra l'aspetto finanziario e quello sostenibile.

2.2 Le agenzie di rating coinvolte nella valutazione dei fattori ESG

Strettamente collegato ai fattori ESG sono le cd. *agenzie di rating ESG* che, per ovviare al problema delle asimmetrie informative¹⁸, hanno sviluppato un sistema parallelo in cui valutano i rischi assunti dall'impresa nelle operazioni ESG.

Tuttavia, la recente comparsa sottolinea una differenza sostanziale con le agenzie di rating, che a loro volta valutano la solvibilità dell'impresa, da rinvenirsi nella nebulosità delle valutazioni effettuate, determinata perlopiù da una variante soggettiva, data la mancanza di processi standardizzati. Ognuna di esse, infatti,

¹⁷ R. JEBE, *The Convergence of Financial and ESG Materiality: Taking Sustainability Mainstream in American Business Law Journal*, 2019, 56, 645.

¹⁸ S. UTZ, *Corporate scandals and the reliability of ESG assessments: Evidence from an international sample* in *Review of Managerial Science*, 2019, 13, 483.

analizza le operazioni secondo proprie metodologie attribuendo una valutazione differente a conclusione del procedimento¹⁹.

Tra i *players* principali si possono annoverare VIGEO-EIRIS, MSCI, Thomson Refinitiv, ISS-Oekom e Sustaynalitics²⁰.

L'agenzia di rating ESG VIGEO – EIRIS nasce dalla fusione tra EIRIS (*Ethical Investment Research Services*), fondata a Londra nel 1983, la cui *mission* alla base era la campagna contro la vendita di armi, e VIGEO nata in Francia nel 2002, prima agenzia di *rating* tra tutte a trattare gli SRI. Nel 2019 *Moody's Corporation* acquista una quota di maggioranza in Vigeo- EIRIS con l'obiettivo di promuovere standard globali ESG²¹.

Un altro player è MSCI (*Morgan Stanley Capital International*) nata a New York nel 1986, oggi è uno dei provider di dati ESG più utilizzato, copre 7.000 società quotate, con un assetto proprietario costituito principalmente da investitori istituzionali in veste di azionisti, infatti, Vanguard Group detiene il 12% delle azioni, Blackrock l'8%, FMR il 6 %, State Street Corp. il 5%, Fiera Capital Corp. il 4%²². A sua volta *Thomson Refinitiv* è considerata una delle più grandi società di rating ESG, infatti, copre 7000 società quotate con una partecipazione del 55% di Blackstone. *ISS-Oekom* nasce, invece, dalla fusione tra *ISS*, specializzata in governance, e *Oekom*, specializzata in analisi non finanziarie. Ad oggi copre 8.100 società e 28.000 fondi²³. *Sustaynalitics*, in ultimo, ha acquisito rilevanza in seguito a una serie di fusioni con agenzie minori; infatti, oggi copre all'incirca 11.0000 società, operando da più di 25 anni nel mondo del *rating* ESG²⁴. In seguito all'acquisizione del 2016, ad oggi, *Morningstar* società fondata nel 1984 con l'obiettivo di fornire dati, analisi e *rating* su fondi, azioni e altri strumenti finanziari, detiene il 40% delle azioni di

¹⁹ E. ESCRIG OLMEDO, M. FERNÁNDEZ IZQUIERDO, I. FERRERO, J. RIVERA LIRIO, M. MUNOZ TORRES, *Rating the Raters: Evaluating how ESG Rating Agencies Integrate Sustainability Principles*, in *Sustainability*, 2019, 11, 915.

²⁰ A. DEL GIUDICE, *La finanza sostenibile: Strategie, mercato e investitori istituzionali*, Torino, 2019, 23.

²¹ MOODY'S, *Moody's Acquires Majority Stake in Vigeo Eiris, a Global Leader in ESG Assessments*, 15 aprile 2019, consultabile in ir.moody.com.

²² A. DEL GIUDICE, *La finanza sostenibile*, cit., 20.

²³ A tal proposito si consulti ISS ESG, presso il suo sito web, issgovernance.com.

²⁴ A tal proposito si consulti Sustainalytics, presso il suo sito web, careers.morningstar.com.

Sustaynalitics. Tuttavia, è innegabile che, sebbene ciascuna di esse segua proprie metodologie per valutare le prestazioni ESG delle imprese, ciò che le accumuna è la *materialità* delle informazioni ESG da analizzare, di cui si è discusso in precedenza²⁵.

3. Il quadro e l'evoluzione normativa EU in materia di sostenibilità

La disciplina europea in materia di sostenibilità non è stata immediata; infatti, nel trattato istitutivo della *Comunità Economica Europea* (1957) non vi è alcun riferimento alla politica ambientale.

L'Europa in quel periodo ha concentrato le sue forze nella ricostruzione post-bellica e nel godere dei frutti del conseguente *boom economico*²⁶ che avevano ben poco da condividere con la salvaguardia ambientale. Un primo approccio alla materia lo si ha a partire dal 1986 quando con l' "Atto Unico Europeo" viene introdotto nella parte terza del Trattato di Roma un nuovo titolo "*Ambiente*".

Il completamento della riforma avviata dall'Atto Unico Europeo viene siglato dal "*Trattato di Maastricht*" che, tra gli scopi delle azioni delle istituzioni europee, all'art. 2 prevede una "*crescita sostenibile che rispetti l'ambiente*". Ciò ha consentito alla Comunità Economica Europea di agire in modo concreto e armonizzato attraverso il principio di sussidiarietà che trova la sua prima espressione proprio attraverso questa materia²⁷.

Ma, il vero punto di svolta è rappresentato dal Trattato di Lisbona dove viene accolto, per la prima volta nel quadro europeo, il *concetto di sviluppo sostenibile*²⁸. Ciò ha concesso all'UE l'allineamento ai principi sanciti dal *Global Compact* nel 2000 volti ad incrementare e migliorare la *responsabilità sociale dell'impresa*²⁹.

²⁵ Vedi nota 17

²⁶ M. RENNA, *I principi in materia di ambiente* in Rivista Quadrimestrale di Diritto dell'Ambiente, 2012, 1- 2.

²⁷ F. FERRARO, *L'evoluzione della politica ambientale dell'Unione: effetto Bruxelles, nuovi obiettivi e vecchi limiti* in Annali AISDUE, 2022.

²⁸ Il riferimento espresso è rinvenibile all'art. 3, par. 3, TUE, che così recita: "L'Unione [...] si adopera per lo sviluppo sostenibile dell'Europa".

²⁹ S. PRAKASH SETHI, D. H. SCHEPERS, *United Nations Global Compact: The Promise-Performance Gap* in Journal of business ethics, June 2013, 193.

Il primo intervento normativo da parte del legislatore europeo ed immediatamente successivo al *Global Compact*, rappresentante una novità nell'ordinamento comunitario, è la Direttiva 2004/25/CE in cui viene a profilarsi in capo al CDA della *società emittente* una nuova responsabilità che si esplica non solo nella tutela degli interessi degli azionisti ma degli *stakeholders*³⁰, tale responsabilità si concretizza nel *parere motivato* sull'offerta pubblica d'acquisto ove viene richiesto, da parte del legislatore³¹, una più ampia considerazione degli interessi della società *target*, estendendoli anche all'*impatto* dell'offerta sull'*occupazione* e sulla *localizzazione* dei siti produttivi della società³².

Un intervento mirato è rappresentato dall'emanazione nel 2014 di uno dei primi atti legislativi europei destinati ad aprire la strada alla sostenibilità, la “*Non-Financial Reporting Directive*” (NFRD). In tale occasione per la prima volta il legislatore europeo obbliga le imprese, aventi i requisiti dallo stesso richiesti³³, a pubblicare una *dichiarazione non finanziaria* che contenga informazioni relative ad aspetti *ambientali, sociali* e di *governance*. Tali obblighi di *disclosure* hanno contribuito in modo significativo alla *responsabilizzazione* dei CDA in vista di una più adeguata considerazione dei fattori di sostenibilità nelle decisioni e nel perseguimento delle strategie di *corporate*³⁴.

Un'altra iniziativa che vale la pena ricordare, per dare un quadro completo rispetto alle azioni intraprese dall'UE in materia di *sostenibilità e responsabilità sociale dell'impresa*, è la modifica apportata alla Direttiva sui diritti degli azionisti³⁵ mediante la *Shareholder Rights Directive II* (2017/828/UE). La direttiva contiene due

³⁰Secondo quanto emerge dall'analisi dello studio commissionato dalla Commissione Europea per valutare gli effetti della direttiva, per *stakeholder* s'intendono le autorità di vigilanza, le borse, i rappresentanti dei lavoratori, altre associazioni di stakeholders non meglio identificate, intermediari finanziari e investitori istituzionali in UE, *The Takeover Bids Directive Assesment Report*, 2013. Disponibile presso il sito web dell'Ufficio delle pubblicazioni dell'UE, op.europe.eu.

³¹Art. 9 par. 5.

³²ASSEMBLEA BIENNALE ASSONIME, *Innovare per la crescita sostenibile: strategie di impresa e politica pubblica* in Rapporti di giunta, 2021,130 ss.

³³Le imprese di grandi dimensioni che costituiscono enti di interesse pubblico e che, alla data di chiusura del bilancio, presentano un numero di dipendenti occupati in media durante l'esercizio pari a 500; v. BORSA ITALIANA, *L'informativa a carattere non finanziario* in borsaitaliana.it

³⁴ASSONIME, *Doveri degli amministratori e sostenibilità* in Rapporto Assonime, 6|2021, 6.

³⁵Direttiva 2007/36/CE sui diritti degli azionisti.

importanti novità all'art. 9-bis ove, descrivendo la politica di remunerazione e dei compensi degli amministratori³⁶ delle società quotate, prevede che questa debba contribuire “concretamente alla strategia dell'azienda, agli interessi a lungo termine e alla sostenibilità e illustrare in che modo fornisce tale contributo” essere “chiara e comprensibile” e descrivere “le diverse componenti della remunerazione fissa e variabile, compresi tutti i bonus e altri benefici in qualsiasi forma, che possono essere riconosciute agli amministratori e ne la proporzione relativa” e all'art.9-ter ove sancisce la pubblicazione di una relazione che illustri in dettaglio i compensi corrisposti rispetto all'esercizio di riferimento e la sottoposizione del rapporto al voto consultivo dei soci. La stessa mira ad incoraggiare l'impegno a lungo termine degli azionisti per garantire che le decisioni siano prese per la stabilità a lungo termine dell'impresa poiché solo così è plausibile e reale l'integrazione delle questioni ambientali e sociali nella gestione dell'impresa

Ad ogni modo, il voler influenzare il mondo intero in fatto di sostenibilità da parte dell'UE appare soprattutto dagli ambiziosi obiettivi fissati dal “Green Deal”³⁷, con cui l'EU si è posta l'ambizioso obiettivo di essere il primo continente al mondo a raggiungere la neutralità climatica³⁸ entro il 2050 ed in subordine di ridurre di almeno il 55% le emissioni di gas serra entro il 2030, resi vincolanti dalla normativa europea sul clima approvata il 24 giugno 2021³⁹. La Commissione esplicita nell'atto la volontà di fare un uso coerente di tutte le leve politiche tra cui la regolamentazione e la normazione, gli investimenti e l'innovazione, le riforme nazionali, il dialogo con le parti sociali e cooperazione internazionale. Affermando che nel terzo trimestre del 2020 avrebbe presentato una strategia rinnovata in materia di finanza sostenibile,

³⁶ Recepita in Italia attraverso il d.lgs. 49/2010 che modifica, a sua volta, l'art. 123-ter, 3° bis, TUF; cfr. M. V. ZAMMITI, *Long-termism e short-termism nella ricerca di strategie di sostenibilità* in *Orizzonti del Diritto Commerciale*, 2021,1.

³⁷ Comunicazione della Commissione, *Orientamenti relativi a determinati aiuti di Stato nell'ambito del sistema per lo scambio di quote di emissioni dei gas a effetto serra dopo il 2021*, 11 dicembre 2019.

³⁸ Per tale intontendosi il bilanciamento tra le emissioni nocive immesse nell'atmosfera in conseguenza di attività antropiche e quelle che vengono assorbite dai sistemi naturali (suolo, foreste, oceani).

³⁹ Regolamento (UE) 2021/1119 del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo alla legge sul clima, che stabilisce l'obiettivo di neutralità climatica dell'Unione Europea entro il 2050. *Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea*, L 134, 9 luglio 2021.

incentrata su una serie di azioni, tra questi: l'adozione di una *tassonomia* per la classificazione delle *attività ecosostenibili*, una revisione della direttiva sulle *comunicazioni di carattere non finanziario* al fine di migliorare la trasparenza dei dati relativi al clima e all'ambiente, in modo da rendere gli investitori pienamente informati circa la sostenibilità dei loro investimenti e supportare le imprese nell'elaborazione di pratiche contabili standardizzate per il capitale⁴⁰. Sul fronte *finanza sostenibile* gli obiettivi delineati dal *Green Deal* sono resi concreti da un insieme di atti normativi. Tra i più significativi vi è il Regolamento 2020/852/UE, anche detto "*Regolamento Tassonomia*", che definisce il quadro sugli *investimenti sostenibili*⁴¹ attraverso un sistema di *classificazione unificato delle attività*⁴² con l'obiettivo di orientare i flussi di capitali verso attività ecocompatibili e realizzare l'integrazione delle esigenze ambientali nel sistema finanziario.

Il Regolamento Tassonomia assume una particolare rilevanza dal momento che contiene un elenco di attività che il pubblico può considerare con fiducia come *ecologiche*, poiché ufficialmente riconosciute tali dalla legge; rappresenta il passo più importante per attirare maggiori investimenti verso tali attività.

La Direttiva 2022/2464/EU, in auge come "*Corporate Sustainability Reporting Directive*" (CSRD), con cui il legislatore modificando il sistema di divulgazione previgente definito dalla "NFRD", ha posto le basi per una *Disclosure* più accurata e coerente rispetto agli *obiettivi* europei e ha fornito agli *stakeholder* un modo per comprendere e confrontare gli impatti ESG delle imprese in modo da orientare gli investitori verso imprese più meritevoli dal punto di vista sostenibile.

⁴⁰ Op. cit. F. FERRARO, *L'evoluzione della politica ambientale*.

⁴¹ Secondo il Regolamento 2019/2088/UE un *investimento sostenibile* si definisce come tale tutte le volte che contribuisce ad un obiettivo ambientale il che, tra gli altri, dovrebbe comprendere investimenti in «attività economiche ecosostenibili» ai sensi del presente regolamento. Inoltre, solo se non arreca un danno significativo a nessuno degli obiettivi ambientali o sociali del Regolamento Tassonomia v. nota 44

⁴² Secondo il Regolamento Tassonomia una data attività economica è *ecosostenibile* quando persegue i sei obiettivi posti dal regolamento quali: *mitigazione* dei cambiamenti climatici, *adattamento* ai cambiamenti climatici, *uso sostenibile e protezione* delle acque e delle risorse marine, *transizione* verso un'economia circolare, *prevenzione e riduzione* dell'inquinamento e *protezione e ripristino* della biodiversità e degli ecosistemi.

Ciò che accomuna il Regolamento Tassonomia e la CSRD è il *soggetto* a cui sono destinate *imprese* e *investitori*. Una simile considerazione appare rilevante per ragioni di completezza, infatti, il legislatore europeo antecedentemente al Regolamento Tassonomia e alla CSRD ha apportato attraverso il Regolamento 2019/2088/UE *alias* “*Sustainable Finance Disclosure Regulation*”, una nuova disciplina in materia di sostenibilità anche nel settore dei servizi finanziari avente ad oggetto nuovi obblighi di *Disclosure*; questa volta però a carico degli *operatori del mercato finanziario*, compresi i *gestori patrimoniali*, i *consulenti* per gli investimenti e le *compagnie di assicurazione*⁴³. Tuttavia, in questa sede, maggiormente nelle prossime sezioni, oggetto di analisi è la finanza sostenibile nel mondo dell’impresa, pertanto maggiore spazio è dato alla nuova disciplina dettata dalla Direttiva 2022/2464/EU “*CSRD*” attraverso un’analisi delle differenze apportate alla NFRD e ove previsto uno studio più nel dettaglio del Regolamento Tassonomia.

4. La “*Corporate Sustainability Reporting Directive*” 2022/2464/UE

Il ruolo centrale che negli ultimi anni ha assunto la *sostenibilità* nell’informazione societaria, soprattutto per gli *stakeholders*, ha condotto il legislatore europeo ad intraprendere azioni mirate a rendere più *precise* ed *efficaci* le informazioni comunicate dalle imprese⁴⁴.

La manifestazione concreta di tali azioni è visibile nella regolamentazione del cd. “*sustainability reporting*” inteso come l’insieme delle *pratiche* adottate da parte delle imprese aventi ad oggetto la *comunicazione*, prevalentemente all’esterno, di *informazioni* relative a diverse tematiche che ruotano intorno al concetto di *sostenibilità* e di *sviluppo sostenibile*⁴⁵ volte a dimostrare il contributo o il disappunto dell’impresa in tale direzione.

⁴³A tal proposito v. sezione 5.7.3. capitolo II.

⁴⁴Perlopiù imprese con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante e imprese di grandi dimensioni.

⁴⁵ G. ZAMPONE, *Il Sustainability Reporting nelle imprese quotate italiane*, Torino, 2022.

Se inizialmente le informazioni societarie comunicate, *non vertenti sull'aspetto finanziario*, sono state caratterizzate dalla *volontarietà*, e quindi anche discrezionalità di chi le comunicava, col tempo si è assistito ad un'*inversione di tendenza* determinata dall'incoerenza che aleggiava all'interno della comunità europea e che avrebbe disatteso le aspettative soprattutto degli *stakeholders*⁴⁶. Ciò ha spinto il legislatore europeo a prendere l'iniziativa apportando delle modifiche sostanziali alle direttive allora vigenti⁴⁷. Una delle iniziative più importanti è rappresentata dalla Direttiva 2014/95/EU, "*Non-Financial Reporting Directive*", che emenda l'"*Accounting Directive*" , e rientra nell'ambito del *Responsible Business Package*⁴⁸. Il merito che le si deve riconoscere risiede nell'aver reso obbligatoria la *dichiarazione non finanziaria* per le imprese che soddisfano i requisiti da essa stabiliti, questo ha contribuito a rendere il contesto europeo più chiaro e coerente. Tuttavia, date le aspirazioni del legislatore europeo in fatto di sostenibilità e responsabilità sociale dell'impresa, tali sforzi non sono sembrati del tutto adeguati tanto da richiedere un'ulteriore modifica sfociata nella Direttiva 2022/2464/EU in auge come "*Corporate Sustainability Reporting Directive*"⁴⁹.

Il carattere sempre meno smielato assunto dal "*sustainability reporting*", che ha sostituito il precedente "*non-financial reporting*" attraverso quest'ultimo intervento

⁴⁶ Infatti, è emerso che un'elevata proporzione di imprese che riportavano informazioni proveniva da un ristretto numero di Paesi dell'Unione europea, tra cui il Regno Unito, la Germania, la Spagna e la Francia, rendendo evidenza di una situazione caratterizzata da una notevole disomogeneità nel mercato unico dell'Unione europea. *Ibidem*.

⁴⁷ Tra queste si annoverano la Direttiva 2003/51/CE "*Accounts Modernisation Directive*" che prevede obblighi di comunicazione in merito ad aspetti ambientali e sociali da comunicare all'interno della Relazione sulla gestione; in seguito, un impulso significativo è stato fornito dalla Direttiva 2006/46/CE "*Corporate Governance Statement Directive*" la quale ha introdotto l'obbligo per le società quotate di includere una dichiarazione sulla corporate governance nel bilancio, richiedendo così di fornire ulteriori informazioni non finanziarie sugli aspetti del governo societario delle medesime; in ultimo la Direttiva 2013/34/UE "*Accounting Directive*" che da un lato afferma nuovamente l'importanza del reporting non soltanto in merito agli aspetti finanziari legati all'impresa ma anche delle informazioni non finanziarie correlate alle questioni di sostenibilità. Invocando l'impellente necessità di accrescere la comprensione dell'andamento, dei risultati o della situazione dell'impresa, nonché il relativo impatto sulla società, percorrendo un ulteriore passo avanti verso l'integrazione della sostenibilità e dello sviluppo sostenibile nel tessuto normativo dell'UE.

⁴⁸ Un insieme di misure volto a promuovere la responsabilità sociale delle imprese.

⁴⁹ Entrata in vigore il 5 gennaio 2023 sostituendo la precedente "*Non financial reporting directive – NFRD*" (Direttiva 2014/95/UE) e recepita in Italia attraverso il d.lgs. 2024/125 pubblicato in GU n.212 del 10 settembre 2024.

normativo, lo si può notare *di già* dalla terminologia adottata dal legislatore comunitario, che comporta significative implicazioni pratiche. Infatti l'uso dell'espressione "*sustainability reporting*", mette in risalto l'intenzione del legislatore europeo di dare maggiore enfasi alla sostenibilità attraverso un termine *fortemente evocativo* come "*sustainability*", al contempo non escludendo che ciò che riguarda la sostenibilità, non riguardi necessariamente l'aspetto finanziario dell'impresa, offrendo una visione d'insieme all'ampia platea degli stakeholder⁵⁰. Su quanto c'è di nuovo da dire sulla CSRD rispetto alla NFRD lo si dirà nei paragrafi a seguire mediante un'analisi comparativa tra le modifiche apportate e le disposizioni della *Non-Financial Directive*. Sembra più opportuno, in questa sede, guardare alla *Corporate Sustainability Reporting Directive* nel suo complesso sottolineando le principali innovazioni che essa ha apportato al fine di cogliere concretamente "*l'esprit*"⁵¹.

La CSRD nasce nel contesto europeo immediatamente successivo e funzionale al *Green Deal*, in cui la Commissione si è posta l'obiettivo di riesaminare le normative in materia di *comunicazione di informazioni di carattere non finanziario*, con l'obiettivo di conseguire gli ambiziosi traguardi stabiliti dal medesimo⁵². Da ciò si può dedurre che la revisione delle norme sia stata motivata da quegli obiettivi più "*nobili*" che l'Unione ha fissato per diventare un modello di riferimento nel campo della sostenibilità; tuttavia, se ciò è vero, è certo che questi obiettivi più nobili sarebbero delle dolci illusioni se l'Unione non avesse agito, "*facis de necessitate virtutem*", realizzando un corpus normativo ricco e coerente rispetto alle sue aspirazioni. Quanto appena affermato emerge già da un'analisi preliminare della direttiva stessa. Infatti, nei primi considerando, il legislatore dichiara che le imprese debbano comunicare *eventuali piani* per garantire che sia *modello* che la *strategia*

⁵⁰ Sul punto si veda il considerando 8 della direttiva 2022/2464.

⁵¹ Montesquieu nell'opera "*L'esprit de le lois*" realizza un passaggio essenziale: dalla discorsività della legge (legge come norma, imperativo, dovere- normativo) alla legge intesa come rapporto. *L'esprit* non è il significato della legge. È, invece, il senso che queste concatenazioni, questi "rapporti di rapporti" iniziano a produrre. *L'esprit* è un effetto di senso che si produce concatenando le leggi-rapporto.

⁵² Vedi nota 39.

aziendale siano compatibili con una transizione verso un'economia sostenibile, con gli obiettivi di limitare il riscaldamento globale a 1,5°C in linea con l'accordo di Parigi e di conseguire la neutralità climatica entro il 2050, come stabilito nel regolamento (UE) 2021/1119, senza alcuno sforamento o con uno sforamento limitato ⁵³.

Man mano che si scende nel dettaglio, lo scenario in materia di rendicontazione di sostenibilità diventa sempre più interessante. A destare particolare attenzione è la novità apportata dal legislatore con l'istituzione dell'EFRAG⁵⁴, come centro europeo di consulenza in materia di informativa societaria per la *promozione* e il *coordinamento* tra i principi di rendicontazione di sostenibilità dell'Unione e le iniziative internazionali che cercano di elaborare principi di rendicontazione di sostenibilità.

Da ciò si può dedurre l'intento del legislatore europeo di emanare principi di rendicontazione di sostenibilità *propri* al fine di rendere la rendicontazione univoca in tutti i paesi dell'Unione e, allo stesso tempo, al passo con le iniziative internazionali⁵⁵. Non a caso, nel marzo 2021, il presidente del consiglio dell'EFRAG ha pubblicato raccomandazioni che comprendono l'istituzione, all'interno della stessa, *di un nuovo pilastro* relativo alla rendicontazione di sostenibilità destinato a controbilanciare l'attuale relativo alla rendicontazione finanziaria, senza però modificarlo in maniera sostanziale.

Con il fine di non rendere vane tali iniziative, sulla falsariga delle iniziative in materia di *digitalizzazione dell'UE*⁵⁶, è prevista inoltre una modifica alla direttiva

⁵³ Considerando 30 Direttiva 2022/2464/EU.

⁵⁴ “European Financial Reporting Advisory Group”, associazione belga senza scopo di lucro.

⁵⁵ Il legislatore, inoltre, ha voluto indirizzare le imprese verso quelle che sono le necessità degli utenti prevedendo che i *principi di rendicontazione di sostenibilità* specifichino le informazioni che le imprese sono tenute a comunicare in relazione a fattori riguardanti la riduzione delle emissioni assolute di gas a effetto serra nell'ambito delle loro strategie di mitigazione dei cambiamenti climatici e di adattamento agli stessi, comprese le emissioni dell'ambito 1, dell'ambito 2 e, ove opportuno, dell'ambito 3 v. considerando 47.

⁵⁶ Tra queste si annoverano: il lavoro sulla digitalizzazione annunciato dalla Commissione nella sua comunicazione del 19 febbraio 2020 dal titolo «Una strategia europea per i dati» e nella sua comunicazione del 24 settembre 2020 dal titolo «Strategia in materia di finanza digitale per l'UE» destinate ad integrare inoltre la creazione di un punto di accesso unico europeo (ESAP) per le informazioni societarie accessibili al pubblico, come previsto nella comunicazione della Commissione

2013/34/UE ove questa non prevede che le imprese soggette agli obblighi di rendicontazione di sostenibilità mettano a disposizione del pubblico gratuitamente sui loro siti web le relazioni sulla gestione per garantire agli utenti la reperibilità e la fruibilità delle informazioni comunicate. La digitalizzazione consente inoltre di centralizzare i dati a livello dell'Unione e degli Stati membri in un formato aperto e accessibile che faciliti la lettura e consenta il confronto dei dati⁵⁷.

Infine, dato il carattere innovativo degli obblighi di rendicontazione di sostenibilità, il legislatore ha richiesto all'ESMA di emanare orientamenti rivolti alle autorità nazionali competenti *per promuovere la convergenza* in materia di vigilanza riguardo alla rendicontazione di sostenibilità degli emittenti che sono soggetti alle disposizioni della direttiva *Transparency*⁵⁸. Tali orientamenti dovrebbero applicarsi solo alla vigilanza sulle imprese con valori mobiliari ammessi alla negoziazione in mercati regolamentati dell'Unione⁵⁹.

4.1 L'obiettivo della nuova direttiva e il suo ambito di applicazione : analisi degli articoli 19 bis e 29 bis della “Corporate Sustainability Reporting Directive”

In base a quanto affermato in precedenza, questa sezione guarda alla direttiva con maggiore meticolosità rispetto alle norme che disciplinano le condotte delle imprese. Innanzitutto, bisogna fare chiarezza sull'*obiettivo* della stessa che si identifica nel *modernizzare e rafforzare* le norme relative alle informazioni sociali e ambientali riferite dalle imprese per renderle conformi agli obiettivi sanciti dal *Green Deal*; a questo macro-obiettivo se ne aggiunge un altro, funzionale agli obiettivi del *Green Deal*, quale quello di estendere l'ambito di applicazione della *Corporate Sustainability Reporting Directive*. Infatti la CSRD ha fatto degli enormi passi avanti

del 24 settembre 2020 dal titolo «Un'Unione dei mercati dei capitali per le persone e le imprese: nuovo piano di azione», in cui viene presa in considerazione anche la necessità di fornire informazioni comparabili in formato digitale.

⁵⁷ Considerando 55.

⁵⁸ Direttiva 2004/109/CE del Parlamento europeo e del Consiglio sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti finanziari.

⁵⁹ Considerando 79.

rispetto alla NFRD andando ad estendere la *soggettività* delle imprese a cui le norme si riferiscono⁶⁰. Per raggiungere tale risultato il legislatore ha apportato delle *modifiche* alle norme vigenti nella *Non-Financial Reporting Directive* attraverso gli art. 19 bis e il 29 bis della CSRD.

In dettaglio, l'art. 19 bis sancisce che tanto le *grandi* quanto le *piccole e medie* imprese debbano includere nella relazione sulla gestione⁶¹ informazioni necessarie alla comprensione dell'impatto dell'impresa sulle questioni di sostenibilità, nonché informazioni necessarie alla comprensione del modo in cui le questioni di sostenibilità influiscono sull'andamento dell'impresa, sui suoi risultati e sulla sua situazione. Le definizioni di grandi⁶², piccole⁶³ e medie⁶⁴ si ricavano dalla Direttiva 2013/34/EU data la non espressa modifica da parte del legislatore nella nuova direttiva. Anche i *gruppi di società*⁶⁵ sono destinatari della CSRD qualora posseggano i requisiti previsti⁶⁶. Le imprese madri, pertanto, devono includere nella relazione sulla gestione consolidata, tramite un'apposita sezione di tale relazione, informazioni necessarie alla comprensione dell'impatto del gruppo sulle questioni di sostenibilità, nonché informazioni necessarie alla comprensione del modo in cui le questioni di

⁶⁰ Tale estensione dell'ambito di applicazione permette di farvi rientrare all'incirca 49.000 società quotate a fronte delle 11.600 della NFRD, andando a quadruplicare il numero delle imprese che sono tenute a rispettare i principi di sostenibilità delineati dal legislatore europeo nella CSRD.

⁶¹ Modificando il vecchio 19a contenuto nella NFRD che prevedeva l'inclusione nella relazione sulla gestione di una dichiarazione non finanziaria per le grandi imprese definite come enti di interesse pubblico che avrebbero superato alla data di chiusura del bilancio il criterio del numero medio di 500 dipendenti durante l'esercizio finanziario.

⁶² L'art. 3 comma 4 fornisce la definizione di *grandi imprese*, secondo cui che alla data di chiusura *superano* i limiti numerici di almeno due dei tre criteri seguenti: a) totale dello stato patrimoniale: 20 000 000 EUR; b) ricavi netti delle vendite e delle prestazioni: 40 000 000 EUR; c) numero medio dei dipendenti occupati durante l'esercizio: 250.

⁶³ La definizione di *piccole imprese* è suggerita dall'art. 3 comma 2, secondo cui sono tali imprese che alla data di chiusura del bilancio *non superano i limiti numerici di almeno due dei tre criteri* seguenti: a) totale dello stato patrimoniale: 4 000 000 EUR; b) ricavi netti delle vendite e delle prestazioni: 8 000 000 EUR; c) numero medio dei dipendenti occupati durante l'esercizio: 50.

⁶⁴ L'art. 3 comma 3 definisce le *imprese di medie dimensioni* secondo cui sono tali le imprese che non rientrano nella categoria delle microimprese o delle piccole imprese e che alla data di chiusura del bilancio *non superano i limiti numerici di almeno due dei tre criteri* seguenti: a) totale dello stato patrimoniale: 20 000 000 EUR; b) ricavi netti delle vendite e delle prestazioni: 40 000 000 EUR; c) numero medio dei dipendenti occupati durante l'esercizio: 250.

⁶⁵ Art. 29 bis.

⁶⁶ Ovvero superino due dei tre criteri previsti quali: stato patrimoniale pari o superiore a 20 milioni, ricavi delle vendite e delle prestazioni pari o superiore a 40 milioni e un numero medio dei dipendenti occupati durante l'esercizio pari o superiore a 250.

sostenibilità influiscono sull'andamento del gruppo, sui suoi risultati e sulla sua situazione⁶⁷. A loro volta le imprese madri devono indicare le procedure attuate per individuare le informazioni richieste dal primo comma dell'art. 29 bis⁶⁸ e quali imprese figlie incluse nel consolidamento sono *esentate*⁶⁹ dalla rendicontazione annuale o consolidata di sostenibilità⁷⁰.

Il legislatore europeo ha esteso l'ambito di applicazione degli obblighi di rendicontazione anche alle “*imprese di paesi terzi*”⁷¹ che operano *direttamente* sul mercato interno dell'Unione senza disporre di una impresa figlia o di una succursale e che abbiano ricavi netti delle vendite e prestazioni eseguite nel territorio europeo superiori a 150 milioni di euro⁷².

La CSRD, in ultimo, si estende anche alle *imprese figlie e alle succursali* di imprese *di paesi terzi*⁷³ di grandi, piccole e medie dimensioni, ad eccezione delle

⁶⁷ Art. 29 bis comma 8.

⁶⁸ Art. 29 bis par. 2 ultimo comma.

⁶⁹ Per *impresa esentata* s'intende un'impresa madre che è contemporaneamente impresa figlia, se l'impresa sia *madre* che *figlia* è inclusa nella relazione sulla gestione consolidata di un'altra impresa e tale relazione è stata redatta ai sensi dell'articolo 29 e del presente. Ugualmente l'impresa che è impresa figlia di un'impresa madre stabilita in un paese terzo è esentata dagli obblighi previsti dall'art. 29 bis comma 1 e 5 se tale impresa madre e le sue imprese figlie sono incluse nella rendicontazione consolidata di sostenibilità di tale impresa madre stabilita in un paese terzo e se tale rendicontazione è redatta in conformità dei principi di rendicontazione di sostenibilità, adottati a norma dell'articolo 29 ter o con modalità equivalenti di rendicontazione di sostenibilità, determinati conformemente a un atto di esecuzione della Commissione sull'equivalenza dei principi di rendicontazione di sostenibilità adottati a norma dell'art. 23, paragrafo 4, terzo comma, della direttiva 2004/109/CE.

⁷⁰ Art. 29 par. 4, comma 2

⁷¹ Per queste imprese “*estere*”, il legislatore ha incaricato la Commissione per l'adozione di un atto delegato entro il 30 giugno 2024 che integri la *Corporate Sustainability Reporting Directive* mediante la previsione di principi di rendicontazione di sostenibilità per le imprese di paesi terzi e specifichi le informazioni da includere nella rendicontazione di sostenibilità. Tuttavia, la direttiva 2024/1306 ha introdotto una proroga di due anni per l'adozione dell'atto delegato fino al 30 giugno 2026 e per questo le imprese estere saranno tenute a rendicontare solo a decorrere dall'esercizio finanziario 2028.

⁷² Art. 40 – ter.

⁷³ In questo caso il legislatore ha previsto che le norme di cui all'art. 29 bis, paragrafo 2, lettera a) punti da iii) a v), lettere da b) a f) e, se del caso, lettera h) si applicano unicamente alle imprese figlie o succursali di cui a tali commi se l'impresa del paese terzo, a livello di gruppo o, se non applicabile, a livello individuale, ha generato nell'Unione ricavi netti delle vendite e delle prestazioni superiori a 150 milioni di EUR per ciascuno degli ultimi due esercizi consecutivi e alla succursale che abbia generato ricavi netti delle vendite e delle prestazioni superiori a 40 milioni di euro nell'esercizio precedente nel caso in cui l'impresa del paese terzo operi nel territorio dell'Unione solo ed esclusivamente mediante una succursale

microimprese di interesse pubblico ai sensi dell'articolo 2 punto 1) lettera a) della Direttiva 2013/34/EU⁷⁴.

Il recepimento della CSRD da parte degli Stati Membri è previsto entro il 6 luglio 2024, l'Italia ha recepito la direttiva con il d.lgs. n. 125 del 6 settembre 2024.

La direttiva ha valenza normativa per gli esercizi aventi inizio il 1° gennaio 2024, o in data successiva, per le *grandi imprese* e per le *imprese madri di grandi gruppi* che alla data di chiusura del bilancio superano il criterio del numero medio di 500 dipendenti occupati durante l'esercizio.

Mentre, per le *piccole e medie imprese*, la direttiva dovrà essere applicata per gli esercizi aventi inizio il 1° gennaio 2025 o in data successiva⁷⁵. Le società, nell'applicazione dello stesso, dovranno far riferimento agli *European Sustainability Reporting Standards* (ESRS), sviluppati dall'EFRAG. La prima serie di ESRS è stata pubblicata nella Gazzetta ufficiale il 22 dicembre 2023 sotto forma di regolamento delegato⁷⁶.

4.2 Il concetto di “Double materiality”

Il concetto di “*Double materiality*” o “doppia rilevanza” prende forma dalla prospettiva assunta dal legislatore europeo e manifestatasi nelle modifiche apportate alla *Non - Financial Reporting Directive*.

Come già affermato in precedenza⁷⁷, ciò ha comportato una modifica “sostanziale” e “materiale” in merito alle informazioni che le imprese sono tenute a fornire, data la *non esclusione* delle informazioni finanziarie dal reporting di sostenibilità.

Sebbene il concetto di “*double materiality*” non sia del tutto nuovo, infatti come la Commissione specifica attraverso le Linee guida sulla rendicontazione non

⁷⁴ Si tratta quindi di imprese figlie e succursali di imprese di paesi terzi principalmente *quoted* sui mercati europei, Art. 40 bis

⁷⁵ Art. 5.

⁷⁶ Vedi sezione 5 del presente capitolo.

⁷⁷ Vedi sezione 4.

finanziaria del 2019⁷⁸, già nella *Non - Financial Reporting Directive* è presente un riferimento al concetto di *doppia materialità* per cui si invitano le imprese ad applicare il principio *comply or explain*⁷⁹. Tuttavia, non prevedendo il legislatore l'obbligo di conformarsi ad un *reporting standard* particolare, e non contemplando un'elencazione dettagliata dei requisiti di *Disclosure*, nella forma, ad esempio, di una lista di indicatori da fornire⁸⁰, il concetto di doppia materialità rischia di diventare aleatorio poiché non presente una chiara elencazione delle materie in cui fornire le informazioni richieste. Pertanto, si può affermare che la sua realizzazione è *strettamente legata* alla CSRD ove il legislatore si è posto l'obiettivo di standardizzare il flusso di informazioni riportate, necessario per raggiungere l'obiettivo di *comparabilità* e *qualità* nell'utilizzo delle informazioni.

La doppia materialità è un concetto che fornisce criteri che fungono da “*screening*” attraverso cui determinare se un argomento o un'informazione sulla sostenibilità debba essere inclusa nel rapporto di sostenibilità dell'impresa.

Si presenta come l'unione della *materialità d'impatto* e della *materialità finanziaria*. Quanto alla “*materialità d'impatto*”, le imprese devono fornire informazioni sugli impatti che hanno sui fattori ESG (*cd. prospettiva inside-in*), quanto alla “*materialità finanziaria*” le imprese devono fornire informazioni sugli impatti dei fattori di sostenibilità sullo sviluppo, sulla performance e sulla posizione commerciale dell'impresa (*cd. prospettiva inside-out*)⁸¹.

Un argomento o un'informazione sulla sostenibilità soddisfa quindi i criteri della doppia materialità se è *materiale*⁸² sia dal punto di vista dell'*impatto* che dal punto di

⁷⁸ Attraverso la Comunicazione della Commissione, *Orientamenti sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario: Integrazione concernente la comunicazione di informazioni relative al clima*, 20 giugno 2019.

⁷⁹ La commissione lo specifica nella sezione 2.2 delle Linee guida sulla rendicontazione non finanziaria del 2019.

⁸⁰ BORSA ITALIANA, *L'informativa a carattere non finanziario*, cit.

⁸¹ DELOITTE, *Da Non-Financial Reporting a Corporate Sustainability Reporting*, 2021. Consultabile presso il sito web [deloitte.com](https://www.deloitte.com)

⁸² Ove per *materiale* s'intende *rilevante*.

vista *finanziario* o da uno di questi due punti di vista⁸³. Da ciò ne deriva per le aziende una verifica per ogni fattore di sostenibilità sia della rilevanza finanziaria che della sua rilevanza in termini di impatto e responsabilità dell'impresa, esaminando rischi ed opportunità e fornendo informazioni sulla gestione e sulle azioni correttive necessarie.

Le prospettive su cui si basa il concetto di *double materiality* sono principalmente tre⁸⁴; la prima è la *prospettiva cd. idiosincratICA*, secondo cui, la divulgazione degli impatti ambientali di una società è rilevante in quanto fornisce informazioni sui *rischi che l'istituzione* stessa si assume che possono tradursi in rischi finanziari qualora si dovesse incorrere in azioni di responsabilità legali o in danni alla reputazione⁸⁵.

La seconda prospettiva da cui ha origini il concetto di “*double materiality*” riguarda il *cd. rischio sistemico* che ha l'obiettivo di limitare l'influenza delle istituzioni finanziarie alle esternalità ambientali negative in seguito ai rischi finanziari sistemici che si potrebbero riflettere sulle stesse. Infatti, il Comitato di Basilea per la Vigilanza Bancaria delle banche globalmente sistemicamente importanti (G-SIB) considera che “*massimizzando i propri benefici privati, le singole istituzioni finanziarie possono razionalmente scegliere risultati che, a livello di sistema, sono subottimali perché non tengono conto delle [...] esternalità.*” In tal caso, la prospettiva da cui si osserva la *doppia materialità* è quella macroprudenziale dal momento che potrebbe essere influenzata la condotta della politica monetaria se si considera che le operazioni non in linea con le nuove normative in materia climatica dalle banche centrali contribuiscano ad accrescere le esternalità negative e quindi all'accumulo di futuri rischi finanziari sistemici associati al cambiamento climatico⁸⁶.

⁸³ EFRAG, *Draft European Sustainability Reporting Standards – ESRS 1 General requirements*, 2022. Consultabile presso il sito web [efrag.org](https://www.efrag.org).

⁸⁴ J. BOISSINOT, S. GOULARD, E. LE CALVAR, M. SALIN, R. SVARTZMAN, P.F. WEBER, *Aligning financial and monetary policies with the concept of double materiality: rationales, proposals and challenges*” in The Inspire Sustainable Central Banking Toolbox Policy Briefing Papers 5, 2022.

⁸⁵ Ciò potrebbe accadere se un'istituzione finanziaria è legata finanziariamente ad imprese con un'influenza ambientale significativa; infatti, potrebbe non essere remota la circostanza che cambiamenti normativi significativi potrebbero influenzare il fatturato, il valore di mercato o il rating creditizio, *Ibidem*.

⁸⁶ *Ibidem*.

L'ultima prospettiva cd. *trasformativa*, a differenza delle anzidette, si pone l'obiettivo di ripensare le pratiche, i valori finanziari e aziendali, per rendere più inclusivi e conformi agli interessi dei diversi *stakeholders* le azioni necessarie per la trasformazione ecologica. Mira ad implementare delle politiche finanziarie in grado di adottare approcci inediti al fine di includere la doppia materialità nelle operazioni finanziarie⁸⁷.

4.2.1 Dalla prospettiva *inside-in* alla prospettiva *inside-out*

La “*double materiality*” è composto dalla prospettiva *inside-in*, o anche detta *materialità d'impatto*, e dalla prospettiva *inside-out*, o anche detta *materialità finanziaria*, entrambe mirano a guardare l'impresa, sebbene in maniera diversa, con un solo obiettivo quello di fornire dati ed informazioni su come l'impresa influenza e come viene influenzata dai *fattori di sostenibilità*.

Nella prospettiva *inside-in* sono considerate “*materiali*”, le questioni di sostenibilità dell'impresa che potrebbero avere effetti reali o potenziali, positivi o negativi, sulle persone o sull'ambiente nel breve termine; ma non solo vengono, rientrano in tale prospettiva e quindi sono considerate “*materiali*”, quelle direttamente legate alle operazioni, ai prodotti o ai servizi dell'impresa attraverso le relazioni commerciali che intrattiene e coinvolgono la catena del valore sia a monte che a valle dell'impresa, non limitandosi quindi ai rapporti contrattuali diretti⁸⁸. Nel dettaglio per valutare se un impatto negativo è *materiale* per la prospettiva *inside-in*, si procede attraverso un processo di *due diligence* in materia di sostenibilità definito negli strumenti

⁸⁷ Tra questi approcci rientrano il divieto di prestiti a supporto di attività inquinanti, il garantire che le operazioni di politica monetaria non ostacolino la transazione verso un'economia a bassa emissione di carbonio, incentivare le banche e i mercati di capitali a finanziare progetti e attività che supportino pratiche ecologiche. Alcuni esperti ritengono necessarie azioni, in primo luogo, delle banche centrali in tal senso. *Ibidem*.

⁸⁸ EFRAG, *Draft European Sustainability Reporting Standards*, cit.

internazionali dei Principi Guida delle Nazioni Unite su Imprese e Diritti Umani⁸⁹ e nelle Linee Guida dell'OCSE per le Imprese Multinazionali.

Il processo di valutazione, secondo l'impostazione enunciata dall'EFRAG nei principi generali degli ESRS e influenzata dai suddetti, muta in base al fatto che ci si trovi di fronte ad impatti *negativi attuali*, in tal caso la stima degli stessi per affermarne la rilevanza si basa sulla *gravità dell'impatto*; ad impatti *negativi potenziali*, ove la stima si basa sia sulla *gravità* ma anche sulla *probabilità* dell'impatto sui fattori ESG. La *gravità*, a sua volta, è stimata in base al *livello*, alla *portata* e al carattere *irrimediabile* dell'impatto sui fattori ESG. Invece, qualora si tratti di un *potenziale impatto negativo sui diritti umani* la *gravità dell'impatto* ha la precedenza sulla *probabilità*. Mentre per gli impatti *positivi attuali*, sempre in tale prospettiva, la materialità è valutata in base alla *scala* e alla *portata*; in ultimo, per gli impatti *potenziali* si guarda alla scala, alla portata ma anche alla *probabilità*⁹⁰.

Quanto alla “*materialità finanziaria*”, le imprese devono fornire informazioni sugli impatti che i fattori di sostenibilità hanno *sullo sviluppo, sulla performance e sulla posizione commerciale dell'impresa* (cd. prospettiva *inside-out*).

La materialità finanziaria può essere intesa come un'estensione del concetto di materialità utilizzato nel processo di determinazione delle informazioni da includere nei bilanci dell'impresa. La *materialità finanziaria* è un concetto interessante ove si

⁸⁹ Ai sensi dell'art. 17 - La *Due Diligence* in materia di diritti umani: “Per poter identificare, prevenire e mitigare i propri impatti negativi sui diritti umani e per rendere conto del modo in cui siffatti impatti vengono affrontati, le imprese dovrebbero eseguire la due diligence sui diritti umani. Tale processo dovrebbe includere la valutazione dell'impatto *effettivo* e di quello *potenziale* sui diritti umani, l'integrazione dei risultati di tale valutazione, le misure da adottare in conseguenza, il monitoraggio delle risposte, e la comunicazione circa le modalità con cui siffatti impatti sono stati affrontati. La due diligence in materia di diritti umani: a) ha ad oggetto gli impatti negativi sui diritti umani che l'impresa può causare o contribuire a causare attraverso le proprie attività o che può essere direttamente collegato alle sue operazioni, ai suoi prodotti o servizi attraverso le proprie relazioni commerciali; b) varierà in termini di complessità in base alla dimensione dell'impresa, al rischio di gravi impatti sui diritti umani, alla natura e al contesto delle sue operazioni; c) dovrebbe essere esercitata in modo continuativo, poiché i rischi per i diritti umani possono cambiare nel tempo con l'evolvere delle attività e del contesto operativo dell'impresa.”

⁹⁰ EFRAG, *Draft European Sustainability Reporting Standards*, cit., 11-12.

guarda al modo in cui i fattori di sostenibilità impattano sulle classiche dinamiche ⁹¹. In tal caso, infatti, riferendosi alla nozione di *materialità* più volte richiamata in questo elaborato, un'informazione è considerata materiale se l'omissione, l'errore o l'oscuramento potrebbero ragionevolmente influenzare le decisioni che gli investitori/stakeholder prendono sulla base delle informazioni divulgate nelle dichiarazioni di sostenibilità⁹².

Per la *materialità finanziaria* una questione di sostenibilità è *materiale* se genera o può generare effetti *finanziari* sull'impresa in termini di rischi ed opportunità. Rischi ed opportunità che possono derivare tanto da eventi passati che futuri, con effetti relativi ad *attività* e *passività* già riconosciute nella rendicontazione finanziaria, o che potrebbero essere riconosciute in seguito ad eventi futuri. Inoltre gli stessi rischi ed opportunità sono rilevanti se possono avere effetti sui *fattori di creazione di valore* che, pur non soddisfacendo la definizione contabile finanziaria di attività e passività, contribuiscono alla generazioni di flussi di cassa e, più in generale, allo sviluppo dell'impresa. Questi vengono, in gergo, denominati come “capitali”, e alcuni, non tutti, possono soddisfare i criteri per il riconoscimento nel processo di rendicontazione nei bilanci finanziari.

Nel *genus* rischi e opportunità rientrano anche le *dipendenze dalle risorse naturali o sociali* che possono essere fonti di rischi o opportunità finanziarie, innescando effetti sull'impresa in due modi possibili: influenzando la capacità dell'impresa di continuare a *utilizzare* e *ottenere* le risorse necessarie per i suoi processi aziendali, nonché sulla qualità e sul prezzo delle risorse prodotte e influenzando la capacità dell'impresa di *fare affidamento* su delle relazioni necessarie per i suoi processi aziendali a condizioni razionali e eque.

I rischi e le opportunità ai fini della *materialità finanziaria* sono valutati sulla base di una combinazione data dalla probabilità che l'evento si verifichi e dalla portata dei potenziali effetti finanziari che potrebbero manifestarsi.

⁹¹ Quali il flusso di cassa, lo sviluppo, la *performance* dell'impresa, la posizione, il costo del capitale e l'accesso al finanziamento; aspetti che vengono valutati dagli investitori al pari di un bilancio chiuso in positivo o in negativo.

⁹²*Ibidem*.

Così come nella prospettiva *inside-in* anche nella prospettiva *inside-out* la materialità finanziaria non si restringe al sol campo delle questioni dell'impresa *alfa* ma include informazioni sui rischi e sulle opportunità materiali attribuibili anche alle relazioni commerciali con altre imprese/stakeholders al di fuori dell'ambito di consolidamento utilizzato nella preparazione dei bilanci finanziari⁹³.

4.2.2 Dalle tematiche ambientali, sociali e di governance al business model e alla politica degli impatti sulla catena valore: la modifica della CSRD nella quantità e qualità delle informazioni da comunicare.

Se da una parte uno degli aspetti di maggiore di rilevanza e novità introdotti dalla CSRD è dato dal concetto di *double materiality* che richiede alle imprese di fornire informazioni in merito agli impatti *sui/dei* fattori ESG; d'altra parte, affinché questo quadro sia coerente, il legislatore richiede all'impresa di fornire informazioni sul *business model* adottato e sull'impatto dello stesso sulla *catena valore*. Questo è uno degli aspetti più innovativi della *Corporate Sustainability Reporting Directive*; se nella NFRD il riferimento al concetto di *business model* era meno lampante e nel caso della catena valore quasi inesistente, nella CSRD il riferimento ad entrambi concetti appare chiaro e disinibito.

Portando all'attenzione le due norme, nel caso dalla NFRD l'art. 19 a e della CSRD l'art. 19-bis, è evidente come la breve descrizione del modello di *business* della NFRD nella CSRD sia diventata dettagliata guardando oltre il *business model*⁹⁴. A tal fine si può notare che il legislatore europeo richieda all'impresa di includere innanzitutto una breve descrizione del modello e della strategia aziendali adottate dall'impresa che tenga conto *della resilienza del modello e della strategia aziendale dell'impresa in relazione* a quelli che sono i rischi connessi alle questioni di sostenibilità, alle opportunità presenti e future per l'impresa connesse alle questioni di

⁹³ *Ibidem*.

⁹⁴ Il *business model* è un concetto preso in adozione dall'economia aziendale. Viene definito come il modo in cui l'impresa *crea e fornisce valore* ai clienti, e quindi *converte pagamenti ricevuti in profitti*. [...] Delinea la logica aziendale necessaria per guadagnare un profitto e, una volta adottato, definisce il modo in cui l'azienda va sul mercato; v. D. J. TEECE, *Business Models, Business Strategy and Innovation* in Long Range Planning, 2010, 43, 172-194.

sostenibilità, ai piani dell'impresa, inclusi le azioni di attuazione e i relativi piani finanziari e di investimento, atti a garantire che il modello e la strategia aziendale siano compatibili con la transizione verso un'economia sostenibile e con la limitazione del riscaldamento globale a 1,5° C in linea con l'accordo di Parigi e con l'obiettivo di conseguire la neutralità climatica entro il 2050 come stabilito dal regolamento (UE) e, se del caso, l'esposizione dell'impresa ad attività legate al carbone, al petrolio e al gas, al modo in cui il modello e la strategia aziendale dell'impresa tengono conto degli interessi degli *stakeholders* sulle questioni di sostenibilità e le modalità di attuazione della strategia dell'impresa per quanto riguarda le questioni di sostenibilità⁹⁵.

Pertanto, da un timido riferimento si è passati ad una descrizione meticolosa circa i piani dell'impresa, alle relative azioni di attuazione e ai relativi piani finanziari e di investimento affinché questi siano coerenti con gli obiettivi della limitazione del riscaldamento globale ed il *Net Zero*. Questo rappresenta il cuore rivoluzionario della nuova normativa perché all'impresa non si chiede un fare approssimativo e di buon senso ma, al contrario, mirato verso un obiettivo chiaro e non scontato fino a qualche anno fa. Il concetto di responsabilità sociale dell'impresa risiede proprio nella parte della norme ove si richiede che modello di business (*alias il modo di convertire i pagamenti e profitti*) risponda a delle esigenze più ampie, impensabili per l'economia antecedente agli scandali finanziari del 2008.

Ma andando avanti nell'analisi dell'art. 19-bis ci si può rendere conto come all'impresa non è richiesto solo di comunicare gli impatti che essa registra nel suo ambito esclusivo di operatività ma si estende fino a ricomprendervi anche quelli vertenti sulle informazioni delle attività di impresa e della *catena valore*⁹⁶,

⁹⁵ Art. 19 bis par. 2 lettera a).

⁹⁶La catena valore dell'impresa è a sua volta un modello di business utilizzato per esaminare tutte le attività aziendali coinvolte nel passaggio di un prodotto o servizio dall'ideazione alla commercializzazione. Si guarda anche in questo caso al profitto, "*valore*", da generare o generato essenzialmente in due modi attraverso l'aumento del valore sociale dell'azienda e della qualità dei suoi prodotti e credibilità del brand o riducendo i costi del prodotto e della produzione per incoraggiare i clienti ad acquistare ed ampliare i margini di profitto. Si basa sul modello delle cinque forze competitive elaborato nell'opera di M.E. PORTER, *The Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*, New York, 1985.

concernenti i suoi prodotti e servizi, i suoi rapporti commerciali e la sua catena di fornitura⁹⁷. Sul punto è intervenuta l'EFRAG⁹⁸, la quale ha definito la “*Value Chain*” come una gamma completa di *attività, risorse e relazioni*⁹⁹ relative al modello di *business* dell'impresa e all'ambiente in cui opera e su cui fa affidamento per creare i suoi prodotti o servizi¹⁰⁰. Definita la *Value Chain*, l'EFRAG ha specificato che la CSRD e gli ESRS richiedono che la dichiarazione di sostenibilità includa informazioni sulla *Value Chain* a monte e a valle dell'impresa.

Le ragioni sottese a tale scelta sono dovute al fatto che i principali impatti, rischi o opportunità derivanti dagli impatti o dalle dipendenze di un'impresa che redige il bilancio spesso si verificano nella sua *Value Chain* a monte o a valle piuttosto che nelle sue stesse operazioni; pertanto, concentrarsi sulle operazioni solo dell'impresa fornirebbe un quadro parziale degli impatti sulle persone e sull'ambiente connessi alle attività, ai prodotti e ai servizi dell'impresa. Inoltre, ciò non consentirebbe un'adeguata identificazione dei rischi e delle opportunità¹⁰¹. Se infatti si prende in considerazione l'esempio di un rivenditore europeo di giocattoli in legno prodotti in una fabbrica al di fuori dell'UE, dove i requisiti legali sono meno severi e il processo di fabbricazione dei giocattoli presenta diversi rischi ambientali sia per la salute e la sicurezza, a causa della polvere e delle sostanze chimiche, si può notare che esiste un rischio significativo che i lavoratori e le comunità locali siano esposti a gravi rischi professionali e alla salute - *un aspetto importante quando si considera la materialità dell'impatto*. Dal punto di vista della *rilevanza finanziaria*, inoltre, se i funzionari di

⁹⁷ Art. 19 bis par. ,

⁹⁸ Data la mancata disciplina nel dettaglio di questi concetti mediante un atto delegato del 2023 è stata invitata ad intervenire l'EFRAG che nel dicembre 2023 ha promulgato una guida all'implementazione sul concetto di “*Value chain*”, consultabile presso il sito web efrag.org.

⁹⁹ Le attività, le risorse e le relazioni pertinenti includono: quelle presenti nelle operazioni proprie dell'impresa, come le *risorse umane*; quelle lungo i suoi canali di *fornitura, marketing e distribuzione*, come l'approvvigionamento di materiali e servizi e la vendita e la fornitura di prodotti e servizi; e quelle attinenti agli *ambienti finanziari*, geografici, geopolitici e normativi in cui opera l'impresa.

¹⁰⁰ Dall'ideazione alla consegna, al consumo e alla fine della vita dello stesso, quindi la catena del valore comprende gli attori a monte e a valle dell'impresa. Gli attori *a monte* dell'impresa sono i fornitori che forniscono prodotti o servizi utilizzati nello sviluppo dei prodotti o servizi dell'impresa mentre gli attori *a valle* dell'impresa sono i distributori, i clienti, il trattamento dei rifiuti che ricevono prodotti o servizi dall'impresa.

¹⁰¹ EFRAG, *Implementation Guidance – DRAFT EFRAG IG 2 Value Chain*, 2023, paragrafo 33.

quella località iniziassero a rispettare le leggi anziché accettare tangenti come avviene attualmente, il produttore potrebbe incorrere in multe significative o addirittura in una possibile chiusura. Ciò potrebbe avere *un impatto finanziario diretto e significativo sul rivenditore europeo*. Partendo da tale esempio, in ultimo, si può notare come l'identificazione degli IRO *“impact – risks- opportunities”* nella Catena Valore a monte e a valle è incorporata nella valutazione della materialità da cui non può prescindere.

L'art. 19 bis al paragrafo 3 ultimo comma specifica che nei primi tre anni di applicazione le imprese dovranno fornire informazioni relative alla catena del valore in conformità dell'articolo 5, paragrafo 2 della CSRD e qualora non siano disponibili tutte le informazioni necessarie, l'impresa è tenuta a spiegare gli sforzi compiuti per ottenere le informazioni necessarie sulla sua catena valore e i motivi per cui non è stato possibile ottenere tutte le informazioni necessarie e i suoi piani per ottenere le informazioni necessarie in futuro.

4.3 Le modifiche alla Transparency Directive e la conformità della Relazione sulla gestione agli “ESR” e all'art. 8 del Regolamento Tassonomia 2020/852/UE

Un'altra significativa novità introdotta dalla *Corporate Sustainability Reporting Directive* riguarda la modifica alla *“Transparency Directive”*¹⁰². La modifica, in tal caso, coinvolge gli articoli 4 e 5, e prevede che i soggetti responsabili presso l'emittente attestino che la *relazione sulla gestione* sia stilata conformemente ai principi di sostenibilità ESRS¹⁰³ e all'art. 8 del regolamento 2020/852 UE per le imprese di cui agli articoli 19 bis e 29 bis della CSRD.

L'art. 8 del Regolamento 2020/852 UE prevede, a sua volta, che qualsiasi impresa soggetta all'obbligo di pubblicare informazioni di carattere non finanziario ai sensi dell'art. 19 bis o dell'art. 29 bis della direttiva 2013/34/UE debba includere informazioni su *come* e in *che misura* le attività dell'impresa siano associate ad

¹⁰² La *“Transparency Directive”* disciplina le regole di trasparenza delle informazioni sugli emittenti finanziari.

¹⁰³ Per quanto concerne gli ESRS si rimanda alla sezione 5 dello stesso capitolo.

attività economiche considerate *ecosostenibili* ai sensi dell'art. 3 e dell'art. 9. Un'attività economica, a sua volta, è considerata ecosostenibile se soddisfa i parametri previsti, che ne stabiliscono il grado di ecosostenibilità¹⁰⁴, e tali sono: a) la mitigazione dei cambiamenti climatici; b) l'adattamento ai cambiamenti climatici; c) l'uso sostenibile e la protezione della acque e risorse marine; d) la transizione verso un'economia circolare; e) la prevenzione dell'inquinamento; f) la protezione e il ripristino della biodiversità e degli ecosistemi¹⁰⁵.

Tuttavia il contribuire a uno degli obiettivi anzidetti per il legislatore risulta incompleto tanto da sancire che *“un'attività economica è considerata ecosostenibile solo ed esclusivamente se non arrechi un danno significativo a nessuno degli obiettivi ambientali di cui all'art. 9”*¹⁰⁶. Ciò comporta che la società non solo deve contribuire positivamente a uno degli obiettivi di cui all'art. 9 ma deve anche non arrecare nessun danno¹⁰⁷ agli altri obiettivi previsti.

Il *grado di ecosostenibilità* di un investimento è determinato, inoltre, dal fatto che l'attività economica sia svolta in accordo con le garanzie minime di salvaguardia¹⁰⁸, tra queste si enucleano le procedure¹⁰⁹ attuate da un'impresa affinché sia in linea con la guida OCSE destinate alle imprese multinazionali e con i Principi guida delle Nazioni Unite su imprese e diritti umani.

Un aspetto rilevante¹¹⁰, per le imprese¹¹¹ la cui divulgazione non finanziaria avviene in una relazione distinta, è data dal fatto che le informazioni¹¹² devono essere pubblicate in tale relazione distinta.

Inoltre, data la previsione normativa¹¹³, la Commissione ha adottato il Regolamento delegato 2021/2178/UE per integrare il regolamento 2020/852/UE, specificandone il

¹⁰⁴ Art. 3.

¹⁰⁵ Art.9.

¹⁰⁶ Art. 3 punto c).

¹⁰⁷ La portata del danno è parametrata in base all'art. 17 che prevede il cd. *“danno significativo”* per ognuno degli obiettivi di cui all'art. 9.

¹⁰⁸ Art. 3 punto c).

¹⁰⁹ Procedure previste all'art. 18.

¹¹⁰ Art. 8 par. 3

¹¹¹ In tal caso s'intende le imprese soggette alla divulgazione di informazioni non finanziarie ai sensi dell'art. 19 bis e 29 bis.

¹¹² Le informazioni richieste ai sensi dell'art. 8 par. 1 e 2.

contenuto e la *presentazione* delle informazioni che le imprese soggette agli articoli 19 bis o 29 bis devono divulgare in merito alle attività economiche sostenibili dal punto di vista ambientale, definendone la *metodologia per conformarsi a tale obbligo divulgativo*¹¹⁴.

5. Il Regolamento attuativo n. 2023/2772 e i nuovi principi di rendicontazione di sostenibilità

Il Regolamento attuativo n. 2023/2772 nasce dall'esigenza percepita dal legislatore, all'interno dalle *Corporate Sustainability Reporting Directive*, di prevedere principi che vadano a specificare e rendere univoche, nel panorama UE, le informazioni che le imprese sono tenute a comunicare ai sensi dell'art. 19 bis, paragrafi 1 e 2, e dell'articolo 29 bis, paragrafi 1 e 2, della direttiva *Accountability*¹¹⁵.

La competenza circa l'adozione di tale atto spetta alla Commissione¹¹⁶, che anzitutto deve avvalersi del parere tecnico dell'EFRAG, per garantire sia la *proporzionalità* sia un'*agevole applicazione* dei principi da parte delle imprese. La Commissione, dal canto suo servendosi del proprio potere, ha introdotto delle modifiche al tale parere al fine di garantire una *graduale* introduzione degli obblighi previsti, una maggiore *flessibilità* per una serie di obblighi di informativa, l'*introduzione di modifiche tecniche* per assicurare la coerenza con il quadro giuridico dell'Unione ed un elevato grado di interoperabilità con le *iniziative di normazione a livello internazionale* coerentemente a quanto previsto dall'art. 29 ter paragrafo 5 che induce la Commissione, nell'adozione degli atti delegati previsti, a tenere conto, nella misura più ampia possibile, dell'attività svolta nell'*ambito di normazione internazionale* di rendicontazione di sostenibilità e delle *informazioni* di cui i partecipanti ai mercati finanziari necessitano al fine di adempiere agli obblighi di informativa previsti.

¹¹³ Art. 8.

¹¹⁴ Si può consultare, a tal proposito, la Comunicazione 385/1 proveniente dalle istituzioni, dagli organi e dagli organismi dell'Unione Europea pubblicata in Gazzetta Ufficiale il 6 ottobre 2022.

¹¹⁵ Considerando n. 2 e 4 del regolamento n. 2023/2772.

¹¹⁶ Entro il 30 giugno 2023.

5.1 Definizione e scopo degli ESRS

Il merito da associare al Regolamento 2023/2772 si deve all'introduzione degli ESRS, il cui acronimo sta per *European Sustainability Reporting Standards*, dal tenore si percepisce la necessità del legislatore di unificare svariate norme, *standards* settoriali e regolamenti. La Commissione ha adottato la prima serie di ESRS nel 2023 con l'obiettivo di uniformare il modo in cui le imprese UE ed Extra UE effettuano le rendicontazioni di sostenibilità.

Così come si può evincere dal Regolamento 2023/2772, lo scopo dei principi europei di rendicontazione di sostenibilità (ESRS) è quello di specificare le informazioni sulla sostenibilità che un'impresa deve comunicare conformemente alla direttiva 2013/34/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per come modificata dalla direttiva 2022/2464/UE con la specificazione che la rendicontazione compiuta in conformità degli ESRS non esonera le imprese da altri obblighi stabiliti nel diritto dell'Unione.

In particolare, gli ESRS specificano le informazioni che un'impresa deve comunicare in merito ai suoi impatti, rischi ed opportunità sostanziali in relazione alle questioni di sostenibilità ambientale, sociale e di *governance* effettuando, tuttavia, uno *screening* di rilevanza¹¹⁷. Le informazioni comunicate in base agli ESRS consentono di comprendere dalla dichiarazione sulla sostenibilità gli *impatti* rilevanti dell'impresa sulle persone e sull'ambiente e gli *effetti* rilevanti delle questioni di sostenibilità sullo sviluppo, sui risultati e sulla situazione dell'impresa.

5.2 Struttura e contenuto degli ESRS

I principi di rendicontazione di sostenibilità (*ESRS*) si dividono in tre categorie: principi di rendicontazione di sostenibilità *trasversali*, principi di rendicontazione di sostenibilità *tematici* (ambientali, sociali e di *governance*) e principi *settoriali*.

I principi di rendicontazione di sostenibilità *trasversali* e *tematici* sono anche *intersectoriali* poiché applicabili a tutte le imprese indipendentemente dai settori in cui operano. Mentre, i principi di rendicontazione di sostenibilità *settoriali*, si

¹¹⁷ Cfr. appendice E «Diagramma di flusso per la determinazione delle informative da includere».

applicano a tutte le imprese di un determinato settore che non sono sufficientemente coperte dai principi di rendicontazione tematici.

I principi di rendicontazione di sostenibilità sono composti da 12 standards di cui 2 *generali* e 10 *tematici*.

Gli *standards generali* sono gli ESRS 1 e ESRS 2; nel primo caso si tratta di prescrizioni o requisiti generali che una rendicontazione di sostenibilità deve *possedere* per essere allinearsi alle normative europee mentre, nel secondo caso degli ESRS 2, si tratta perlopiù di informazioni generali di *disclosures* necessarie per sviluppare una rendicontazione di sostenibilità.

Gli standards tematici sono divisi per categoria; la prima categoria “*Environment*” ricomprende gli standards denominati “*ESRS E*” così suddivisi: *ESRS E 1 “Cambiamenti climatici”*, *ESRS E 2 “Inquinamento”*, *ESRS E 3 “Acqua e risorse marine”*, *ESRS E 4 “Biodiversità ed ecosistemi”*, l’*ESRS E 5 “Uso delle risorse e dell’economia circolare”*. Nella categoria *Social* vi sono gli standards cosiddetti “*ESRS S*” ripartiti in *ESRS S1 “Forza lavoro propria”*, *ESRS S 2 “Lavoratori della catena valore”*, *ESRS S 3 “Comunità interessate”*, *ESRS S 4 “Consumatori e utilizzatori finali”*. In ultimo la categoria *Governance* enuclea gli standards “*ESRS G*”, composti dall’ *ESRS G1-4 “Casi di corruzione attiva o passiva*, dall’*ESRS G1-5 “Influenza politica e attività di lobbying”* e in ultimo dall’*ESRS G1-6 “Prassi di pagamento”*. Il contenuto dei *principi di rendicontazione di sostenibilità* è prescritto all’interno dell’art. 29 ter della CSRD prevedendo per i *fattori ambientali* che le informazioni comunicate dalle imprese vertano principalmente sulla *mitigazione dei cambiamenti climatici*, in special modo sulle emissioni di gas a effetto serra nell’ambito 1, nell’ambito 2 ove opportuno nell’ambito 3, sull’*adattamento* ai cambiamenti climatici, sulle risorse idriche e marine, sull’uso delle risorse dell’economia circolare, sull’inquinamento, sulla biodiversità degli ecosistemi.

Per quanto concerne da comunicare in merito ai *fattori sociali* e in materia di *diritti umani*, queste devono soprattutto trattare la parità di trattamento e le pari opportunità per tutti, compresa la parità di genere e la parità di retribuzione per un lavoro di pari valore, la formazione e lo sviluppo delle competenze, l’occupazione e l’inclusione

delle persone con disabilità, le misure intraprese contro la violenza e le molestie sul luogo di lavoro, e la diversità; le condizioni di lavoro, comprese l'occupazione, l'orario di lavoro, i salari adeguati, il dialogo sociale, la libertà di associazione, l'esistenza di comitati aziendali, la contrattazione collettiva inclusa la percentuale di lavoratori interessati da contratti collettivi, i diritti di informazione, consultazione e partecipazione dei lavoratori, l'equilibrio tra vita professionale e vita privata, la salute e la sicurezza; il rispetto dei diritti umani e delle libertà fondamentali delle norme e dei principi democratici stabiliti nella Carta Internazionale dei Diritti dell'Uomo e in altre convenzioni fondamentali delle Nazioni Unite in materia di diritti umani mentre le informazioni che le imprese sono tenute a comunicare riguardo ai fattori di *governance* vertono sul ruolo degli organi di amministrazione, gestione e controllo dell'impresa per quanto riguarda le questioni di sostenibilità e la loro composizione, nonché le loro competenze e capacità in relazione allo svolgimento di tale ruolo o l'accesso di tali organi a tali competenze e capacità; le caratteristiche principali dei sistemi di controllo e gestione del rischio dell'impresa in relazione alla rendicontazione di sostenibilità e al processo decisionale; l'etica aziendale e la cultura dell'impresa compresa la lotta contro la corruzione attiva e passiva, la protezione degli informatori e il benessere degli animale; le attività e gli impegni dell'impresa relativi all'esercizio della sua influenza politica, comprese le attività di lobbying.

5.3 Criteri di valutazione e metriche utilizzate

Il punto di partenza nella valutazione della rendicontazione di sostenibilità nell'ambito degli ESRS consiste nella *valutazione della rilevanza* delle informazioni. I criteri utilizzati rilevanza, così come sancito dalla CSRD, sono composti dalla valutazione della rilevanza *finanziaria* e della rilevanza di *impatto*¹¹⁸.

La *metodologia* vede al centro l'argomento X, guardando nel concreto se l'argomento è trattato nel materiale di un *principio di rendicontazione di sostenibilità tematico*¹¹⁹,

¹¹⁸ Concetti ampiamente trattati in precedenza.

¹¹⁹ Come già anticipato i principi di rendicontazione di sostenibilità tematici si occupano dei fattori *Environment*, *Social* e *Governance*. Si caratterizzano per la loro applicazione trasversale ovvero applicabile verso tutte le imprese indipendentemente dal settore in cui opera.

qualora lo fosse si valuta se sia rilevante per le metriche stabilite all'interno del regolamento o se al contrario, lo sia per le politiche, le azioni o gli obiettivi fissati dall'impresa. Nel caso si tratti di un argomento rilevante per le *metriche* ciò comporta che l'impresa debba includere le informazioni prescritte dall'elemento di informazione.

Se, invece, l'argomento è rilevante per le *politiche*, le *azioni* o gli *obiettivi* fissati dall'impresa in relazione al tema in questione, la stessa deve comunicare gli elementi di informazione del principio tematico in combinazione con i pertinenti obblighi di informativa ESRS 2.

Qualora l'argomento non fosse trattato nel materiale di un principio tematico se ne deduce l'irrilevanza e quindi l'omissione che però non può dirsi *assoluta*. Infatti, la Commissione prevede nel caso degli ESRS E1 "*Cambiamenti climatici*", l'obbligo per l'impresa di fornire una spiegazione *dettagliata* circa la *non rilevanza* dell'argomento rispetto ai cambiamenti climatici in combinato con una breve spiegazione nel caso siano rilevanti anche altri principi tematici. Se, al contrario, l'impresa non ha definito politiche, azioni o fissato obiettivi in relazione all'argomento irrilevante, si segue quanto detto in merito all'argomento non trattato nel materiale di un principio tematico; tuttavia, in questo caso potrà comunicare un termine entro il quale intende provvedere in base a quanto richiesto per la spiegazione dettagliata dell'argomento riguardante gli ESRS E¹²⁰.

Mediante un'analisi del regolamento 2023/2772, si può notare come questo fornisca un metodo a cui le imprese possono *liberamente* derogare ai fini della *valutazione della rilevanza*, data la *ratio* ultima del regolamento che consiste perlopiù nel declinare obblighi di informativa sugli *impatti*, sui *rischi* e sulle *opportunità* da valutarne come *rilevanti* o meno per la divulgazione piuttosto che sulla puntuale prescrizione di requisiti comportamentali che l'impresa deve tenere nella valutazione circa la rilevanza.

¹²⁰ Regolamento (UE) 2023/2772 (di seguito "Reg. (UE) 2023/2772") Appendice E - Diagramma di flusso per la determinazione delle informative nell'ambito dell'ESRS.

Sebbene il processo di valutazione della rilevanza sia liberamente derogabile, tali non sono le metriche che ne definiscono il contenuto. Infatti prendendo in considerazione il principio di rendicontazione di sostenibilità ESRS 2, avente ad oggetto le informazioni generali di *disclosure* necessarie per sviluppare la rendicontazione di sostenibilità, questi possono definirsi “*metriche sulle metriche*” che vanno a specificare quanto le imprese debbano comunicare per ogni metrica utilizzata per la divulgazione delle informazioni rilevanti; prevedendo che per ciascuna metrica l’impresa divulghi le *metodologie* e le *ipotesi significative* alla base della metrica, compresi i limiti delle metodologie utilizzate; se la misura della metrica è convalidata da un *ente esterno* diverso dal soggetto che rilascia l’attestazione della conformità e in tal caso quale sia tale ente; se vengono *identificate* e *definite* le metriche utilizzando nomi e descrizioni *significativi, chiari e precisi* in ultimo se come unità di misura è indicata la valuta, utilizza la valuta di presentazione del bilancio¹²¹.

Dato per assodato quanto appena detto, il regolamento 2023/2772 stabilisce le metriche per ogni *standard* di rendicontazione di sostenibilità dallo stesso previsto.

Andando in ordine si evince che per l’ESRS E1 avente ad oggetto il “*Cambiamento climatico*”, le metriche previste si dividono in *ESRS E1-4* che impone la divulgazione degli *obiettivi* dell’impresa relativi alla mitigazione dei cambiamenti climatici e all’adattamento agli stessi¹²².

Ulteriore obbligo di informativa previsto a carico dell’impresa è definito dall’*ESRS E1-5* circa il “*Consumo energetico e al mix energetico*”. L’impresa in tal caso è tenuta a fornire informazioni in merito *al consumo totale di energia* in valore assoluto, al miglioramento della sua efficienza energetica, la sua esposizione ad attività legate al carbone, al petrolio e al gas e la quota di energia da fonti rinnovabili nel suo mix complessivo con qualche modifica per le imprese che operano in settori ad alto impatto climatico¹²³. Lo standard *ESRS E1-6* impone alle imprese di

¹²¹Cit., ESRS 2 Reg. (UE) 2023/2772.

¹²²Specificatamente si chiede all’impresa di comunicare gli obiettivi di riduzione delle emissioni di GES per tali intendendosi le emissioni provenienti da fonti di proprietà dell’impresa o da essa controllate, di dichiarare se gli obiettivi di riduzione delle emissioni di GES hanno una base scientifica e se sono compatibili con la limitazione del riscaldamento globale a 1,5°C v. cit., paragrafi 33 e 34 cit.

¹²³ Per informazioni specifiche in tal senso guardare dal paragrafo 38 al 43 del regolamento già citato.

comunicare le emissioni lorde di GES di ambito 1, 2, 3 e delle emissioni totali di GES in tonnellate metriche di CO₂eq. Lo scopo per le emissioni lorde di GES di ambito 1 sta nell'illustrare gli impatti *diretti* dell'impresa sui *cambiamenti climatici* e la percentuale delle sue emissioni totali di GES regolamentata da sistemi di scambio di quote emissioni; per le emissioni lorde di GES di ambito 2 lo scopo dell'obbligo di informativa sta nell'illustrare gli impatti *indiretti* sui cambiamenti climatici causati dall'energia consumata dall'impresa, sia propria che acquisita esternamente; per le emissioni lorde di GES di ambito 3 l'obiettivo è quello di condurre l'impresa verso l'illustrazione delle emissioni di GES che si generano lungo la catena valore a monte e a valle dell'impresa oltre a quelle di ambito 1 e 2. Le emissioni di ambito 3 rappresentano la componente principale dell'inventario dei GES di molte imprese e sono un importante fattore di *rischio di transizione*¹²⁴. In ultimo mediante le emissioni totali di GES si cerca di fornire *visione di insieme* delle emissioni di GES dell'impresa e chiarire se provengono dalle operazioni *proprie* o dalla catena dell'impresa del valore *a monte* e *a valle*¹²⁵. Un altro aspetto importante da sottolineare nell'ambito di tale metrica sta nel fatto che l'impresa deve includere le emissioni di GES in funzione *del grado di controllo operativo* che esercita¹²⁶. Un ulteriore obbligo prescritto alla luce dello standard ESRS E1 consiste nell'obbligo di informativa circa *gli assorbimenti di GES e progetti di mitigazione delle emissioni*

¹²⁴ Il *rischio di transizione* deriva dal passaggio a nuovi sistemi di produzione e consumo dell'energia che permettano di ridurre le emissioni di gas serra. Le stesse politiche di contrasto ai cambiamenti climatici possono quindi essere fonte di rischio, in particolare se non pianificate e incoerenti. Variazioni repentine o inattese delle politiche climatiche (come limiti regolamentari all'uso delle fonti fossili o altri sistemi che penalizzano le emissioni) possono cogliere impreparate le imprese operanti nei settori economici più esposti, con potenziali ripercussioni sulla loro attività e su quella dei soggetti ad esse collegati in BANCA D'ITALIA, *Quali sono i rischi di natura climatica per la finanza ?*, consultabile sul sito web ufficiale bancaditalia.it.

¹²⁵ Questa informativa costituisce una condizione preliminare per misurare i progressi compiuti verso una riduzione delle emissioni GES coerente con gli obiettivi dell'impresa e con le finalità politiche dell'UE in materia di clima v. cit. Reg. (UE) 2023/2772, *Obbligo di informativa E1-6 – Emissioni lorde di GES di ambito 1, 2, 3 ed emissioni totali di GES* cit.

¹²⁶ Pertanto, nel caso di imprese collegate, joint venture, imprese figlie questa non si limita a comunicare le emissioni di GES in base alla quota di capitale detenuta bensì in base al controllo operativo che effettivamente esercita.

di GES finanziate con crediti di carbonio (ESRS E1-7)¹²⁷. Il presente obbligo di informativa mira a illustrare le azioni dell'impresa finalizzate ad assorbire in modo permanente o sostenere attivamente l'assorbimento di GES dell'atmosfera, potenzialmente per conseguire obiettivi di azzeramento delle emissioni nette e ad illustrare la quantità e la qualità dei crediti di carbonio che l'impresa ha acquistato o intende acquistare sul mercato volontario, potenzialmente per sostenere le dichiarazioni sulla propria neutralità in termini di emissioni di GES¹²⁸.

Un ulteriore obbligo di informativa riguarda “la fissazione del prezzo interno del carbonio” ESRS E1-8; l'impresa rende noto se applica sistemi di fissazione del prezzo interno del carbonio e, in tal caso, in che modo questi sostengono il suo processo decisionale e incentivano l'attuazione di politiche e obiettivi legati al clima¹²⁹. L'ultimo obbligo previsto per le imprese è l'ESRS E1-9 secondo cui l'impresa rende noto gli effetti finanziari attesi dei rischi fisici e dei rischi di transizione rilevanti e la possibilità di trarre vantaggio da opportunità legate al clima. Per quanto concerne gli effetti finanziari attesi dei rischi fisici e dei rischi di transizione, l'impresa illustra in che modo tali rischi hanno un'influenza rilevante sulla situazione patrimoniale-finanziaria, sul risultato economico e sui flussi finanziari nel breve, medio e lungo periodo. Mentre, per quanto riguarda le possibilità di trarre vantaggio da opportunità legate al clima, l'impresa illustra in che modo può beneficiare finanziariamente di queste opportunità; si tratta di un'informativa complementare rispetto agli indicatori di prestazioni da comunicare a norma del

¹²⁷ L'impresa deve rendere noto gli assorbimenti e lo stoccaggio di GES, in tonnellate di CO₂eq, risultanti da progetti che può aver sviluppato nell'ambito delle operazioni proprie o cui aver contribuito lungo la catena del valore a monte e valle, e l'entità di riduzione delle emissioni GES e degli assorbimenti di GES risultanti da progetti di mitigazione dei cambiamenti climatici al di fuori della sua catena del valore che ha finanziato o che intende finanziare attraverso l'acquisto di crediti di carbonio v. cit. *Obbligo di informativa E1-7 – Assorbimenti di GES e progetti di mitigazione delle emissioni di GES finanziati con crediti di carbonio* cit.

¹²⁸ Cit. Reg. (UE) 2023/2772, *Obbligo di informativa E1-7 – Assorbimenti di GES e progetti di mitigazione delle emissioni di GES finanziati con crediti di carbonio*.

¹²⁹ Cit. Reg. (UE) 2023/2772, *Obbligo di informativa E1-8 – Fissazione del prezzo interno del carbonio*.

regolamento delegato (UE) 2021/2178 che integra il regolamento UE 2020/852 (*Regolamento Tassonomia*)¹³⁰.

Il secondo standard di sostenibilità della categoria *Environment*, previsto dal regolamento 2023/2772, è l'ESRS E2 connesso all'"Inquinamento"; tali obblighi di informativa mirano a misurare la prestazione dell'impresa rispetto all'inquinamento. Il primo obbligo descritto è l'ESRS E2-3 "*Obiettivi connessi all'inquinamento*"¹³¹, l'impresa illustra gli obiettivi fissati a sostegno delle sue politiche in materia di inquinamento e per affrontare i suoi impatti, i rischi e le opportunità rilevanti legate all'inquinamento¹³².

Il secondo obbligo di informativa, previsto nell'ambito dell'ESRS E2, riguarda l'"Inquinamento di aria, acqua e suolo", denominato ESRS E2-4. Rispetto allo stesso, l'impresa illustra le emissioni nell'aria, nell'acqua e nel suolo causate dalle operazioni proprie dell'impresa, nonché la generazione e l'uso di microplastiche da parte della stessa¹³³. Si tratta di *quantità consolidate* che comprendono le emissioni dei complessi su cui l'impresa esercita un *controllo finanziario* e di quelli su cui esercita un *controllo operativo*¹³⁴.

Un'ulteriore metrica compresa nell'ambito degli ESRS E2 riguarda le "*Sostanze preoccupanti ed estremamente preoccupanti*" ESRS E2-5; l'impresa divulga le informazioni relative alla *produzione*, all'*uso*, alla *distribuzione*, alla *commercializzazione* e all'*importazione/esportazione* di sostanze preoccupanti e di sostanze estremamente preoccupanti, sia allo stato puro che in miscele o articoli¹³⁵. Il presente obbligo di informativa serve a illustrare l'impatto sulla *salute* e sull'*ambiente* causato dall'impresa attraverso sostanze preoccupanti e sostanze

¹³⁰Cit. Reg. (UE) 2023/2772, *Obbligo di informativa E1-9 – Effetti finanziari attesi di rischi fisici e di transizione rilevanti e potenziali opportunità legate al clima* Regolamento 2023/2772

¹³¹Cit. Reg. (UE) 2023/2772, *Obbligo di informativa E2-3 – Obiettivi connessi all'inquinamento*.

¹³²L'informativa richiesta indica se ed in che modo gli obiettivi riguardano la *prevenzione* e il *controllo* degli inquinanti atmosferici e dei rispettivi carichi specifici, le emissioni in acqua e i rispettivi carichi specifici, l'inquinamento del suolo e i rispettivi carichi specifici, le sostanze preoccupanti e quelle estremamente preoccupanti. L'impresa può specificare se nella definizione degli obiettivi sono state preoccupanti e quelle estremamente preoccupanti.

¹³³Cit. Reg. (UE) 2023/2772, *Obbligo di informativa E2-4 – Inquinamento di aria, acqua e suolo*.

¹³⁴Cit. Reg. (UE) 2023/2772, *Obbligo di informativa E2-4 – Inquinamento di aria, acqua e suolo*.

¹³⁵Cit. Reg. (UE) 2023/2772, *Obbligo di informativa E2-5 – Sostanze preoccupanti e sostanze estremamente preoccupanti*.

estremamente preoccupanti allo stato puro. Mira, inoltre, ad illustrare i rischi e le opportunità rilevanti per l'impresa, tra cui l'esposizione a queste sostanze e i rischi risultanti dalle modifiche normative¹³⁶.

L'ultimo obbligo di informativa previsto è l'*ESRS E2-6, "Effetti finanziari attesi da impatti, rischi e opportunità rilevanti legati all'inquinamento"*¹³⁷; in tal caso, l'impresa è tenuta a comunicare gli effetti finanziari attesi da rischi o opportunità rilevanti connessi alle risorse idriche e marine¹³⁸.

Il terzo standard, previsto nella categoria *Environment*, è l'*ESRS E3* avente ad oggetto le *"Acque e le risorse marine"*. Al suo interno si annoverano i diversi obblighi di informativa e metriche a carico delle imprese. Il primo *ESRS E3-3, "Obiettivi connessi alle acque e alle risorse marine"*, richiede all'impresa di illustrare gli obiettivi che l'impresa ha adottato a sostegno delle sue politiche legate alle acque e alle risorse marine e al fine di affrontare i propri impatti, rischi e opportunità rilevanti connessi¹³⁹.

L'informativa richiesta indica se e in che modo gli obiettivi riguardano la *gestione* degli impatti, dei *rischi* e delle *opportunità* rilevanti connessi alle zone a rischio idrico, compreso il miglioramento della qualità delle acque, la gestione responsabile degli impatti, dei rischi e delle opportunità in termini di risorse marine, compresa la natura e la quantità dei prodotti legati a tali risorse come ghiaie, minerali in profondità, prodotti ittici; una spiegazione di come tali obiettivi si applicano alle zone a rischio idrico, comprese quelle ad alto stress idrico. Inoltre, l'impresa può

¹³⁶Cit. Reg. (UE) 2023/2772, Paragrafo 33, *Obbligo di informativa E2-5 – Sostanze preoccupanti e sostanze estremamente preoccupanti*.

¹³⁷Cit. Reg. (UE) 2023/2772, *Obbligo di informativa E2-6 – Effetti finanziari attesi di rischi e opportunità rilevanti legati all'inquinamento*.

¹³⁸Tale obbligo serve ad illustrare gli effetti finanziari attesi dai rischi rilevanti derivanti dagli impatti e dalle dipendenze in termini di inquinamento e il modo in cui tali rischi hanno un'influenza rilevante sulla situazione finanziaria, sul risultato economico e sui flussi finanziari dell'impresa nel breve, nel medio e lungo periodo, gli effetti finanziari attesi dalle opportunità rilevanti connessi alla prevenzione e al controllo dell'inquinamento v. cit., *Obbligo di informativa E2-6 – Effetti finanziari attesi di rischi e opportunità rilevanti legati all'inquinamento*.

¹³⁹Cit. Reg. (UE) 2023/2772, *Obbligo di informativa E3-3 – Obiettivi connessi alle acque e alle risorse marine*.

specificare se nella definizione degli obiettivi siano state prese in considerazione le soglie ecologiche¹⁴⁰.

Sempre nell'ambito dell'ESRS E3, l'impresa è tenuta a comunicare informazioni rilevanti anche per il “*Consumo idrico*”¹⁴¹ denominato *ESRS E3-4*. Il presente obbligo di informativa serve a illustrare il consumo idrico dell'impresa e gli eventuali progressi che questa ha compiuto in relazione ai suoi obiettivi¹⁴².

L'impresa inoltre è tenuta a comunicare le informazioni sugli “*Effetti finanziari attesi derivanti da impatti, rischi e opportunità connessi alle acque e alle risorse marine*” definito dall' *ESRS E3-5*. Il presente obbligo di informativa serve ad illustrare gli effetti finanziari *attesi* dovuti ai *rischi rilevanti* derivanti dagli impatti e dalle dipendenze, connessi alle acque e alle risorse marine e il *modo* in cui tali rischi hanno un'influenza rilevante sulla situazione patrimoniale-finanziaria, sul risultato economico e sui flussi finanziari dell'impresa nel breve, nel medio e nel lungo periodo e gli effetti finanziari attesi dovuti a rilevanti opportunità connesse alla acque e alle risorse marine¹⁴³.

Nella categoria *Environment* rientra lo standard di sostenibilità *ESRS E4*, metrica associata all'impatto relativo ai cambiamenti della “*Biodiversità e degli ecosistemi*”.

Il primo parametro, all'interno di tale categoria, è l'*ESRS E4-4* associato agli obiettivi relativi alla biodiversità e agli ecosistemi. L'impresa descrive gli obiettivi che ha adottato a sostegno delle sue politiche legate alla biodiversità e agli ecosistemi e al

¹⁴⁰Cit. Reg. (UE) 2023/2772, *Obbligo di informativa E3-3 – Obiettivi connessi alle acque e alle risorse marine*.

¹⁴¹Cit. Reg. (UE) 2023/2772, *Obbligo di informativa E3-4 – Consumo d'acqua*.

¹⁴² L'informativa si riferisce alle operazioni proprie dell'impresa e include il consumo idrico totale in m3; il consumo idrico totale in m3 in zone a rischio idrico, comprese quelle ad elevato stress idrico; il volume totale di acqua immagazzinata e le relative variazioni in m3; qualsiasi informazione contestuale necessaria in merito alle lettere da a) a d), compresa la qualità e la quantità dell'acqua dei bacini, sul modo in cui sono stati compilati i dati, come ad esempio le norme, le metodologie e le ipotesi utilizzate, indicando anche se le informazioni sono calcolate, stimate, modellate o derivate da misurazioni dirette, e sull'approccio adottato al riguardo, come ad esempio il ricorso a eventuali fattori settoriali specifici¹⁴². L'impresa fornisce informazioni sulla propria **intensità idrica**: consumo idrico totale nelle operazioni proprie in m3 per milioni di EUR di ricavi netti v. cit. Reg. (UE) 2023/2772, *Obbligo di informativa E3-4 – Consumo d'acqua*.

¹⁴³Cit. Reg. (UE) 2023/2772, *Obbligo di informativa E3-5 – Effetti finanziari attesi derivanti da rischi e opportunità rilevanti connessi alle acque e alle risorse marine*.

fine di affrontare i relativi impatti, dipendenze, rischi e opportunità rilevanti¹⁴⁴. L'informativa richiesta comprende le soglie ecologiche individuate e la metodologia utilizzata, se le soglie sono specifiche per l'entità e, in caso affermativo come sono determinate; in che modo è attribuita all'interno dell'impresa la responsabilità del rispetto delle soglie ecologiche individuate; inoltre, se gli obiettivi hanno come *base* e/o sono in linea con il quadro globale post 2020 in materia di biodiversità, gli aspetti pertinenti della strategia dell'UE sulla biodiversità per il 2030 e altre *politiche* e normative nazionali in materia di *biodiversità* ed *ecosistemi*¹⁴⁵.

Un ulteriore obbligo previsto per l'impresa è designato dall'*ESRS E4-5* denominato "*Metriche d'impatto relative ai cambiamenti della biodiversità e degli ecosistemi*" in tal caso l'impresa illustra le prestazioni da essa stessa effettuate rispetto agli *impatti* identificati come *rilevanti* nella valutazione in relazione ai cambiamenti della *biodiversità* e degli *ecosistemi*¹⁴⁶.

Se l'impresa giunge alla conclusione di contribuire *direttamente* ai fattori di *impatto* e al *cambiamento* di uso del suolo, dell'uso dell'acqua o del mare, indica le metriche pertinente che misurano la *conversione* nel tempo della copertura del suolo come ad esempio la deforestazione; i cambiamenti nel tempo (ad esempio da uno o cinque anni) nella gestione degli ecosistemi¹⁴⁷; i cambiamenti nella configurazione spaziale del paesaggio; i cambiamenti nella connessione strutturale degli ecosistemi; la connessione funzionale ad esempio quando geni o individui si muovono attraverso la terra, le acque dolci o il paesaggio marino¹⁴⁸. Se giunge alla conclusione di contribuire direttamente all'introduzione *accidentale* o *volontaria* di specie esotiche invasive, l'impresa indica le *metriche* che utilizza per gestire i percorsi di introduzione e diffusione delle *specie esotiche invasive* e i rischi che la specie apporta

¹⁴⁴Cit. Reg. (UE) 2023/2772, *Obbligo di informativa E4-4 — Obiettivi relativi alla biodiversità e agli ecosistemi*.

¹⁴⁵Cit. Reg. (UE) 2023/2772, *Obbligo di informativa E4-4 — Obiettivi relativi alla biodiversità e agli ecosistemi*.

¹⁴⁶Cit. Reg. (UE) 2023/2772, *Obbligo di informativa E4-5 — Metriche d'impatto relative ai cambiamenti della biodiversità e degli ecosistemi*.

¹⁴⁷ Come l'intensificazione della gestione agricola o l'applicazione di pratiche di gestione o utilizzo delle foreste migliori.

¹⁴⁸ Cit. Reg. (UE) 2023/2772, *Obbligo di informativa E4-5 — Metriche d'impatto relative ai cambiamenti della biodiversità e degli ecosistemi*.

¹⁴⁹. Inoltre, se individua impatti rilevanti connessi allo *stato della specie*, l'impresa può riferire le *metriche* che considera pertinenti facendo riferimento agli obblighi di informativa ESRS E1, ESRS E2, ESRS E3 ed ESRS E5¹⁵⁰.

Ultimo obbligo previsto a carico dell'impresa in tale sezione è l' *ESRS E4-6* concernente gli *“Effetti finanziari attesi derivanti da rischi e opportunità connessi alla biodiversità e agli ecosistemi”*. L'impresa illustra gli *effetti finanziari attesi* dovuti ai rischi derivanti dagli impatti e dalle *dipendenze*, connessi alla biodiversità e agli ecosistemi e il modo in cui tali rischi hanno un'influenza rilevante sulla situazione *patrimoniale-finanziaria*, sul *risultato economico* e sui *flussi finanziari* dell'impresa nel breve, medio e lungo periodo e gli effetti finanziari attesi dovuti a rilevanti opportunità connesse alla biodiversità e agli ecosistemi¹⁵¹. L'informativa include inoltre la *quantificazione monetaria degli effetti finanziari attesi* prima di prendere in considerazione le azioni connesse alla biodiversità e agli ecosistemi, ove ciò non fosse possibile, riporta informazioni qualitative pertinenti, l'impresa, in relazione alla quantificazione, fornisce una descrizione degli effetti presi in considerazione, degli impatti e delle dipendenze a cui si riferiscono e degli orizzonti temporali in cui è *probabile che si concretizzino* ed infine le ipotesi fondamentali utilizzate *per quantificare* gli effetti finanziari attesi, nonché le fonti e il livello di incertezza di tali ipotesi¹⁵².

L'ultimo standard di sostenibilità previsto nella categoria *Environment* è l'*ESRS E5* attinente alle *“Risorse ed economia circolare”*. Il primo obbligo informativo previsto

¹⁴⁹ Cit. Reg. (UE) 2023/2772, *Obbligo di informativa E4-5 — Metriche d'impatto relative ai cambiamenti della biodiversità e degli ecosistemi*.

¹⁵⁰ Considera le dimensioni della popolazione, l'area all'interno di specifici ecosistemi e il rischio di estinzione, questi aspetti forniscono indicazioni sulla salute della popolazione di una singola specie e sulla sua relativa resilienza ai cambiamenti indotti dall'uomo e a quelli naturali; comunica le metriche che misurano le variazioni del numero di individui di una specie all'interno di una zona specifica; comunica le metriche relative alle specie a rischio di estinzione che misurano a loro volta lo stato di minaccia delle specie e come le attività/pressioni possono influire su di esse o variazioni nell'habitat pertinente per una specie minacciata come variabile proxy dell'impatto dell'impresa sul rischio di estinzione della popolazione locale v. Paragrafo 40 *Obbligo di informativa E4-5 — Metriche d'impatto relative ai cambiamenti della biodiversità e degli ecosistemi* cit.

¹⁵¹ Cit., *Obbligo di informativa E4-6 – Effetti finanziari attesi derivanti da rischi e opportunità rilevanti connessi alla biodiversità e agli ecosistemi*.

¹⁵² Cit. Reg. (UE) 2023/2772, *Obbligo di informativa E4-6 – Effetti finanziari attesi derivanti da rischi e opportunità rilevanti connessi alla biodiversità e agli ecosistemi*.

è relativo agli “*Obiettivi relativi all’uso delle risorse e all’economia circolare*” ESRS E5-3¹⁵³ ove si chiede all’impresa, innanzitutto, di illustrare gli *obiettivi* che ha fissato a sostegno della propria politica in materia di utilizzo delle risorse e dell’economia circolare e per affrontare gli impatti, i rischi e le opportunità rilevanti¹⁵⁴, specificando se sono state prese in considerazione *soglie ecologiche* e *assegnazioni specifiche* per l’entità valutata.

Ulteriore obbligo previsto è relativo ai “*Flussi di risorse in entrata*” ESRS E5-4 tali sono valutati in quanto rilevanti per gli impatti, i rischi e le opportunità dell’impresa¹⁵⁵.

Se l’impresa conclude che i suoi flussi di risorse in entrata rappresentano per la sostenibilità un fattore rilevante, l’impresa è tenuta a comunicare il peso totale complessivo dei prodotti e dei materiali tecnici e biologici utilizzati durante il periodo di riferimento, la percentuale di materiali biologici (e biocarburanti utilizzati ai fini non energetici) utilizzati dall’impresa per fabbricare prodotti e offrire servizi (compresi gli imballaggi) che provengono da una filiera sostenibile, con le informazioni sul sistema di certificazione utilizzato e sull’applicazione del principio dell’uso a cascata; e il peso, in valore assoluto e in percentuale, dei componenti secondari riutilizzati e dei prodotti e dei materiali intermedi secondari utilizzati dall’impresa per i suoi prodotti e servizi (compresi gli imballaggi)¹⁵⁶. L’impresa si appresta a fornire informazioni sulle metodologie utilizzate per calcolare i dati e

¹⁵³Cit., Reg. (UE) 2023/2772, *Obbligo di informativa E5-3 – Obiettivi relativi all’uso delle risorse e all’economia circolare*.

¹⁵⁴ L’informativa richiesta indica se e in che modo gli *obiettivi* dell’impresa sono collegati ai *flussi di risorse in entrata e in uscita*, compresi i *rifiuti* e i prodotti e i materiali, e più specificamente come sono collegati all’aumento della progettazione, circolare dei prodotti (compresa, ad esempio, la progettazione per la durabilità, lo smantellamento, la riparabilità, la riciclabilità); se vi è un aumento del *tasso di utilizzo circolare dei materiali*; la riduzione al minimo delle materie prime; l’approvvigionamento e l’uso sostenibile delle risorse rinnovabili; la gestione dei rifiuti, compresa la preparazione per un trattamento adeguato e altre questioni relative all’economia circolare¹⁵⁴. L’impresa può inoltre specificare se sono state prese in considerazione *soglie ecologiche* e *assegnazioni specifiche* per l’entità v. cit. Reg. (UE) 2023/2772, *Obbligo di informativa E5-3 – Obiettivi relativi all’uso delle risorse e all’economia circolare*.

¹⁵⁵L’informativa comprende una descrizione dei *flussi di risorse in entrata*, se rilevanti, come i prodotti compresi gli imballaggi degli stessi e i materiali specificando se vi siano materie prime critiche e terre rare, acqua e proprietà, impianti e macchinari utilizzati nelle operazioni proprie dell’impresa e lungo la catena del valore a monte v. cit., *Obbligo di informativa E5-4 – Flussi di risorse in entrata*.

¹⁵⁶ Cit. Reg. (UE) 2023/2772, *Obbligo di informativa E5-4 – Flussi di risorse in entrata*.

precisa se i dati provengono da misurazioni dirette o stime, indicando le ipotesi fondamentali utilizzate¹⁵⁷.

L'ESRS E5-5 prevede a sua volta obblighi di informativa in relazione ai “*Flussi di risorse in uscita*”, l'impresa illustra il modo in cui *contribuisce all'economia circolare* progettando prodotti e materiali in linea con i *principi dell'economia circolare*, *aumentando o massimizzando* la misura in cui i prodotti, i materiali e il trattamento utilizzato per rimetterli in circolo dopo il primo utilizzo, la strategia di riduzione e gestione, la misura in cui l'impresa è consapevole di come i propri rifiuti pre consumo sono gestiti nell'ambito delle proprie attività¹⁵⁸. Per quanto concerne i prodotti e i materiali, il regolamento 2023/2772 prevede che l'impresa fornisca una descrizione dei principali prodotti e materiali provenienti dal processo di produzione e progettati secondo *principi circolari*, tra cui principalmente la *durata* e il *riciclaggio*. L'impresa con i flussi in uscita rilevanti di prodotti e materiali indica la *durata* prevista dei prodotti immessi sul mercato, rispetto alla media, la *riparabilità* dei prodotti, utilizzando un sistema di punteggio e il tasso di contenuto riciclabile nei prodotti e nel loro *imballaggio*¹⁵⁹.

Mentre per i rifiuti l'impresa precisa i flussi di rifiuti pertinenti al suo settore e alla sua attività; ad esempio, rifiuti elettronici per le imprese nel settore dell'elettronica di consumo o rifiuti alimentari per le imprese nel settore agricolo o digestivo e i materiali presenti nei rifiuti come la biomassa, i metalli, la plastica, i tessili, le materie prime critiche e le terre rare¹⁶⁰. L'impresa indica inoltre la quantità totale di rifiuti pericolosi e di rifiuti radioattivi da essa prodotti¹⁶¹.

L'ultimo obbligo previsto riguarda gli “*Effetti finanziari attesi derivanti da rischi e opportunità rilevanti connessi all'uso delle risorse e dell'economia circolare*” denominato ESRS E5-6. Mediante questo obbligo di informativa, l'impresa evidenzia gli *effetti finanziari attesi*, dovuti a *rischi* rilevanti derivanti da impatti e dipendenze

¹⁵⁷ Cit. Reg. (UE) 2023/2772, Obbligo di informativa E5-4 – *Flussi di risorse in entrata*.

¹⁵⁸ Cit. Reg. (UE) 2023/2772, Obbligo di informativa E5-5 – *Flussi di risorse in uscita*.

¹⁵⁹ Cit. Reg. (UE) 2023/2772, *Prodotti e materiali*.

¹⁶⁰ Cit. Reg. (UE) 2023/2772, Obbligo di informativa E5-4 – *Flussi di risorse in entrata – Rifiuti*.

¹⁶¹ Cit. Reg. (UE) 2023/2772, Obbligo di informativa E5-4 – *Flussi di risorse in entrata – Rifiuti*.

connesse all'uso delle risorse e all'economia *circolare* e al modo in cui tali rischi hanno un'influenza rilevante sulla situazione patrimoniale-finanziaria, sul risultato economico e sui flussi finanziari dell'impresa a breve, medio e lungo termine e gli effetti finanziari attesi dovuti a opportunità rilevanti connesse all'uso delle risorse e all'economia circolare¹⁶².

Nella seconda categoria "*Social*" rientrano *quattro standard di sostenibilità*, ognuno dei quali al suo interno richiede che siano diffuse determinate informazione ai fini della divulgazione del *reporting* di sostenibilità.

Il primo standard della categoria *Social* è l' ESRS S1 "*Forza lavoro propria*"; il primo obbligo di informativa previsto è l' *ESRS S1-5 "Obiettivi legati alla gestione degli impatti negativi rilevanti, al potenziamento degli impatti positivi e alla gestione dei rischi e delle opportunità rilevanti"*. L'impresa è tenuta a indicare eventuali obiettivi temporali e orientati ai risultati fissati in relazione alla *riduzione degli impatti negativi* sulla forza lavoro propria, al *potenziamento degli impatti positivi* sulla forza lavoro propria e/o alla gestione dei rischi e delle *opportunità rilevanti per la forza lavoro propria*¹⁶³. Il presente obbligo di informativa serve a illustrare la misura in cui l'impresa utilizza gli *obiettivi orientati ai risultati* per dirigere e misurare i suoi progressi nel fronteggiare gli *impatti* negativi rilevanti e/o potenziare gli impatti positivi sulla forza lavoro propria, e/o nel gestire i *rischi* e le *opportunità* rilevanti connessi alla forza lavoro propria¹⁶⁴.

L'impresa comunica il processo per la fissazione degli *obiettivi*, specificando anche se e in che modo ha interagito direttamente con la *forza lavoro propria* o con i *rappresentanti dei lavoratori* per fissare gli obiettivi, monitorare le prestazioni

¹⁶² Cit. Reg. (UE) 2023/2772, *Obbligo di informativa E5-6 – Effetti finanziari attesi derivanti da rischi e opportunità rilevanti connessi all'uso delle risorse e all'economia circolare*.

¹⁶³ Cit. Reg. (UE) 2023/2772, *Obbligo di informativa S1-5 – Obiettivi legati alla gestione degli impatti negativi rilevanti, al potenziamento degli impatti positivi e alla gestione dei rischi e delle opportunità rilevanti*.

¹⁶⁴ Cit. Reg. (UE) 2023/2772, *Obbligo di informativa S1-5 – Obiettivi legati alla gestione degli impatti negativi rilevanti, al potenziamento degli impatti positivi e alla gestione dei rischi e delle opportunità rilevanti*.

dell'impresa rispetto agli stessi e individuare insegnamenti o miglioramenti derivanti dalle prestazioni dell'impresa¹⁶⁵.

Il secondo obbligo di informativa rientrante nella “*Forza lavoro propria*” è l'ESRS S1-6 “*Caratteristiche dei dipendenti dell'impresa*”; in cui l'impresa descrive le caratteristiche principali dei dipendenti che compongono la propria forza lavoro¹⁶⁶.

L'impresa è tenuta a comunicare il numero totale dei dipendenti per numero di persone e la ripartizione per genere¹⁶⁷ e per paesi¹⁶⁸.

Il terzo obbligo di informativa previsto dallo standard di sostenibilità “*Forza lavoro*” è l'ESRS S1-7 “*Caratteristiche dei lavoratori non dipendenti nella forza lavoro propria dell'impresa*” ove è prevista una descrizione delle caratteristiche principali dei non dipendenti appartenenti alla forza lavoro propria¹⁶⁹.

Un ulteriore obbligo di informativa previsto è l'ESRS S1-8 che riguarda la “*Copertura della contrattazione collettiva e dialogo sociale*”; in tal caso l'impresa comunica informazioni sulla misura in cui le condizioni di lavoro e di occupazione dei suoi dipendenti sono determinate o influenzate da *contratti collettivi di lavoro*¹⁷⁰ e

¹⁶⁵ Cit. Reg. (UE) 2023/2772, *Obbligo di informativa S1-5 – Obiettivi legati alla gestione degli impatti negativi rilevanti, al potenziamento degli impatti positivi e alla gestione dei rischi e delle opportunità rilevanti*.

¹⁶⁶ Il presente obbligo di informativa fornisce indicazioni sull'approccio dell'impresa all'occupazione, compresa la portata e la natura degli *impatti* derivanti dalle sue pratiche in materia di occupazione; le informazioni contestuali che agevolino la comprensione delle informazioni riportate in altre informative e funge da base per il calcolo delle metriche quantitative da comunicare in base ad altri obblighi di informativa contenuti nel presente principio v paragrafo 49 *Obbligo di informativa S1-6 – Caratteristiche dei dipendenti dell'impresa*, cit.

¹⁶⁷ Il numero totale per numero di persone o equivalenti a tempo pieno di dipendenti a tempo indeterminato e la loro ripartizione per genere; i dipendenti a tempo determinato e la loro ripartizione per genere e i dipendenti a orario variabile e la loro ripartizione per genere v. Cit., Paragrafo 50 *Obbligo di informativa S1-6 – Caratteristiche dei dipendenti dell'impresa*.

¹⁶⁸ Per i paesi in cui l'impresa conta 50 o più dipendenti che rappresentano almeno il 10% del numero totale di dipendenti v. cit. Reg. (UE) 2023/2772, *Obbligo di informativa S1-6*.

¹⁶⁹ Il presente obbligo di informativa serve a fornire indicazioni sull'approccio dell'impresa all'occupazione, compresa la portata e la natura degli *impatti* derivanti dalle sue pratiche di occupazione e a fornire informazioni che fungano da per il calcolo delle *metriche* da comunicare in base ad altri obblighi di informativa, oltre a consentire in che misura l'impresa si avvalga di *lavoratori non dipendenti* nell'ambito della propria forza lavoro v. cit., *Obbligo di informativa S1-7 – Caratteristiche dei lavoratori non dipendenti nella forza lavoro propria dell'impresa*.

¹⁷⁰ La percentuale complessiva dei suoi dipendenti coperti da tali contratti per ciascun paese in cui l'impresa ha un livello significativo di occupazione, definito come almeno 50 dipendenti in numero di persone, che rappresentino almeno il 10% del numero totale dei dipendenti e al di fuori del SEE, la percentuale di dipendenti propri coperti da contratti collettivi, suddivisi per regione. Per i dipendenti

sulla misura in cui i suoi dipendenti sono *rappresentati* nel *dialogo sociale* all'interno dello Spazio economico europeo.

Ulteriore metrica prevista è l'*ESRS S1-9 "Metriche della diversità"* che richiede all'impresa di comunicare la *distribuzione di genere tra i membri dell'alta dirigenza* e la *distribuzione per età dei suoi dipendenti* per fascia d'età: meno di 30 anni, tra i 30 e i 50 anni, oltre i 50 anni. Un ulteriore obbligo richiesto riguarda i "*Salari adeguati*" *ESRS S1-10*, l'impresa comunica se i suoi dipendenti percepiscono uno stipendio adeguato e, per coloro che non dovessero percepire uno stipendio adeguato, i *paesi* e la *percentuale* di dipendenti interessati¹⁷¹.

L'*ESRS S1-11* richiede invece informazioni sulla "*Protezione Sociale*", l'impresa è tenuta a comunicare se i suoi dipendenti sono coperti dalla *protezione sociale* o da prestazioni offerte dall'impresa contro la perdita di reddito dovuta a uno eventi previsti¹⁷², in caso contrario, i paesi in cui ciò non avviene. Se non tutti i suoi dipendenti sono coperti dalla protezione sociale, l'impresa è tenuta a comunicare i paesi in cui i dipendenti non godono di protezione sociale per quanto riguarda uno o più tipi di eventi elencati e, per ciascuno di questi paesi, i tipi di dipendenti che non godono di protezione sociale in relazione a ciascun evento della vita applicabile¹⁷³. Un ulteriore obbligo previsto è l'*ESRS S1-12 "Persone con disabilità"* che richiede all'impresa di comunicare la percentuale dei dipendenti propri con disabilità indicando la ripartizione per genere se lo ritiene opportuno¹⁷⁴.

Secondo l'*ESRS S1-14 "Metriche di salute e sicurezza"*, l'impresa comunica informazioni sulla misura in cui la forza lavoro propria è coperta dal sistema aziendale di gestione della *salute* e della *sicurezza* e sul numero di infortuni associati a lesioni, malattie e decessi connessi al lavoro. Il presente obbligo serve a prevenire le *lesioni*

non coperti da contratti collettivi di lavoro, l'impresa può comunicare se determina le loro condizioni di lavoro o di occupazione sulla base di contratti collettivi che coprono i suoi altri dipendenti o sulla base di contratti collettivi di altre imprese.

¹⁷¹ Cit. Reg. (UE) 2023/2772, *Obbligo di informativa S1-10 – Salari adeguati*,

¹⁷² Quali *malattia, disoccupazione* a partire dal momento in cui il lavoratore lavora per l'impresa; *infortunio sul lavoro e disabilità acquisita, congedo parentale e pensionamento*.

¹⁷³ Cit. Reg. (UE) 2023/2772, *Obbligo di informativa S1-11 – Protezione sociale*.

¹⁷⁴ Cit. Reg. (UE) 2023/2772, *Obbligo di informativa S1-12 – Persone con disabilità*.

connesse al lavoro. Le informazioni da elencare vengono ripartite tra *lavoratori dipendenti e non dipendenti* nella *forza lavoro propria*. Ma ciò non esime l'impresa dal comunicare il numero di decessi dovuto a lesioni e malattie connesse al lavoro anche per gli altri lavoratori che operano nei siti dell'impresa, quali i lavoratori nella catena del lavoro se operano nei siti dell'impresa¹⁷⁵.

Inoltre, dall'*ESRS S1-15 "Metriche dell'equilibrio tra vita professionale e vita privata"* viene richiesto all'impresa di comunicare in che misura i dipendenti hanno diritto al congedo per motivi familiari e di usufruirne in modo equo sotto il profilo delle politiche di genere. L'informativa include la percentuale di dipendenti che hanno diritto a congedi per motivi familiari, la percentuale di dipendenti aventi diritto che ne hanno concretamente usufruito e una ripartizione per genere.

La penultima metrica richiesta nello standard ESRS S1 "*Forza lavoro*" è l'*ESRS S1-16 "Metriche di remunerazione"* (divario retributivo e retribuzione totale); l'informativa richiesta, in tal caso, include il divario retributivo di genere, definito come la *differenza tra i livelli medi corrisposti ai lavoratori di sesso femminile e a quelli di sesso maschile*, espressa in percentuale del livello retributivo medio dei lavoratori di sesso maschile ed il rapporto tra la *remunerazione totale annua* della persona che percepisce il salario più alto e la remunerazione totale annua mediana di tutti i *dipendenti* (esclusa la persona con il salario più alto)¹⁷⁶. Il presente obbligo di informativa persegue pertanto due scopi: da un lato illustrare l'entità di un eventuale *divario retributivo* tra donne e uomini tra i dipendenti dell'impresa, dall'altro fornire indicazioni sul *livello di disuguaglianza* di remunerazione all'interno dell'impresa e dell'eventuale esistenza di ampie disparità retributive.

L'ultimo obbligo di informativa previsto è l'*ESRS S1-17 "Incidenti, denunce e impatti gravi in materia di diritti umani"*, l'impresa comunica il numero di incidenti e/o denunce connessi al lavoro e gli impatti gravi in materia di diritti umani all'interno della forza lavoro propria, nonché le relative multe e sanzioni o i risarcimenti.

¹⁷⁵ Cit. Reg. (UE) 2023/2772, *Obbligo di informativa S1-14 – Metriche di salute e sicurezza*.

¹⁷⁶ Cit. Reg. (UE) 2023/2772, *Obbligo di informativa S1-16 – Metriche di remunerazione (divario retributivo e remunerazione totale)*.

rilevanti per il periodo di riferimento¹⁷⁷. L'informativa comprende, fatte salve le norme pertinenti in materia di riservatezza, gli episodi di *discriminazione connessi al lavoro* per motivi di *genere, razza o origine etnica, nazionalità, religione o convinzioni personali, disabilità, età, orientamento sessuale* o altre forme pertinenti di discriminazione che coinvolgono portatori di interessi interni e/o esterni in tutte le operazioni del periodo di riferimento. L'impresa rende noto il numero totale di episodi di discriminazione, comprese *molestie*, segnalati nel periodo di riferimento, il numero di denunce presentate attraverso i canali predisposti attraverso i cd. *meccanismi di reclamo* affinché i lavoratori propri dell'impresa sollevino preoccupazione, se del caso, presso i punti di contatto nazionali per le imprese multinazionali dell'OCSE in relazione alle questioni di cui al paragrafo 2 del presente principio, ad esclusione degli episodi già segnalati; l'importo totale delle ammende, delle sanzioni e del risarcimento di danni risultanti dagli incidenti e dalle denunce di cui sopra, unitamente a una riconciliazione degli importi monetari indicati con l'importo più pertinente iscritto in bilancio; e se del caso, le informazioni contestuali necessarie per comprendere i dati e le relative modalità di compilazione. L'impresa è tenuta a divulgare le seguenti informazioni in merito a casi individuati di incidenti gravi in materia di diritti umani (come *lavoro forzato, tratta di esseri umani o lavoro minorile*) tra cui il numero di incidenti gravi in materia di diritti umani connessi alla forza lavoro dell'impresa nel periodo di riferimento, indicando anche quanti di essi costituiscono casi di mancato rispetto dei principi guida delle Nazioni Unite sulle imprese e i diritti umani, della dichiarazione dell'OIL sui principi e i diritti fondamentali nel lavoro o delle linee guida dell'OCSE destinate alle imprese multinazionali. Se non si sono verificati incidenti di questo tipo, l'impresa lo dichiara e con l'importo totale delle ammende, delle sanzioni e del risarcimento di danni per gli incidenti unitamente a una riconciliazione degli importi monetari indicati più pertinente nel bilancio¹⁷⁸.

¹⁷⁷ Cit. Reg. (UE) 2023/2772, *Obbligo di informativa S1-17 – Incidenti, denunce e impatti gravi in materia di diritti umani*.

¹⁷⁸ Cit. Reg. (UE) 2023/2772, *Obbligo di informativa S1-17 – Incidenti, denunce e impatti gravi in materia di diritti umani*.

Il secondo standard di sostenibilità previsto nella categoria Social è *ESRS S2, “Lavoratori della catena valore”*; in tal caso, attraverso l’obbligo di informativa *ESRS S2-5* dedicato agli *“Obiettivi legati alla gestione degli impatti negativi rilevanti, al potenziamento degli impatti positivi e alla gestione dei rischi e delle opportunità rilevanti”*, l’impresa indica eventuali obiettivi temporali e orientati ai risultati fissati in relazione alla riduzione degli impatti negativi sui lavoratori nella catena valore, al potenziamento degli impatti positivi sui lavoratori nella catena valore e alla gestione dei rischi e delle opportunità rilevanti per i lavoratori nella catena del valore¹⁷⁹.

Il terzo standard di sostenibilità previsto è l’*ESRS S3, “Comunità interessate”*; in tal caso l’obiettivo è consentire ai fruitori della dichiarazione di sostenibilità di comprendere gli impatti rilevanti sulle comunità interessate connessi alle operazioni proprie e alla catena valore dell’impresa. La metrica a cui l’impresa deve uniformarsi in questo caso è la *ESRS S3-5, “Obiettivi legati alla gestione degli impatti negativi, al potenziamento degli impatti positivi e alla gestione dei rischi e delle opportunità rilevanti”*; alla stessa viene richiesto di individuare eventuali obiettivi temporali e orientati ai risultati fissati in relazione alla riduzione degli impatti negativi sulle comunità interessate, al potenziamento degli impatti positivi sulle comunità interessate e alla gestione dei rischi e delle opportunità rilevanti per le comunità interessate¹⁸⁰.

Il quarto ed ultimo standard previsto per la categoria Social è l’*ESRS S4 “Consumatori finali”*, il quale è inteso a precisare gli obblighi di informativa che consentono ai fruitori della dichiarazione sulla sostenibilità di comprendere gli impatti rilevanti sui consumatori e sugli utilizzatori finali connessi alle operazioni proprie, alla catena valore, ai prodotti o ai servizi dell’impresa attraverso i suoi rapporti commerciali e i relativi rischi e le opportunità.

¹⁷⁹ Cit. Reg. (UE) 2023/2772, *Obbligo di informativa S2-5 – Obiettivi legati alla gestione degli impatti negativi rilevanti, al potenziamento degli impatti positivi e alla gestione dei rischi e delle opportunità rilevanti.*

¹⁸⁰ Cit. Reg. (UE) 2023/2772, *Obbligo di informativa S3-5 – Obiettivi legati alla gestione degli impatti rilevanti negativi, al potenziamento degli impatti positivi e alla gestione dei rischi e delle opportunità rilevanti.*

L'obbligo di informativa da comunicare è l'*ESRS S4-5 “Obblighi legati alla gestione degli impatti rilevanti negativi, al potenziamento degli impatti positivi e alla gestione dei rischi e delle opportunità”* che richiede all'impresa di indicare eventuali obiettivi temporali e orientati ai risultati fissati in relazione alla riduzione degli impatti negativi sui consumatori e/o gli utilizzatori finali, al potenziamento degli impatti positivi sui consumatori e/o sugli utilizzatori finali, la gestione dei rischi e delle opportunità rilevanti per i consumatori e/o gli utilizzatori finali¹⁸¹.

All'ultima categoria *Governance* appartengono gli *ESRS G1*. La prima metrica prescritta dallo stesso è l' *ESRS G1-4 “Casi di corruzione attiva o passiva”*, l'impresa fornisce informazioni sui casi di corruzione attiva o passiva durante il periodo di riferimento rendendo noto il numero di condanne e l'importo delle ammende inflitte per violazioni delle leggi contro la corruzione attiva e passiva ed eventuali azioni intraprese contro le violazioni delle procedure e delle norme di lotta alla corruzione attiva e passiva. Inoltre rendo noto il numero totale e la natura dei casi accertati di corruzione attiva o passiva; il numero di casi accertati in cui lavoratori propri sono stati licenziati o sanzionati per episodi di corruzione attiva o passiva; il numero di casi accertati relativi a contratti con partner commerciali che sono stati risolti o non rinnovati a causa di violazioni connesse alla corruzione attiva o passiva; le informazioni dettagliate sui procedimenti giudiziari pubblici in materia di *corruzione attiva o passiva* intentati nei confronti dell'impresa e dei lavoratori propri durante il periodo di riferimento e sugli esiti di tali procedimenti. Sono compresi i procedimenti avviati negli anni precedenti, il cui esito è stato deciso solo nel periodo di riferimento attuale.

Le informative richieste includono i casi che coinvolgono uno o più membri della sua catena del valore qualora sia l'impresa che i dipendenti siano direttamente coinvolti.

Il secondo obbligo previsto ai fini della valutazione dell'impresa è l'*ESRS G1-5 “Influenza politica e attività di lobbying”*; ove si richiede all'impresa di fornire informazioni sulle attività e sugli impegni connessi alla propria influenza politica per

¹⁸¹Cit. Reg. (UE) 2023/2772, paragrafo 38 , *Obbligo di informativa S4-5 – Obiettivi legati alla gestione degli impatti rilevanti negativi, al potenziamento degli impatti positivi e alla gestione dei rischi e delle opportunità rilevanti.*

garantire trasparenza sulle attività e sugli impegni dell'impresa connessi all'esercizio della sua influenza politica mediante contributi politici, comprese la tipologia e le finalità delle attività di lobbying. L'informativa include se del caso, i rappresentanti in seno agli organi di amministrazione, direzione e controllo responsabili della sorveglianza di tali attività. In merito ai contributi politici, finanziari o in natura è richiesto il valore monetario totale dei contributi politici finanziari e in natura forniti direttamente e indirettamente dall'impresa, aggregati per paese o area geografica, se del caso, nonché il tipo di destinatario/beneficiario e ove opportuno, le modalità impiegate per stimare il valore monetario dei contributi in natura; una sintesi dei principali temi su cui vertono le attività di lobbying e delle principali posizioni dell'impresa al riguardo, incluse spiegazioni sul modo in cui ciò interagisce con i propri impatti, rischi e opportunità rilevanti individuati nella valutazione della rilevanza di cui all'ESRS 2; e se l'impresa è iscritta nel registro dell'UE per la trasparenza o in un registro per la trasparenza equivalente di uno Stato membro, il nome di tale registro e il proprio numero di identificazione all'interno del registro¹⁸². L'informativa include anche informazioni sulla nomina di eventuali membri degli *organi di amministrazione, direzione e controllo* che, nei due anni precedenti la nomina nel periodo di riferimento attuale, abbiano ricoperto una posizione comparabile nella pubblica amministrazione (comprese le autorità di regolamentazione).

L'ultimo obbligo di informativa previsto a carico dell'impresa è l'*ESRS G1-6 "Prassi di pagamento"*; l'impresa è tenuta a fornire informazioni sulle sue prassi di pagamento, in particolare per quanto riguarda i ritardi di pagamento alle piccole e medie imprese (PMI). L'informativa include il tempo medio impiegato dall'impresa per pagare una fattura dalla data in cui inizia a essere calcolato il termine di pagamento contrattuale o legale, espresso in numero di giorni, una descrizione dei termini *standard* di pagamento dell'impresa in numero di giorni per categoria principale di fornitori e la percentuale di pagamenti che rispetta tali termini *standard*,

¹⁸² Cit. Reg. (UE) 2023/2772, da paragrafo 27 a 30 *Obbligo di informativa G1-5 – Influenza politica e attività di lobbying*.

il numero di procedimenti giudiziari attualmente pendenti dovuti a ritardi di pagamento e le informazioni complementari necessarie per fornire un contesto sufficientemente chiaro¹⁸³.

¹⁸³Cit. Reg. (UE) 2023/2772, paragrafi da 31 a 33, *Obbligo di informativa G1-6 – Prassi di pagamento*.

CAPITOLO II – Il primo indice dedicato alle blue chip italiane: Il Mib ESG

1. “Borsa Italiana” – ieri

La nascita della Borsa di commercio di Milano è avvenuta con il decreto del 16 gennaio 1808 con cui il viceré Eugenio Napoleone ne ha ordinato l’apertura ed attraverso un secondo decreto, promulgato in data 6 febbraio 1808, ne è stato stabilito il funzionamento.

Sulla base di tale regolamento, la Borsa di commercio di Milano inizia le contrattazioni ufficiali, lunedì 15 febbraio nella sede provvisoria del Monte di pietà. Quel giorno la Camera di commercio ha nominato un sindaco e quattro aggiunti con il compito di presiedere le sedute e di rilevare quotidianamente i corsi: il primo sindaco di Borsa Italiana è stato Carlo Ciani. I locali del Monte di pietà, adibiti alle riunioni, si sono rilevati presto inadeguati così dal novembre 1809 la Borsa è stata trasferita nel Palazzo dei giureconsulti.

Tuttavia, è importante ricordare, la vera novità introdotta in Italia dalla normativa francese del 1808, che ha contraddistinto la Borsa di commercio fino al 1998, il cd. “*regime pubblicistico*”. Costituendo un *unicum* nell’allora panorama europeo, differenziandosi totalmente dal sistema anglosassone ove le borse erano costituite per libera associazione degli operatori¹⁸⁴.

Gli anni ‘30 dell’Ottocento rappresentano un *punto di svolta* determinato da un consolidamento significativo del mercato finanziario del *Lombardo-Veneto*, sospinto prima dallo sviluppo dell’*industria* e del *commercio* e, in seguito, dalla crescita di altri comparti manifatturieri e dalla nascita delle moderne reti di *trasporto* e di *comunicazione*¹⁸⁵. In questi anni, si registra però una forte presenza dello Stato sui listini borsistici dovuta principalmente all’unificazione politica della penisola, non

¹⁸⁴ BORSA ITALIANA, *La storia - Le tappe storiche dal 1808 al 1814*, borsaitaliana.it.

¹⁸⁵ BORSA ITALIANA, *La storia - Le tappe storiche dal 1815-1859*, borsaitaliana.it

appena realizzatasi, che ha comportato una forte emissione di titoli di debito pubblico per far fronte al progetto stesso.

Negli anni seguenti ('70) lo Stato continua ad essere centrale, sebbene accanto ai titoli anzidetti inizino a comparire quelli delle prime *compagnie ferroviarie* e di *numerosi istituti di credito* ma è sempre lo Stato a farvi da garante¹⁸⁶.

In quegli anni, si registra una notevole inadeguatezza del quadro normativo, fermo ancora al dettato dei decreti napoleonici; a porre rimedio a tale *vulnus* è in parte il nuovo Codice di commercio del 1865. Anche se lo stesso non offriva un reale rimedio al problema che maggiormente affliggeva le riunioni, ossia l'*intermediazione abusiva* da parte dei mediatori non autorizzati. Così, dopo la crisi internazionale del 1907, nel 1913 si ha una legislazione specifica sulle Borse¹⁸⁷ sfociata nella legge 30/3/1913 n. 272¹⁸⁸. La legge n.272/1913 ha dato alla Borsa le sembianze che oggi ancora conserva, costellata da poche modifiche, tra queste, la più importante, la *chiusura della borsa gridata*. Ha sancito con precisione le competenze di *vigilanza*, di *controllo* e di *gestione*, suddividendole tra Ministero, Camere di commercio, Sindacati dei mediatori e Deputazioni di borsa ma soprattutto, che per la figura degli agenti di cambio, questi potessero agire solo per conto della clientela e non in proprio; ricevendo più tardi, nel 1925, la qualifica di *pubblici ufficiali* successivamente riuniti nel nuovo sindacato denominato Comitato direttivo degli agenti di cambio della Borsa valori.

Gli anni '20 sono stati particolarmente dinamici tanto da richiedere un ripensamento della sede amministrativa ed operativa della Borsa valori. Nel 1932, infatti, si assiste alla realizzazione di *Palazzo Mezzanotte*, progettato dall'omonimo architetto, ubicato in Piazza Affari a Milano ancora oggi sede amministrativa e legale di Borsa italiana.

L'incombere dei conflitti bellici su scala mondiale e la crisi finanziaria degli anni '30, che ha colpito *Wall Street* protrattasi poi in tutta l'Europa, hanno causato forti

¹⁸⁶ G. SICILIANO, *150 anni di borsa in Italia: uno sguardo d'insieme* in CONSOB *Dall'Unità ai giorni nostri: 150 anni di borsa in Italia*, 2011,13.

¹⁸⁷Le "Borse" perché in Italia allora erano presenti dieci Borse: Milano, Roma, Trieste, Venezia, Napoli, Torino, Genova, Firenze, Bologna e Palermo. Infatti, Borsa Italiana, così per come la si conosce oggi, nasce dall'accorpamento delle dieci Borse.

¹⁸⁸ BORSA ITALIANA, *La storia – Le tappe storiche dal 1860 -1913*, borsaitaliana.it.

oscillazioni con fasi di euforia rialzista e drammatici ribassi. Ciò ha comportato la cancellazione dei *titoli bancari* dal listino destinati a ricomparire solo nel 1956 con la quotazione di Mediobanca. Dal 1942 in poi fino al 1945 si registra una drastica riduzione del funzionamento della Borsa causato anche dai bombardamenti della Seconda Guerra Mondiale¹⁸⁹.

Gli anni immediatamente successivi alle Guerre ('50) sono stati caratterizzati dal *boom economico* che ha condotto ad una ripresa a pieno ritmo dell'attività e ad una forte crescita dei corsi azionari.

In questa fase iniziano a crescere il settore *assicurativo*, *finanziario* ed *elettrico* e sui listini iniziano a quotarsi anche le holding.

La crescita frenetica post-bellica ha smascherato l'ormai obsoleto ed artigianale modo di lavorare, non più al passo con le nuove esigenze, dettate da una forte espansione dei titoli azionari quotati. Così nei primi anni '60 un consorzio di alcuni agenti di cambio milanesi ha istituito il Centro meccanografico, dotato di strutture informatiche avanzate, denominato in seguito "*Ceb*", Centro elettronico Borsa. Questi anni hanno posto le basi per la trasformazione tecnologica del mercato che dopo tre decenni ha portato alla telematizzazione degli scambi e alla dematerializzazione delle transazioni finanziarie¹⁹⁰.

Negli anni '70, data la crisi della trasparenza del mercato sono stati posti i primi obblighi per le società quotate quali la pubblicità dei bilanci e di informazione societaria e l'istituzione della *Commissione nazionale per le società quotate e la borsa* (Consob)¹⁹¹.

Negli stessi anni, Milano è stata battezzata *capitale finanziaria* dal momento che le principali banche, promotrici dell'attività delle Borse italiane, cominciano ad utilizzare strumenti per centralizzare la gestione degli ordini con l'effetto di indirizzare tutte le operazioni verso un'unica sede¹⁹².

¹⁸⁹ BORSA ITALIANA, *La storia – Le tappe storiche dal 1914-1945*, borsaitaliana.it

¹⁹⁰ BORSA ITALIANA, *La storia – Le tappe storiche dal 1945 al 1962*, borsaitaliana.it

¹⁹¹ Mediante la legge n. 216/1974.

¹⁹² BORSA ITALIANA, *La storia – Le tappe storiche dal 1963 al 1974*, borsaitaliana.it

La fine degli anni '70 rappresenta un momento tragico per il mercato dal momento che l'indice raggiunge i minimi storici dal dopoguerra in poi; per una totale ripresa bisogna attendere al 1983 quando vengono in auge i primi *fondi comuni di investimento* di diritto italiano. Questi hanno avuto un duplice effetto positivo sulla borsa, rappresentato prima dall'*acquisto* di titoli per costituire i propri portafogli poi dall'*offerta* di questi nuovi strumenti di investimento, attraendo così un bacino di risparmiatori molto *più ampio* rispetto a quello solito che operava sul mercato azionario¹⁹³.

Trasformazioni sostanziali sono state apportate dalla l. 2/1/1991 entrata in vigore nel gennaio del '92 con cui si è giunti all'istituzione del Consiglio di borsa a Milano¹⁹⁴, al quale è stata data la missione di completare il processo di riforma del mercato sia punto di vista sia istituzionale che operativo.

Così tra il 1992 e il 1994 è giunti al termine del processo che vede al centro il passaggio dalla contrattazione gridata alla piattaforma telematica. Annesso ad esso è stato anche il procedimento della dematerializzazione, al termine del quale le transazioni dei titoli si sono trasformate in semplici operazioni contabili tra le posizioni dei contraenti presso la società depositaria. Consentendo, inoltre, una più semplice ed efficace possibilità di integrazione tra i mercati mobiliari internazionali e di circolazione di nuovi prodotti finanziari.

Il '92 è ricordato soprattutto come l'anno della "*privatizzazione*" che ha portato da una parte alla collocazione in borsa di alcuni colossi pubblici non quotati, come Ina ed Eni¹⁹⁵; dall'altra alla *privatizzazione del mercato* con il trasferimento della gestione da un ente pubblico, il *Consiglio di Borsa*, ad una società privata, *Borsa Italiana*, partecipata dai principali istituti di credito italiano.

Nei suoi primi dieci anni di vita¹⁹⁶, Borsa Italiana è stata al centro di un'evoluzione che l'ha vista trasformarsi da semplice società di gestione del mercato a gruppo

¹⁹³ BORSA ITALIANA, *La storia – Le tappe storiche dal 1975 al 1991*, borsaitaliana.it

¹⁹⁴ Dissolvendo i Comitati direttivi delle sedi di Borsa, il Consiglio di Borsa ha avuto il compito di rappresentare tutte le componenti del mercato (Banca d'Italia, Agenti di cambio, Sim, istituti di credito, Camere di commercio) e di centralizzare le negoziazioni sul piano nazionale.

¹⁹⁵ BORSA ITALIANA, *La storia – Le tappe storiche dal 1992 al 1997*, borsaitaliana.it

¹⁹⁶ Che vanno dal 1998 al 2008.

diversificato nel campo dei servizi finanziari, composto da Cassa di Compensazione & Garanzia (2000), Monte Titoli (2002), Servizio Titoli (2007) ed MTS. Grazie a questa nuova *struttura diversificata* il Gruppo Borsa Italiana è stato in grado di far crescere l'*Exchange Industry* nazionale a livelli mai visti prima¹⁹⁷.

1.2 Una tappa storica importante: l'acquisizione da parte del London Stock Exchange nel 2007

Una tappa storica significativa per Borsa Italiana è rappresentata dall'acquisizione da parte del *London Stock Exchange*, avvenuta il 23 giugno 2007, con un'offerta pari a 1,6 miliardi di euro, valore corrispondente a 100,7 euro per ogni singola azione, con una valorizzazione del nuovo gruppo di 5,8 miliardi di euro¹⁹⁸. Dalla fusione prende vita il *London Stock Exchange Group*, una *holding* che detiene quasi la totalità delle azioni sia di Borsa Italiana S.p.A. che del *London Stock Exchange*.

L'accordo tra le parti è stato siglato il 23 giugno 2007 ma la fusione è stata ufficializzata il 1° ottobre 2007, così dall'integrazione tra Borsa Italiana e *London Stock Exchange* nasce il principale gruppo borsistico europeo ponendo le basi per una crescita significativa sia su scala europea e internazionale.

La proposta vede al centro un mercato azionario *leader* in Europa, che vada a coprire il 48% della capitalizzazione delle società FTSEurofirst 100¹⁹⁹ e dotato del mercato telematico più liquido per contro valore e numero di contratti scambiati, *leader* anche in Europa per gli scambi elettronici di ETF e *securitised derivatives* ed in ultimo negli scambi elettronici di strumenti a reddito fisso, attraverso la propria partecipazione in MTS²⁰⁰.

¹⁹⁷ BORSA ITALIANA, *La storia – Le tappe storiche dal 1998 al 2008*, borsaitaliana.it

¹⁹⁸ BORSA ITALIANA, LONDON STOCK EXCHANGE, *Borsa Italiana and London Stock Exchange Group to merge - Creates Europe's leading diversified exchange group*, comunicato stampa congiunto, 23 giugno 2007, consultabile in borsaitaliana.it.

¹⁹⁹ L'indice FTSEurofirst 100 riunisce le 60 maggiori società dei paesi dell'Unione monetaria europea più il Regno Unito classificate per capitalizzazione di mercato FTSE Developed Europe e altre 40 società selezionate per le loro dimensioni e dalle industrie più sottopesate rispetto all'indice *FTSE Developed Europe* consultabile; cfr. LSEG, *FTSEurofirst Index Series* in lseg.com.

²⁰⁰ BORSA ITALIANA, LONDON STOCK EXCHANGE, *Borsa Italiana and London Stock Exchange Combine - Shares in enlarged group begin in trading*, comunicato stampa congiunto del 1° ottobre 2007, consultabile in borsaitaliana.it.

La società *London Stock Exchange Group plc* si presenta come *holding* di controllo del nuovo gruppo, organizzata secondo il codice di *corporate governance* britannico. La cui composizione del CDA vede al centro 12 consiglieri, 7 nominati dal *board* di *London Stock Exchange Group plc* inclusi il suo Presidente e due dei *executive directors*. Del *Board* sono parte anche il presidente e l'amministratore Delegato di Borsa Italiana e tre autorevoli esponenti della comunità finanziaria italiana, proposti dal Consiglio di Amministrazione di Borsa Italiana. Il Consiglio di Amministrazione di Borsa Italiana S.p.A. è composto, a sua volta, prevedibilmente da 12 amministratori, due dei cinque amministratori esecutivi e uno dei sette amministratori non esecutivi designati dal London Stock Exchange. La nomina di Vice Presidente del nuovo gruppo è spettata ad Angelo Tantazzi allora Presidente di Borsa Italiana S.p.A.²⁰¹.

Nonostante le nobili intenzioni, la fusione però non ha avuto i risultati attesi poiché immediatamente seguita dalla crisi americana dei mutui c.d. *subprime*, avvenuta nel 2008, protrattasi sul debito sovrano europeo, che ha portato Borsa Italiana a valere la metà rispetto all'anno di acquisizione (2007)²⁰².

Ciononostante, nel 2010, si assiste ad una ripresa del *London Stock Exchange Group* grazie all'acquisizione di *Turquoise Trading Limited* (*Turquoise*) con l'idea di aprire la strada alla creazione di una nuova impresa commerciale paneuropea attraverso la fusione delle attività di *Turquoise* e *Baikal Global Limited* (*Baikal*), "*dark pool*" della Borsa di Londra²⁰³.

La lente ripresa inizia nel 2009 quando *London Stock Exchange Group* salva alcuni dei suoi maggiori clienti prendendo una partecipazione della piattaforma di trading istituita inizialmente come sua rivale "*Turquoise*". Dopo l'acquisizione la stessa è posseduta per il 60% dalla Borsa di Londra ed il 40% rimane nelle mani dei suoi

²⁰¹Cit., BORSA ITALIANA, LONDON STOCK EXCHANGE, *Borsa Italiana and London Stock Exchange Group to merge*.

²⁰²LA REPUBBLICA, *Borse, i numeri dell'orribile 2008. In Europa persi 4.000 miliardi* in Affari&Finanza, 30 dicembre 2008; consultabile presso l'archivio digitale in repubblica.it.

²⁰³BORSA ITALIANA, *LSEG completes Turquoise transaction to create a new pan-European venture*, comunicato stampa, 18 febbraio 2010; consultabile in borsaitaliana.it

precedenti proprietari, tra cui *UBSM*, *Goldman Sachs*, *Merrill Lynch*, *Morgan Stanley*, *Citigroup* e *Credit Suisse*, in perdita a causa del fallimento di *Bear Stearns* e *Lehman Brothers* che ha condotto alla crisi dei cd. mutui “*subprime*” e dal 2008 ha avuto un effetto domino sull’economia globale.

I banchieri desiderosi di raggiungere l’obiettivo prefissato, acquisire almeno il 5% del *trading* di Londra, si son trovati subito dopo davanti ad una situazione poco remissiva che, come unica soluzione, vede l’acquisizione da parte del *LSE Group* di *Turquoise* per molteplici ragioni; tra cui le difficoltà da parte dei banchieri di mantenere i loro investimenti in *Turquoise* per garantire lo sviluppo della piattaforma di *trading* affinché tutti gli sforzi non fossero vani, l’ampliamento e l’estensione della base di prodotti della piattaforma grazie all’integrazione con *LSEG Group* ed infine per la salvaguardia della concorrenza nel mercato europeo.

L’acquisizione della società “*Turquoise*” consente al *LSE Group* di espandere il *trading* del cd. commercio *dark pool* in tutta l’Europa, che fino ad allora aveva come protagonista la sola attività di “*Baikal*”, anch’essa di proprietà londinese, che deve il suo nome al lago più profondo della Siberia²⁰⁴.

2. Borsa Italiana oggi: dal London Stock Exchange all’ Euronext Group

L’acquisizione di Borsa Italiana da parte del *competitor* olandese *Euronext Group* è il frutto di una politica strategica che vede *LSEG*, negli anni immediatamente antecedenti alla *Brexit*, concentrarsi maggiormente sul segmento dei dati e sul mercato statunitense, piuttosto che sul finanziamento all’economia reale delle PMI e alle *Large Cap* italiane come avviene, invece, per Borsa Italiana²⁰⁵. Coerentemente a quanto detto poc’anzi, nell’agosto 2019, il *London Stock Exchange Group* ha annunciato di aver concluso un accordo di fusione con *Refinitiv*, società del fondo di *private equity* americano *Blackstone* e del gruppo canadese *Thomson Reuters*, fondata nel 2018 e avente sede a *New York City* (U.S.A.), fornitrice di dati e infrastrutture per i mercati finanziari e controllante, a sua volta, della società di prodotti di dati finanziari “*Tradeweb*”.

²⁰⁴J. TREANOR, *London Stock Exchange takes rival Turquoise off bankers’ hands* in *The Guardian*, 21 dismber 2009, consultabile in theguardian.com.

²⁰⁵S. BOUJNAH, *Osservazioni introduttive di S. Boujnah, Chief Executive Officer and Chairman of the Mananig Board di Euronext, alla Commissione Finanze della Camera dei deputati*, in *Camera dei deputati Memoria Euronext S.p.a.*, Roma, 17 novembre 2021, consultabile in camera.it.

L'operazione è stata notificata il 13 maggio 2020 e nel giugno 2020 la Commissione Europea ha avviato un'indagine approfondita, sospendendone l'approvazione, a fronte di problematiche *antitrust*²⁰⁶.

La combinazione di LSEG, uno dei maggiori fornitori globali di infrastrutture per i mercati finanziari, e di *Refinitiv*, leader nel settore dei dati finanziari, ha sollevato preoccupazioni per quanto concerne le restrizioni della concorrenza sia orizzontale che verticale a causa delle attività delle parti nel *trading* e *clearing* di strumenti finanziari e nella fornitura di prodotti di dati finanziari.

In assenza di misure correttive, volte a mitigare gli effetti della fusione, l'operazione avrebbe dato vita a un gigante dei dati finanziari e delle infrastrutture, con il potenziale di aumentare i prezzi e di ridurre la scelta per le imprese e gli utenti finali; riducendo l'innovazione per i prodotti e servizi basati sui dati finanziari²⁰⁷.

Dati i rischi incorsi, la Commissione si è avvalsa del proprio potere d'ispezione. In primo luogo, per capire che impatto avrebbe avuto l'acquisizione sulla concorrenza ed *in secundis* per la condotta di *LSEG* dato il rifiuto di offrire concessioni che avrebbero reso la fusione possibile ed equa stando al diritto EU.

La Commissione consapevole dei rischi di restrizione, sia verticale che orizzontale, della concorrenza ha valutato quali potessero essere le soluzioni al fine di approvare la tanto bramata acquisizione.

Una delle preoccupazioni maggiori che si evince dalla relazione sulla decisione delle Commissione²⁰⁸ è la sovrapposizione orizzontale nel trading di Titoli di Stato europei. Secondo la Commissione, in assenza delle misure correttive, questa concentrazione

²⁰⁶In base al diritto europeo la Commissione ha il compito di valutare le fusioni e le acquisizioni che coinvolgono società il cui fatturato supera determinate soglie, per le soglie bisogna fare riferimento all'art. 1 del Regolamento (CE) n.139/2004, e di impedire le concentrazioni che potrebbero ostacolare in modo significativo la concorrenza effettiva nello Spazio economico europeo o in una sua parte sostanziale v. EU COMMISSION, *Mergers: Commission clears acquisition of Refinitiv by London Stock Exchange Group, subject to conditions*, Brussels, Jan 13, 2021, consultabile in ec.europa.eu.

²⁰⁷ Inoltre, l'operazione avrebbe comportato una perdita di concorrenza nei servizi di *trading* di *asset* finanziari chiave per la liquidità degli Stati e delle imprese europee (come i titoli di stato europei e i derivati su tassi di interesse *over-the-counter*).

²⁰⁸S. AHLSTEDT, C. CLERET DE LANGAVAT, A.L. DELBAC, C. MALAMATARIS, I. UZUMCU, *LSEG/Refinitiv – Safeguarding Access to Financial Data and Infrastructure*” in Competition Marger Brief, 2022, 2,1, consultabile in competition-policy.ec.europa.eu/mergers_en.

avrebbe combinato due importanti piattaforme di trading elettronico di *EGB*, ossia MTS di LSEG e *Tradeweb* di *Refinitiv*, che avrebbero portato a quote di mercato elevate fino al 70-80% nella fornitura di servizi di trading elettronico per gli *EGB*. L'indagine ha anche evidenziato come le piattaforme di *trading* delle rispettive parti fossero in una posizione di *leadership* sul mercato e si configurassero come concorrenti diretti; in un mercato caratterizzato da elevate barriere all'ingresso, il risultato sarebbe stato un consolidamento delle rispettive posizioni delle parti, potendo così dar vita ad un abuso di tale posizione di dominanza.

La Commissione ha ritenuto che la concentrazione avrebbe significativamente ostacolato la concorrenza effettiva in questo determinato settore di mercato.

Così, LSEG pur di concludere l'accordo con *Refinitiv*, ha proposto di cedere la sua partecipazione del 99,9% di Borsa Italiana, società madre di MTS, a *Euronext*, ultimando l'accordo il 9 ottobre 2020. Questa operazione è stata definita come "*Brexit finanziaria*" della Borsa di Londra²⁰⁹.

Il prezzo di acquisto concordato tra *Euronext* e LSEG per la vendita di Borsa Italiana ha superato 4,3 miliardi di euro rendendo tale cessione una delle più grandi dismissioni richieste per risolvere le preoccupazioni della Commissione. Il 13 gennaio 2021, in seguito all'acquisizione di Borsa Italiana e ad un cambiamento radicale nelle *governance*, la Commissione ha approvato l'acquisizione di *Refinitiv* da parte di LSEG. Imprescindibili per la finalizzazione dell'accordo tra *Euronext* e Borsa Italiana, avvenuta il 29 aprile 2021, sono state CDP *Equity* e il gruppo Intesa Sanpaolo con la sottoscrizione di un *private placement* di 579 milioni, diventando così azionisti di riferimento della compagine societaria del neo-gruppo. CDP *Equity* (CDPE) ha acquisito il 7,3% di *Euronext*, tramite la sottoscrizione di un aumento di capitale riservato da 491 milioni di euro, diventando così il primo azionista con la stessa quota della omologa francese *Caisse des Depots et Consignations* (CDC). Mentre Intesa Sanpaolo acquista l'1,2% attraverso un aumento di capitale di 87

²⁰⁹ S. FILIPPETTI, *La Brexit finanziaria della Borsa di Londra: LSE cambia pelle e ora sceglie gli Usa* nel Sole 24 Ore, 3 agosto 2020, consultabile in ilsole24ore.com.

milioni²¹⁰. Le ragioni di un così ingente investimento da parte dei due soci italiani sono dovute all’impegno a lungo termine volto a supportare la crescita del polo borsistico paneuropeo che, a sua volta già riunisce, le borse di Parigi, Amsterdam, Bruxelles, Oslo, Bruxelles, Lisbona, Dublino e, in seguito all’acquisizione, anche Milano.

3. Il futuro di Borsa Italiana e la promozione della finanza sostenibile attraverso il progetto “Fit for 1.5°”

Il futuro di Borsa Italiana, in senso figurato, è determinato dalle scelte fatte da Euronext, *in toto*, come gruppo e controllante della stessa. Pertanto, per tracciare le linee del futuro, risulta emblematica la decisione circa il trasferimento del principale *data center* del gruppo ed i suoi servizi da *Basildon*, situata in Gran Bretagna, a Bergamo. Ciò sta a sottolineare maggiormente quanto la cd. “*Brexit* finanziaria” non sia solo una *questione metaforica* ma reale frutto anche dalla presenza determinante di Borsa Italiana nel gruppo di nuova composizione²¹¹.

D’altro lato, non bisogna tralasciare che l’azione di trasferimento fa parte di un quadro più ampio di Euronext, nell’ambito del progetto “*Growth for impact 2024*”, che apre la strada alla migrazione dei mercati azionari e dei derivati *cash* italiani alla tecnologia di *trading* Euronext Optiq già nel 2023, come afferma *Stephane Boujnah* amministratore delegato di Euronext.

La collocazione del *Data Center* presso il campus di *Aruba* a Ponte San Pietro, ultimata il 15 giugno 2022, consente alla società di controllare e gestire direttamente la propria infrastruttura IT di base e di generare ricavi tramite la collocazione nell’ambito di maggiori sinergie. Ma non solo, la migrazione del *Data Center* ha un impatto significativo anche sulle scelte ESG intraprese da *Euronext Group*, in quanto alimentato al 100% da fonti energetiche rinnovabili per minimizzare l’impatto

²¹⁰ IL FATTO QUOTIDIANO. *Piazza Affari venduta ad Euronext che sposta il centro dati a Bergamo. Nell’operazione anche Cdp e Intesa Sanpaolo*, 29 aprile 2021, consultabile in ilfattoquotidiano.it.

²¹¹ BORSA ITALIANA, *Euronext announces its new strategic plan, Growth for Impact 2024*, consultabile in borsaitaliana.it.

ambientale²¹², allineandosi in particolare modo alla riduzione delle emissioni di Scope 2.

Non a caso, uno dei maggiori pilastri strategici di *Euronext Group*, è dato da un maggiore rafforzamento della *finanza sostenibile* attraverso ambiziose iniziative a favore dell'ambiente e della comunità, volte a sensibilizzare partner e clienti del gruppo. L'impegno del polo borsistico, in tal senso, si concretizza essenzialmente nel progetto "*Fit for 1.5°*". Gli obiettivi climatici, basati sulla scienza per ridurre le emissioni di gas serra, in linea con l'accordo di Parigi sulla base dell'iniziativa *Science Based Target (SBTi)*²¹³, delineati nell'ambito del progetto "*Fit for 1,5°*", vedono al centro innanzitutto la contrazione delle emissioni operative.

Entro il 2030, *Euronext* si pone l'obiettivo di ridurre le sue emissioni di gas serra di mercato di *Scope 1* e *Scope 2* del 70% rispetto al 2020; entro il 2030, provvede alla riduzione delle emissioni derivanti dai viaggi di *Scope 3* di almeno il 46,2% rispetto al 2019. Obiettivo non di poco conto risulta essere, inoltre, il coinvolgimento dei fornitori; infatti, nel progetto del *Fit for 1,5°* è previsto che entro il 2027 i fornitori di *Euronext*, che rappresentano il 67% delle emissioni di gas serra di *Euronext* derivanti da beni e servizi acquistati, debbano stabilire obiettivi basati sulla scienza per le loro emissioni di *Scope 1* e *Scope 2*²¹⁴.

Punto cardine per il futuro prossimo di *Euronext*, di converso anche di Borsa Italiana, è dato dal programma "*Innovate for Growth 2027*", promulgato nel novembre 2024, attraverso cui *Euronext Group* si pone gli obiettivi da perseguire nei prossimi tre anni. Innanzitutto, sempre dal punto di vista ESG, per il prossimo ciclo strategico, *Euronext* si pone lo scopo di andare oltre l'impegno "*Fit for 1,5°*" fissandosi il traguardo di raggiungere la neutralità di carbonio entro il 2050 al più tardi. A tal fine, *Euronext* si unisce alla "*Net Zero Financial Service Providers Alliance*" come parte

²¹²F. ME, *Euronext migra il data center dal regno Unito all'Italia*, 5 giugno 2022 in NetworkDigital360, consultabile in [corrierecomunicazioni.it](https://www.corrierecomunicazioni.it).

²¹³ Un organismo globale che consente alle aziende di stabilire obiettivi di riduzione delle emissioni in linea con la scienza del clima. Fornisce alle aziende un percorso chiaramente definito per ridurre le emissioni in linea con gli obiettivi dell'Accordo di Parigi.

²¹⁴ BORSA ITALIANA, *Euronext announces its science-based climate targets supporting its "Fit for 1.5°"*, consultabile in [borsaitaliana.it](https://www.borsaitaliana.it).

della coalizione globale “*Race to Zero*”, un'iniziativa sostenuta dalle Nazioni Unite che coinvolge oltre 10.000 aziende in tutto il mondo. Euronext ribadisce il suo impegno a raggiungere la neutralità del carbonio e mira a fissare obiettivi *zero net* basati sulla scienza entro il 2027.

La diversità del gruppo risulta essere un elemento distintivo per il prossimo ciclo strategico, infatti, si propone una presenza delle donne nel *board* del 40%, maggiore rispetto all'odierna del 30%.

Un altro obiettivo è quello di migliorare l'eccellenza operativa attraverso l'intelligenza artificiale. Euronext, infatti, mira a sfruttare nel futuro anche l'intelligenza artificiale per essere più efficiente, veloce e più precisa nello sviluppo dei prodotti. Ma non solo perché l'IA sarà a disposizione di tutti i dipendenti Euronext per supportarli nelle loro attività quotidiane in modo che possano concentrarsi su compiti a valore aggiunto. In ultimo, un progetto ambizioso è quello di perseguire in modo proattivo la sua strategia di crescita attraverso acquisizioni ad alto valore aggiunto al fine di rafforzare il profilo aziendale del Gruppo *Euronext*²¹⁵.

4. Sul funzionamento di Borsa Italiana - Gli Indici Azionari

Con il termine “Borsa”, secondo le direttive n. 79/279/CEE e 80/390/CEE, si indica una *borsa valori* in cui ha luogo la quotazione ufficiale di strumenti finanziari²¹⁶ o, nel caso di Paesi non appartenenti all'UE, un mercato regolamentato e sorvegliato da autorità riconosciute, che funzioni regolarmente, a prescindere dal fatto che sia direttamente o indirettamente accessibile al pubblico, definito con un termine equivalente a “borsa” dalla legislazione di competenza. Tramite i mezzi designati, ad

²¹⁵ EURONEXT, “*Euronext announces its new strategic plan “Innovate for Growth 2027”*”, 2024, consultabile in euronext.com.

²¹⁶ Gli strumenti finanziari sono elencati all'articolo 1 comma 2 del T.U.F., e sono: le azioni e altri titoli rappresentativi di capitale di rischio negoziabili sul mercato di capitali; le obbligazioni, i titoli di Stato e gli altri titoli di debito negoziabili sul mercato dei capitali; le quote di fondi comuni di investimento; i titoli normalmente negoziati sul mercato monetario; qualsiasi altro titolo normalmente negoziato che permetta di acquisire gli strumenti precedentemente indicati; i contratti futures su strumenti finanziari, su tassi di interesse, su valute, su merci e ai relativi indici; i contratti di opzione per acquistare o vendere gli strumenti indicati nelle precedenti lettere e i relativi indici, nonché i contratti di opzione su valute, su tassi d'interesse, su merci e sui relativi indici; le combinazioni di contratti o di titoli indicati precedentemente.

oggi, la Borsa è un mercato telematico caratterizzato da un circuito che trasmette tutte le informazioni necessarie per lo scambio di strumenti finanziari, consentendo di eseguire e concludere transazioni in tempo reale²¹⁷. La borsa valori è un'istituzione nella quale si scambiano valori mobiliari, valute estere ed altri prodotti finanziari con l'ausilio di intermediari specializzati, con la finalità di favorire l'incontro tra domanda e offerta di capitali. Ma la sola osservazione dei prezzi dei titoli quotati non assicura agli investitori un quadro esaustivo sull'andamento medio dei mercati. Per questo c'è la necessità di indicatori in grado di riassumere le *variazioni* dei titoli quotati in una Borsa Valori che fungano da “*termometri*” del mercato (o dei mercati) finanziari di riferimento, cioè riflettono la performance delle principali aziende quotate e forniscono una valutazione immediata dell'andamento del mercato e dell'intensità con cui si sta muovendo. Tale funzione è assolta dagli Indici Azionari che da un punto di vista puramente matematico sono dei “*semplici*” numeri di indice²¹⁸, utilizzati come indicatori tecnici. Gli stessi toccano sempre più gli interessi di tutti perché i portafogli dei risparmiatori sono spesso gestiti prendendo come riferimento la composizione degli indici.

Per le società quotate in borsa l'ingresso in un indice infatti rappresenta un importante punto d'arrivo principalmente per due motivi, da un lato, perché questo provoca un rialzo del titolo e un aumento degli scambi, dall'altro perché è un modo per attirare l'attenzione degli investitori. L'appartenenza o meno di un titolo all'indice, e l'eventuale peso al suo interno, dipendono principalmente dalla *capitalizzazione* del titolo. Tale sistema, tuttavia, non è stato esente da critiche dati i limiti intrinseci che dello stesso si registrano. Infatti, prendendo in considerazione un Indice X, basato sulla *capitalizzazione dei titoli* al suo interno, si può notare che se a rappresentarlo siano i titoli maggiormente capitalizzati, facendo riferimento in questo caso alla totalità delle azioni ordinarie quotate, il rischio è che si venga a creare un indice troppo concentrato e non efficiente dal punto di vista finanziario. Pertanto, dapprima a livello internazionale poi a livello nazionale, un'alternativa valida è stata quella di

²¹⁷ B. RAGANELLI, “*I mercati regolamentati italiani: la Borsa*” in CERADI, 2002.

²¹⁸ Cfr. F. LISI, F. MORTANDELLO, *Numeri indici di borsa: flottante e volatilità*, Padova, 2003.

rivedere il sistema dell' "appartenenza" al titolo scegliendo di costruire indici basati sulle quote azionarie *effettivamente* in circolazione e negoziabili liberamente sul mercato, basate sul *flottante*²¹⁹.

4.1 Gli Indici Azionari generali

Gli indici azionari possono essere distinti in indici azionari *generali* e indici azionari *settoriali*, ognuno di essi ha delle peculiarità strutturali che sono necessarie per far sì che assolvano la funzione per cui sono preposti. In particolare, gli indici *generali* hanno la funzione di rappresentare in maniera *sintetica* l'andamento di un *intero mercato* di riferimento. Non si concentrano su un particolare settore, ad esempio energia, telecomunicazioni o tecnologia, ma al contrario rappresentano l'andamento generale delle azioni, includendo la totalità dei titoli quotati su un determinato mercato²²⁰.

L'importanza degli indici azionari generali, dal punto di vista finanziario, la si può notare dal ruolo cardine che rivestono per molti fondi comuni di investimento e strumenti finanziari come gli ETF (*Exchange-Traded Funds*)²²¹ caratterizzati da uno stile di gestione passiva, i quali mirano a replicare la *performance* dell'indice generale associato, il cui vantaggio sta nell'offrire agli investitori una strategia differenziata a basso costo. In questo contesto, gli indici azionari generali non sono solo indicatori economici, ma anche strumenti operativi che influenzano la gestione del portafoglio e le strategie di investimento.

Tra gli esempi di indici azionari generali presenti all'interno di Borsa Italiana possono annoverarsi l'FTSE ALL SHARE, il FTSE MIB, l'FTSE ITALIA MID CAP e in ultimo l'FTSE ITALIA SMALL CAP.

4.1.1 Esempi di indici generali

Tra gli indici azionari generali appartenenti a Borsa Italiana, il primo in auge per antonomasia, è l'FTSE Italia ALL SHARE. L'indice riassume il FTSE MIB, FTSE

²¹⁹ *Ibidem*.

²²⁰ BORSA ITALIANA, *Glossario finanziario – indice generale*, consultabile in borsaitaliana.it.

²²¹ BORSA ITALIANA, *Che cos'è un ETF: caratteristiche e vantaggi*, consultabile in borsaitaliana.it.

Italia Mid Cap e il FTSE Italia Small Cap e rappresenta il 95% della capitalizzazione di mercato interna in quanto accoglie 194 società quotate²²².

L'FTSE MIB, invece, è l'indice principale appartenente a Borsa Italiana; misura le *performance* dei 40 titoli italiani delle società maggiormente capitalizzate e liquide. Appartiene alla categoria degli indici azionari *generali* dal momento che include titoli di vari settori, tra cui energia, finanza, telecomunicazioni. La composizione dell'FTSE MIB è determinata da un processo selettivo che vede al centro una valutazione basata sul rapporto tra capitalizzazione di mercato ponderata sul flottante, escludendo azioni con un flottante pari o inferiore al 5%. Al filtro del flottante si aggiunge il filtro dimensionale, il quale prevede che vengano escluse le azioni classificate dopo la centesima posizione per capitalizzazione di mercato piena. Il fattore di *capping* per l'indice FTSE MIB è pari al 15% per ogni azione dell'indice; pertanto, ogni azione non può avere un peso maggiore in tal caso è prevista la rimozione delle azioni sovrappesate.

L'indice è sottoposto a delle revisioni, perlopiù trimestrali, eccetto casi eccezionali, che si svolgono durante i mesi di marzo, settembre e dicembre. Gli aggiornamenti trimestrali del flottante sono applicati dopo la chiusura delle negoziazioni del terzo venerdì dei mesi di marzo, giugno, settembre e dicembre. Gli aggiornamenti sono basati sulle informazioni disponibili dopo la chiusura delle negoziazioni del venerdì cinque settimane prima della data di efficacia della revisione. L'indice FTSE MIB non tiene conto dei fattori ESG nella costruzione dell'indice²²³.

Nell'ultimo rapporto di *FTSE Publications*, risalente ad aprile 2024, le principali componenti dei vari settori dell'indice FTSE MIB, risultano essere: Unicredit nel settore bancario, Enel nel settore elettrico, Ferrari e Stellantis nel settore delle automobili e dei ricambi, Eni nel settore di petrolio, gas e carbone, Generali nel settore assicurativo, STMicroelectronics nell'*hardware* e nelle apparecchiature tecnologiche, Prysmian nelle apparecchiature elettroniche ed elettriche e Moncler nei beni personali.

²²² FTSE RUSSELL, *FTSE Italia All-Share*, 31 January 2025, consultabile in research.ftserussell.com.

²²³ Cfr. LSEG, *Per la gestione dell'indice FTSE MIB*, agosto 2024, consultabile in lseg.com.

L'FTSE Italia Mid Cap è composto, a sua volta, dalle prime 60 azioni ordinarie successive per capitalizzazione e dimensione alle 40 che compongono l'FTSE MIB. L'indice rappresenta circa il 12% della capitalizzazione interna del mercato. Anche in questo caso ci si trova di fronte ad un indice generale dal momento che mira ad offrire agli investitori una serie completa e complementare di indici con cui misurare la performance dei principali segmenti di capitali e di settore del mercato italiano²²⁴. In ultimo all'interno di tale categoria si può enucleare l'FTSE Italia *Small Cap* che cattura le prestazioni dei titoli di società a bassa capitalizzazione al di fuori dell'indice FTSE MIB e dell'FTSE Mid Cap. L'indice accoglie all'incirca 130 società quotate con una capitalizzazione complessiva pari a circa il 4% del valore del mercato.

4.2 Gli Indici Azionari settoriali

Per rappresentare l'andamento del mercato azionario italiano sono stati creati diversi indici di borsa, tra questi rientra la categoria degli indici azionari settoriali. Gli indici di borsa settoriali, a differenza degli indici di borsa generali che sono stati creati con l'intento di offrire una visione d'insieme circa il mercato azionario, svolgono la funzione di rappresentare in maniera *sintetica* l'andamento di un *determinato settore* selezionato secondo specifici criteri²²⁵.

I settori rappresentati sono molteplici, si tratta specificatamente di settori industriali come tecnologia, sanità, banche. Gli indici settoriali tracciano la *performance* dei titoli azionari selezionati per comporre il paniere, offrendone una visione approfondita sulle tendenze di mercato specifiche di un determinato settore.

Gli indici di settore raggruppano le aziende in base al loro settore di appartenenza, creando così un *benchmark* di riferimento per la *performance* di quel settore. Se si considera, ad esempio, un indice del settore tecnologico, questo include le principali aziende tecnologiche, riflettendo così quanto bene o male quel particolare settore si sta comportando sul mercato. Da ciò si può dedurre quanto gli indici settoriali, in

²²⁴FTSE RUSSELL, *FTSE Italia Mid Cap Index*, 31 January 2025, consultabile in research.ftserussell.com.

²²⁵BORSA ITALIANA, *Glossario finanziario – indice settoriale*, consultabile in borsaitaliana.it.

realtà, siano connaturali alla valutazione di un determinato settore da parte degli investitori, aiutandoli, così, a decifrarne lo “stato di salute”, a prevederne gli effetti presenti e futuri di un potenziale investimento in quei segmenti industriali, a diversificare i portafogli e indirizzare gli investimenti in settori con più alte possibilità di rendimento.

Ad ogni modo, le aziende selezionate per essere incluse all'interno dell'indice di settore devono soddisfare specifiche soglie di *capitalizzazione* di mercato data la finalità di ricreare un indice che catturi in modo appropriato le dinamiche reali di mercato in quel settore.

In ultimo è importante sottolineare la differenza che intercorre tra indici *settoriali* ed indici *tematici*. Nel primo caso ci si trova di fronte ad indici che tracciano e raggruppano le azioni di un settore industriale specifico, come ad esempio il settore bancario; gli indici tematici, al contrario, si concentrano su temi o tendenze *più ampie* che attraversano diversi settori industriali e non uno soltanto, come la *sostenibilità*.

4.2.1 Esempi di indici settoriali

Gli indici settoriali “FTSE Italia” sono stati realizzati ripartendo le azioni del paniere *FTSE Italia All Share*, incorporando gli *standards* riconosciuti a livello mondiale ed osservati dagli investitori internazionali. Si è giunti così ad una sostituzione integrale delle classificazione settoriale di impostazione nazionale al fine di offrire una rappresentazione *strutturata ed integrata* dei settori di mercato attraverso gli *ICB (Industry Classification Benchmark)*²²⁶.

La classificazione ICB ripartisce gli indici settoriali in quattro macroaree: *industry*, *supersectors*, *sectors* e *subsectors*, si tratta di una classificazione di tipo internazionale; pertanto, la struttura degli indici di settore risulta la stessa per ogni borsa che li adotti.

Il primo livello della struttura ICB “*Industry*” divide il mercato in dieci settori, in base alla natura del *business*. Questi dieci settori rappresentano diverse aree

²²⁶BORSA ITALIANA, *I nuovi indici di Borsa Italiana*” in Inside Market 2009, 4, consultabile in borsaitaliana.it

merceologiche quali: energia, materiali industriali, *consumer discretionary*, *consumer staples*, assistenza sanitaria, finanziari, tecnologia d'informazione, servizi di telecomunicazione e servizi pubblici.

Nel secondo livello designato dagli ICB, “*Supersectors*”, si ha una classificazione ulteriore che specifica ogni “*Industry*”. Ad esempio, nel *consumer discretionary*, i supersettori includono *automobili e componenti*, *beni di consumo*, *hotel ristoranti*, *tempo libero*, *media* e *vendita al dettaglio*. Questa classificazione è utile perché fornisce una visione più dettagliata del settore, rendendo più immediato un confronto tra le aziende all'interno di uno stesso settore. Il terzo livello della struttura ICB divide ogni *supersectors* in “*Settore*”. Ad esempio, per il “*media supersector*”, vengono inclusi *trasmissione e intrattenimento*, *editoria*, *film* e *intrattenimento*.

L'ultima classificazione prevista dagli ICB raggruppa le aziende in categorie specifiche “*subsectors*”. Ad esempio, nell'ambito del settore di trasmissione ed intrattenimento, nei “*subsectors*” vi sono le agenzie multimediali, trasmissioni e televisori via cavo e editoria. Questa classificazione fornisce informazioni più dettagliate sulle attività dell'azienda, essenziali per prendere decisioni di investimento informate²²⁷.

Questa breve descrizione sui sistemi di classificazione previsti dagli ICB serve al fine di indicare la struttura seguita dagli indici di settori di Borsa Italiana. Così, prendendo in considerazione la categoria *Industry* “FTSE Italia Beni Voluttuari”, questa è a sua volta classificata nei *Supersectors* “ FTSE Italia Automobili e Parti di Ricambio, FTSE Italia Cibo, Bevande e Tabacco, FTSE Italia Servizi e Prodotti Di Consumo”

²²⁸.

4.2.2 Il significato che assumono gli indici settoriali alla luce delle nuove tendenze quali lo “stakeholderism engagement”

Gli indici settoriali assumono un maggiore significato alla luce di quelle che sono le nuove tendenze registratesi sia a livello europeo che extraeuropeo; quali lo

²²⁷ FASTER CAPITAL, *Mappatura del benchmark di classificazione del settore collegamento settori e sottocampi*, consultabile in fastercapital.com

²²⁸ BORSA ITALIANA, *Sectoral Indices -Quotes* , consultabile in borsaitaliana.it

stakeholderism engagement che si sostanzia in un maggior impegno partecipativo da parte degli *stakeholders* rispetto al buon andamento dell'impresa. A tale tendenza si accosta l'evoluzione del mercato finanziario che da un contesto frammentato, è passato ad uno istituzionalizzato degli assetti proprietari, ovvero ad un incremento sempre più consistente di partecipazioni azionarie in mano ad investitori istituzionali²²⁹. Ciò ha condotto a livello internazionale a valorizzare le strategie *long term* degli investitori istituzionali, a rafforzare i diritti degli azionisti, a favorire forme di rapporto più *diretto* e *attivo* tra investitori e *management* delle società quotate. E proprio dall'andamento dei mercati finanziari e, più precisamente, dalle linee di *policy* d'investimento dei principali investitori istituzionali, emerge la necessità di strategie maggiormente indirizzate verso *obiettivi di lungo termine*²³⁰.

In virtù di quanto poc'anzi detto, quali la necessità di un rapporto diretto e attivo tra investitori e management e l'esigenza di indirizzare investimenti verso obiettivi a lungo termine, si è venuta a sviluppare una *prassi*, se così si vuol definire, che vede al centro il dialogo diretto tra emittenti e investitori istituzionali; una consuetudine che trova altresì riconoscimenti a livello legislativo anche nei paesi europei attraverso la SHRD II ed i diversi codici di autodisciplina²³¹. In un simile contesto l'interazione tra amministratori e soci/investitori è considerata uno strumento di “buona” corporate governance, capace di incidere positivamente sull'azione degli amministratori. A tal proposito, si può annotare anche una definizione, seppur non esplicita, di “*engagement*” che sembra trovare accoglimento nella definizione della “*politica di impegno*” ai sensi dell'art. 3– octies²³² della direttiva 2017/828/EU, secondo cui questa deve indicare “le modalità con cui gli investitori integrano l'impegno degli azionisti nella loro strategia di investimento” nonché descrivano “le modalità con cui monitorano le società partecipate su questioni rilevanti, compresi la strategia, i risultati finanziari e non finanziari nonché i rischi, la struttura del capitale, l'impatto

²²⁹ Cit. A. GIUDICE, *La finanza sostenibile*.

²³⁰ U. TOMBARI, *Le nuove prospettive dell' “informazione societaria”: il dialogo tra organo amministrativo e soci al di fuori del contesto assembleare*, Torino, 2018.

²³¹ G. STRAMPELLI, *I dialoghi tra emittenti ed investitori istituzionali*, Torino, 2018.

²³² Recepito nell'ordinamento italiano ai sensi dell'art. 124–quinquies t.u.f.

sociale ed ambientale e il governo societario, *dialogano con le società partecipate*, esercitano i diritti di voto ed altri diritti connessi alle azioni, collaborano con altri azionisti, comunicano con i pertinenti portatori di interesse delle società partecipate e gestiscono gli attuali e potenziali conflitti di interesse in relazione al loro impegno”.

Le prime iniziative regolamentari in tale direzione sono state volte a promuovere il coinvolgimento degli investitori istituzionali verso un obiettivo meno eterodosso e meno ambizioso rispetto all’idea di *shareholder value* volta a contrastare il problema dello *short termism*²³³.

Inoltre, non è difficile scorgere il collegamento fra l’obiettivo da ultimo citato e i più ampi obiettivi di responsabilità sociale riconnessi all’*engagement*. Il legislatore comunitario ravvede infatti un evidente stretto legame fra sostenibilità, idea che allude alla capacità dell’impresa di generare profitto in armonia con gli interessi diffusi che fanno capo alla collettività e che sintetizza in maniera efficace il modo in cui oggi viene declinato il tradizionale concetto di responsabilità sociale dell’impresa e lungo termine. L’idea oggi è che le imprese “miopi”, esclusivamente focalizzate sulla produzione di profitti di breve termine a scapito della redditività di lungo periodo, siano anche imprese che operano secondo *business model* insostenibili, in senso stretto. Ma per molti l’insostenibilità di tali imprese può declinarsi anche economicamente – finanziariamente dal momento che tali imprese tendono a sacrificare il proprio sviluppo futuro in nome di profitti di breve termine destinati a diventare presto o tardi economicamente insostenibili²³⁴.

Dato quanto appena affermato gli indici settoriali, e quindi le imprese che ne fanno parte, risultano essere maggiormente appetibili poiché, raggruppando imprese di uno stesso *genus* all’interno di un solo paniere, ciò porta gli investitori ad investire in modo maggiormente informato in quel settore specifico d’impresa. Pertanto si può notare un concatenamento tra le diverse esigenze, da una parte quella del legislatore di coinvolgere maggiormente gli *stakeholders* per disinnescare il meccanismo a tratti tossico dello *short termism* ma , d’altra parte, anche quella degli investitori di

²³³ Una tendenza che fa capo alle società quotate e si sostanzia nel sacrificare la creazione di valore nel *lungo periodo* in nome dell’ottenimento di *profitti di breve periodo*.

²³⁴S.GILOTTA, *Il dialogo selettivo tra la società quotata e i suoi azionisti*, Torino, 2022.

investire in azioni che abbiano effettivamente valore e ciò può avvenire mediante un monitoraggio delle scelte di *business* del management che può avvenire attraverso le azioni anzidette ma soprattutto mediante un dialogo aperto tra investitori e società partecipate.

5. Il Mib ESG – il primo indice dedicato alle blue chip italiane

Il Mib ESG è un indice *tematico* introdotto il 18 ottobre 2021 con l’obiettivo di raggruppare tutti i titoli che si distinguono per le proprie *performance* di sostenibilità e quindi di tenere traccia delle migliori società a tal proposito. Data la prospettiva di Borsa Italiana che vede la stessa impegnarsi in una strategia che sia quanto più possibile in linea con i fattori ESG, si può affermare che l’indice rientri in un quadro più ampio della stessa e che le permette di essere all’avanguardia rispetto a temi contemporanei che prendono sempre più spazio nel panorama internazionale. Non è un caso, infatti, che il Mib ESG includa i più comuni approcci di investimento ESG adottati dagli investitori istituzionali e privati, come i filtri investimento ESG, ed i filtri di esclusioni basati su norme applicate in conformità degli *standard* internazionali²³⁵.

L’obiettivo che si pone il Mib ESG è quello di raggruppare le 40 migliori società che si distinguono attraverso una sostanziale riduzione delle emissioni di carbonio, sia proprie che della cd. “*catena valore*”, rispetto alle concorrenti rientranti nell’*Index Universe* che in questo caso corrisponde all’FTSE MIB²³⁶. Pertanto si può affermare che si tratta di un indice nato e dedicato esclusivamente alle “*blue-chip*”²³⁷, la cui composizione si basa sull’analisi dei criteri ESG da parte di *Vigeo Eiris*²³⁸ e le cui componenti sono ponderate in base alla *capitalizzazione del flottante* di mercato riviste con *frequenza trimestrale*²³⁹.

²³⁵ Infra 5.1 *Il monitoraggio e gli standards globali*.

²³⁶ Costituito dalle 60 maggiori società quotate sui mercati di Borsa italiana MTA e MIV.

²³⁷ Per tali intendendosi società ad alta capitalizzazione azionaria.

²³⁸ Vedi capitolo 1 punto 2.1 “*Che cosa sono i fattori ESG ? Qual è la loro finalità?*”

²³⁹ EURONEXT, *The national ESG blue-chip index dedicated to the Italian market*, 5 maggio 2023, consultabile in [euronext.com](https://www.euronext.com).

Le ambizioni dell'indice sono quelle di integrare progressivamente le prossime evoluzioni della tassonomia UE e gli sviluppi degli obiettivi basati sulla scienza (SBT)²⁴⁰.

5.1 Il monitoraggio e gli standard globali

Il monitoraggio dell'indice avviene attraverso gli standards globali previsti dagli “*United Nations Global Compact principles*” (UNGC), dalle “*Guidelines for Multinational Enterprises*” (OECD) e dalle “*ILO Conventions*”.

Passando ad una breve descrizione degli stessi, gli “*United Nations Global Compact principles*²⁴¹” sono in tutto dieci principi circoscritti in quattro macroaree: *Diritti Umani*, *Lavoro*, *Ambiente* e *Anticorruzione*. Per quanto concerne i “*Diritti Umani*” lo stesso contempla due principi al suo interno; il primo principio dedicato al sostegno e al rispetto della protezione dei diritti umani proclamati a livello internazionale da parte delle imprese mentre il secondo richiede espressamente alle imprese “*di non essere complici di violazioni dei diritti umani*”.

I principi che sono alla base in materia di “*Lavoro*” richiedono che alle imprese di sostenere il diritto all'associazionismo e alla contrattazione collettiva²⁴², di eliminare tutte le forme di lavoro forzato e obbligatorio²⁴³, di abolire il lavoro minorile²⁴⁴ ed eliminare le discriminazioni in materia di occupazione²⁴⁵. In merito all' “*Ambiente*” è richiesto alle imprese di sostenere un approccio *precauzionale* verso le sfide ambientali²⁴⁶, di intraprendere iniziative per promuovere una maggiore responsabilità

²⁴⁰ EURONEXT, *Index Rule Book Mib ESG Index Family*, 2021, consultabile in indices.euronext.com.

²⁴¹ UN GLOBAL COMPACT, *The ten principles of the UN Global Compact*, consultabile in unglobalcompact.org.

²⁴² Principio n.3.

²⁴³ Principio n.4.

²⁴⁴ Principio n.5.

²⁴⁵ Principio n.6.

²⁴⁶ Principio n.7.

ambientale²⁴⁷ ed infine di sviluppare e diffondere tecnologie rispettose dell'ambiente²⁴⁸.

L'ultimo principio, il Decimo, dedicato all' "*Anticorruzione*" richiede alle imprese di lavorare contro la corruzione in tutte le sue forme, compresa l'estorsione e la corruzione.

Mentre le "*Guidelines for Multinational Enterprises*" (OECD) sono uno strumento giuridico internazionale, adottato da tutti i membri dell'OECE (*Organization for economic cooperation and development*) e aperto all'adesione di membri non OECD interessati²⁴⁹. Stabiliscono un'aspettativa rispetto alla *condotta* che l'azienda deve tenere affinché possa dirsi "*responsabile*". Il parametro utilizzato per misurare quanto la condotta aziendale sia effettivamente "*responsabile*" è dato dagli *standards* e dalle raccomandazioni RBC (*Responsabile Business Conduct*), essenziali affinché le imprese modellino le loro politiche e riducano al minimo gli impatti negativi delle loro operazioni e delle catene di approvvigionamento, fornendo al contempo un luogo per la risoluzione di presunti abusi aziendali, sociali, ambientali, del lavoro o dei diritti umani²⁵⁰. Un ulteriore elemento chiave della RBC è dato dalla *due diligence basata sul rischio*, attraverso la quale le aziende *identificano, prevengono, mitigano* i loro impatti negativi effettivi e potenziali e *tengono* conto di come tali vengono affrontati²⁵¹.

Infine le "*ILO Conventions*" coprono un'ampia area di questioni sociali e lavorative; tra cui diritti umani fondamentali, salari minimi, relazioni industriali, politiche occupazionali, dialogo sociale, sicurezza sociale. A distinguerle, tuttavia, sono le questioni *specifiche di genere* che vantano una lunga storia. Infatti, già nel 1919, anno di fondazione dell'ILO, l'organizzazione adotta le prime due convenzioni sulle

²⁴⁷ Principio n.8

²⁴⁸ Principio n.9

²⁴⁹ Ad oggi, circa 50 paesi hanno aderito alle linee guida o sono in procinto di aderire. Questi paesi rappresentano alcuni dei più grandi mercati al mondo, la grande maggioranza del commercio globale e delle attività d'investimento; v. OECD, *Responsible Business Conduct, the new normal for a sustainable future*, consultabile in mneguidelines.oecd.org.

²⁵⁰ A tal proposito i governi aderenti devono dotarsi dei cd. "*National Contact Points for RBC*" per promuovere le linee guida dell'OCSE e per gestire i casi contro le aziende quando le linee guida dell'OCSE non sono osservate come meccanismo di reclamo non giudiziario. *Ibidem*.

²⁵¹ *Ibidem*.

donne, la n.3 e la n.4 rispettivamente “*sulla protezione della maternità*” e “*sul lavoro notturno per le donne*”²⁵².

Gli Standards Globali si pongono alla base del monitoraggio per l'indice fungendo da *filtri di esclusione* verso le società che non rispettino quanto prescritto dagli stessi²⁵³. Anche se bisogna precisare che, nel Mib ESG, lo stesso avviene in maniera molto minuziosa e ponderata attraverso delle formule appositamente previste per assicurare veridicità alle informazioni divulgate dalle imprese.

5.2 Casi di esclusione dall'indice e il processo di selezione

L'insieme dei titoli dell'indice²⁵⁴ viene valutato attraverso due criteri. Un primo criterio *strettamente normativo* attinente all'adesione all' UNGC “*United Nations Global Compact*” da parte dell'impresa ed il secondo che si basa sull'esclusione delle società coinvolte in specifiche attività considerate non conformi. Tra queste si annoverano le società sui cui titoli grava una controversia relativa alla UNGC (*UN Global Compact*). Vengono escluse le società coinvolte nella *produzione di tabacco* da cui derivano entrate maggiori allo 0% e quelle che, seppur non lo producano, realizzino introiti maggiori uguali al 10% attraverso la distribuzione. Risultano inidonee le società coinvolte nell'estrazione di carbonio termico per una percentuale maggiore allo 0%; le società con ricavi maggiori uguali al 5% derivanti dalla *produzione* di energia alimentata a carbone. Le società con *qualsiasi coinvolgimento* nell'estrazione di sabbia di catrame e scisto bituminoso maggiori allo 0%; le imprese con ricavi maggiori o uguali al 5% derivati dalla produzione o dalla vendita di *armi da fuoco civili*; le imprese *coinvolte nella costruzione* del sistema d'arma completo o di parti chiave di essa, in special modo sono escluse le imprese coinvolte nella produzione delle munizioni delle armi nucleari, delle mine antiuomo, munizioni a

²⁵² ILO CONVENTIONS in ilo.org.

²⁵³ Cit. EURONEXT, *The national ESG blue-chip index dedicated to the Italian market*.

²⁵⁴ Altresì detto “Index Universe” costituito dalle sessanta maggiori società quotate sui mercati MTA e MIV di Borsa Italiana in termini di MDTV (*Median Daily Traded Value*) a sei mesi.

grappolo, armi biologiche, armi chimiche, armi laser accecanti, armi incendiarie, frammenti non rilevabili, uranio impoverito, fosforo bianco²⁵⁵.

Esclusa l'ipotesi che le imprese siano coinvolte o abbiano introiti derivanti dalle attività sopradette, il *processo di selezione* del Mib ESG è annuale e si svolge nel mese di Giugno, lo stesso prevede che siano selezionate quaranta imprese. Le prime trentacinque vengono inserite di default, dalla *trentaseiesima* alla *quarantacinquesima* viene creata la cd. "zona cuscinetto" ma quelle già presenti hanno precedenza rispetto a queste ultime. Qualora le imprese selezionate siano meno di quaranta, vengono selezionate dieci imprese tra le più alte in termini di punteggio ESG, più grandi quotate sui mercati MTA e MIV di Borsa Italiana²⁵⁶.

5.3 Metodo di ponderazione dell'indice e aggiornamento periodico della ponderazione

La ponderazione del Mib ESG è data *dalla capitalizzazione di mercato del flottante*²⁵⁷.

I fattori determinanti per la ponderazione sono diversi; tra questi, in primo luogo, rileva il *numero di azioni*, soggetto a revisione alla data del *Cut-Off*²⁵⁸ tenendo conto delle eventuali modifiche dovute alle azioni societarie. Inoltre se presenti società da aggiungere all'indice, il numero di azioni inserito è uguale a quello elencato alla data di *Cut-Off* della revisione.

²⁵⁵ Cit. EURONEXT, *Index Rule Book - 4.2.2 Step 2: Eligibility screening at reviews*.

²⁵⁶ Cit. EURONEXT, *Index Rule Book - 4.2.4 Selection at annual and quarterly reviews*.

²⁵⁷ In tal sono rilevanti le azioni effettivamente in circolazione; il *free float*, per tale ragione, è soggetto a restrizione tali che escludono dalla definizione dello stesso le partecipazione cd. *strategiche* che includono tutti gli azionisti che detengono almeno una partecipazione che va dal 2% al 5% delle azioni in circolazione, le azioni che sono oggetto a patti di sindacato finalizzati a limitare la trasferibilità delle azioni quando il peso è maggiore al 5%. Sono considerate flottanti, invece, le azioni detenute dagli organismi di investimento in valori mobiliari (fondi comuni e SICAV), fondi pensioni, delle banche e da altri investitori. Op. cit. "Numeri indici di borsa: flottante e volatilità". Per il Mib ESG è previsto un arrotondamento del *free float* al 5% cit. EURONEXT, *Events that change the weighting factors, 8.2 Free Float Factor*.

²⁵⁸ Per *Review Cut-Off Date* s'intende la data in cui, dopo la chiusura del mercato del penultimo venerdì di febbraio, maggio, agosto e novembre, vengono raccolti i dati rilevanti utilizzati per la revisione periodica dell'indice. Cit. EURONEXT, *Events that change the weighting factors, 8. Definitions*.

Un ulteriore fattore di ponderazione è il *flottante libero/negoziabile* dell'indice il cui aggiornamento del flottante si ha alla data del *Cut-Off*.

In ultimo affinché ogni società sia idoneamente rappresentata in base alla capitalizzazione di mercato è necessario che venga calcolato il fattore di *Capping* alla data di annuncio della composizione della revisione in modo da garantire un peso massimo del 10% per ogni società inclusa nell'indice.

Una condizione generale a cui il Mib ESG è sottoposto attiene all'Intensità Carbonica Media Ponderata (*Weighted Average Carbon Intensity*) dell'indice, la quale deve essere necessariamente migliorata rispetto a quella calcolata nell'*Index Universe*. Il modo attraverso cui attestare il reale miglioramento del Mib ESG è dato dalla Media Ponderata Carbonica (WACI), calcolata come l'ultima emissione nota di "*Scope 1+2*" a livello societario divisa per i ricavi (dello stesso anno) e moltiplicato per il peso di ciascuna società nell'indice e quindi aggregata per somma. A sua volta l'Intensità di Carbonio Ponderata (WCI) è definita come l'ultima emissione nota di *Scope 1+2* a livello aziendale divisa per il fatturato (stesso anno), moltiplicato per il peso di ciascuna azienda nell'indice. Se il WACI non dovesse migliorare rispetto all'*Index Universe*, il peso dell'azienda con il WCI peggiore viene diminuito, massimo del 30%, fino a quando il WACI dell'indice non è inferiore al WACI dell'*Index Universe*. Se il WACI dell'indice è ancora superiore al WACI dell'*Index Universe* dopo questa diminuzione, il processo viene iterato con un'altra azienda. In caso di più iterazioni, le prime 5 vengono applicate a diverse società. Successivamente, nel caso in cui il WACI dell'indice sia ancora superiore al WACI dell'*Index Universe*, questo processo iterativo continua con l'ammissibilità della diminuzione del peso ripristinata dopo ogni 5 iterazioni. La diminuzione del peso rispetto al WACI viene espressa nel fattore di capping. La valutazione del WACI e i nuovi coefficienti di capping si basano sui prezzi di chiusura osservati alla Data di annuncio della composizione della revisione²⁵⁹.

²⁵⁹ Cit. EURONEXT, *Index Rule Book – 5 Periodical Update of Weighting*.

5.4 Corporate Actions – eventi che possono modificare la composizione dell'indice ed eventi che possono modificare i fattori di ponderazione dell'indice

In questa sezione vengono analizzati tutti gli eventi che possono modificare la *composizione* del Mib ESG da una parte, dall'altra invece gli eventi che possono modificare i fattori di *ponderazione* dell'indice. Entrambi hanno un impatto sull'indice che richiede un intervento affinché rispecchi realmente le dinamiche di mercato. Nella prima categoria “*Eventi che possono modificare la composizione dell'indice*” rientrano tutte quelle operazioni che incidono sulla composizione dell'indice in senso stretto come *fusioni/acquisizioni, quotazioni di nuove società, sospensione della società dal mercato di riferimento, delisting, fast exit, split up/split off* . Nel secondo caso, determinato da una modifica dei fattori di ponderazione, l'indice è soggetto a modifiche dal momento che il peso delle azioni al suo interno è cambiato, tale circostanza è determinata da eventi come la *divisione dei dividendi* e l'*acquisto parziale di azioni proprie*.

5.4.1 Fusioni, acquisizioni e quotazioni di nuove società

Fusioni e acquisizioni sono “*eventi societari*” che , per loro stessa natura, hanno un impatto evidente sulla società componenti l'indice.

Tuttavia la situazione va omologata al caso in sé. Infatti, se la società *target* è contestualmente una componente dell'indice Mib ESG ma la fusione/acquisizione si realizza in contanti, questa è destinata a scomparire dall'indice. Se, invece, la *fusione/acquisizione* avviene tra società componenti l'indice Mib ESG sotto forma di azioni, la società risultante dalla fusione o l'incorporante è destinata ad essere ricompresa nell'indice qualora soddisfi le condizioni previsti.

Tanto la rimozione quanto la sostituzione ha luogo alla termine del primo giorno lavorativo dopo che l'offerta è stata dichiarata incondizionata o di successo. La sostituzione delle azioni della costituente l'indice in questione con le azioni della società che continua ad essere negoziata è eseguita sulla base del rapporto di offerta.

Nel caso si tratti di un'*offerta mista* tra contanti e azioni, l'*Index Design* tratta l'offerta come un'offerta di azione se la parte in azioni ammonta almeno al 75% del prezzo d'offerta, il giorno di pubblicazione dei termini di offerta. Il divisore, che mira a rappresentare la realtà, è adattato solo per la parte in contanti del prezzo dell'offerta. In situazioni non standard, come il caso di offerte concorrenti con date di chiusura o strutture diverse, offerte che non mirano ad ottenere una partecipazione di controllo, è l'*Index Design* a pubblicare un annuncio separato che dettaglia il trattamento specifico²⁶⁰.

Nel caso si abbia la *quotazione di nuove società*, l'inserimento nell'indice viene valutato al momento della revisione periodica trimestrale²⁶¹.

5.4.2 Sospensione e delisting

Un altro evento destinato ad apportare modifiche alla composizione dell'indice è la *sospensione*. In tal caso, è previsto che, se una società componente l'indice venga *sospesa*, l'*Index Design* valuta entro cinque giorni lavorativi se rimuoverla o meno dall'indice. Se la società resta *componente* dell'indice, viene fissata una nuova data di rivalutazione ma l'*Index Design* si riserva comunque il diritto di agire prima della data di rivalutazione qualora nuovi sviluppi dovessero giustificarlo.

Se la società, invece, è soggetta a rimozione dall'indice in seguito alla sospensione, è necessario farlo il prima possibile in una data determinata dall'*Index Design*. La società solitamente viene rimossa dall'indice con un prezzo pari a zero, ove tuttavia sia supportato da ragioni oggettive, l'*Index Design* può determinare un prezzo diverso.

Se viene annunciato che una società componente l'indice è soggetta a *delisting* dal mercato di riferimento, viene rimossa anche dall'indice. La rimozione si ha al termine del quinto giorno lavorativo completo dopo l'annuncio. La rimozione dall'indice avviene in base all'ultimo prezzo conosciuto e stabilito durante le normali sessioni di negoziazione diurne o su un prezzo determinato dall'*Index Design* ma può anche

²⁶⁰ Cit. EURONEXT, *Index Rule Book* – 6.1.1 *Mergers and acquisitions*.

²⁶¹ Cit. EURONEXT, *Index Rule Book* – 6.1.2 *Inclusion of new composition*.

essere rimossa a un prezzo di zero, in tal caso non vi è nessun cambiamento del divisore a causa della rimozione. Se viene impostato un altro prezzo, il divisore cambia in base alla rimozione del valore di quella società dal portafoglio dell'indice. Nel caso in cui la negoziazione delle azioni fosse sospesa, ad essere utilizzato è l'ultimo prezzo noto stabilito durante le normali sessioni di negoziazione diurne. In sintesi, sia per la sospensione che per il *delisting*, l'*Index Design* segue procedure specifiche per mantenere l'*integrità* e la *rappresentatività* dell'indice durante questi eventi aziendali significativi²⁶².

5.4.3 Fast Exit: screening continuo di idoneità

Il “*fast exit*” di una società dal Mib ESG si ha qualora la società si trovi ad affrontare controversie critiche relative all'UNGC (*United Nations Global Compact*)²⁶³. In tal caso, così come stabilito dall'agenzia di rating V.E., la società deve essere rimossa *automaticamente* dall'indice.

La rimozione avviene alla chiusura del quinto giorno lavorativo (intero) successivo all'annuncio da parte di V.E.

Data l'imprevedibilità del verificarsi di tale evento, l'indice in tal caso può *temporaneamente* essere composto da un numero di componenti inferiore a quello *standard* fino alla successiva revisione periodica. Successivamente il divisore è adattato per mantenere il livello dell'indice ed il valore della società rimossa viene ribilanciato sul resto dei componenti dell'indice in modo proporzionale rispetto al peso di ogni componente nell'indice²⁶⁴.

5.4.4 Split up/spin-off (divisione/scissione)

La scissione di una società inclusa nell'indice apporta delle modifiche allo stesso. Infatti, è previsto che, le società risultanti dalla scissione, compresa quella originale, se del caso, continuano ad essere incluse nell'indice a condizione che siano presenti di

²⁶² Cit. EURONEXT, *Index Rule Book* – 6.1.3 *Suspension, Company distress and delistings*.

²⁶³ V. sezione 5.1.

²⁶⁴ Cit. EURONEXT, *Index Rule Book*, 6.1.4 *Fast Exit: Continuous eligibility screening*.

già nell'*Index Universe*. L'Indice può quindi temporaneamente contenere un numero inferiore o superiore rispetto al numero standard di componenti fino alla successiva revisione periodica. Tuttavia qualora accada che gli azionisti della società scissa non ricevano automaticamente le azioni della società di nuova creazione a seguito della scissione, questa società è *considerata una nuova società quotata* e quindi è necessario, a tal proposito, una valutazione ex novo circa gli sviluppi della stessa. Inoltre, se la società risultante dalla scissione non venga ammessa alla quotazione su un mercato principale in uno dei paesi inclusi nell'indice, l'*Index Design* seleziona una fonte di prezzo appropriata per il calcolo dell'indice e la rimozione della società scissa il primo giorno di negoziazione dopo lo *spin-off*²⁶⁵.

5.5 Eventi che possono modificare i fattori di ponderazione delle azioni : calcolo dei dividendi e OPA

La distribuzione di dividendi cd. *speciali*²⁶⁶ causa una modifica dei fattori su cui si è avuta la ponderazione dell'indice pertanto è necessario un adeguamento dello stesso affinché continui a riflettere in modo accurato la *performance* di mercato.

L'adeguamento dell'indice avviene attraverso una decurtazione dell'importo di prezzo che ha coinvolto l'azione; in seguito, tuttavia, è necessaria una modifica del divisore affinché vi sia una rappresentazione stabile e coerente del livello dell'indice, ogni adeguamento è calcolato sugli importi lordi.

Se il dividendo di un componente è espresso in una valuta diversa da quella designata come valuta di base dell'indice, tutti gli importi vengono convertiti nella valuta di base dell'indice a meno ciò non consenta agli investitori di riscuotere i propri utili. Se il dividendo può essere distribuito solo in una valuta diversa dalla valuta di base dell'indice, l'ammontare viene convertito utilizzando il tasso di cambio del giorno

²⁶⁵ Cit. Euronext, *Index Rule Book*, 6.1.5 *Split up/Spin off*.

²⁶⁶ Per aversi un dividendo *cd. speciale* è necessario che la società stessa renda noto il pagamento di un dividendo *aggiuntivo* rispetto ai dividendi ordinari dovuti dal processo usuale di distribuzione dei risultati e degli utili. Cit. "*Events that change the weighting factors, 6.2.1 Dividends*" in indices.euronext.com

precedente che in generale corrisponde ai tassi di cambio pubblicati giornalmente dalla BCE²⁶⁷.

Anche le *offerte parziali di acquisto di azioni proprie* danno vita a una modifica dei fattori di ponderazione dell'indice, questo avviene perché la ponderazione dell'indice si basa sul numero di azioni effettivamente circolanti che vengono a diminuire nel momento in cui la società le acquista quindi il peso della società all'interno dell'indice cambia. Il divisore, tuttavia, non è sempre soggetto ad aggiustamento ma solo ed esclusivamente qualora il premio²⁶⁸ rappresenti più del 5% del prezzo delle azioni alla chiusura del penultimo giorno prima della data ex-dividendo. Una modifica del divisore porta ad una modifica del numero di azioni presenti al suo interno²⁶⁹.

5.6 Vigeo Eiris ESG Score

La valutazione dei rischi ESG assunti dalle società appartenenti all'Index Universe spetta all'agenzia di rating *Vigeo Eiris*. La metodologia seguita prevede l'assegnazione di un punteggio in seguito ad un processo valutativo composto da due fasi. Nella prima fase viene valutata la *performance* delle aziende secondo la metodologia *Equitics*, costruita su 38 criteri, ripartiti in sei aree di interesse; tra cui *Ambiente*, *Diritti Umani*, *Risorse Umane*, *Coinvolgimento della Comunità*, *Comportamento Aziendale*, *Governance Aziendale*²⁷⁰.

La seconda fase prevede l'*assegnazione di un punteggio*, su 100, ad ogni emittente, ponderato e consolidato con tutti i fattori di sostenibilità di un dato settore; ove questo si presenti più alto, sta' significare che le prestazioni sono migliori²⁷¹.

Ai fini dell'assegnazione del punteggio ESG, e quindi della valutazione, rileva anche l'impatto che le controversie hanno sugli *stakeholders* e sull'azienda. V.E. analizza le

²⁶⁷ Cit. EURONEXT, *Events that change the weighting factors*, 6.2.1 Dividends.

²⁶⁸ Il premio viene calcolato prendendo in considerazione il prezzo offerto e il prezzo di chiusura, moltiplicato per la percentuale del capitale sociale oggetto dell'offerta.

²⁶⁹ Cit. EURONEXT, *Events that change the weighting factors*, 6.2.4 Partial tender offers on own shares.

²⁷⁰ Per ulteriori approfondimenti sui parametri di valutazione v. "*Events that change the weighting factors*, 9.1 V. E EG Score" in indices.euronext.com

²⁷¹ Cit. EURONEXT, *Events that change the weighting factors*, 9.1 V. E EG Score.

controversie in base alla loro *gravità*²⁷² (a livello aziendale e delle parti interessate), alla loro *frequenza* e alla *reattività* dell'azienda nell'affrontare l'accusa corrispondente.

L'impatto di una controversia sulla reputazione di un emittente tende a diminuire nel tempo a seconda della *gravità* dell'evento e della *prontezza* dell'emittente nel rispondere ad essa; quanto più questa è remota, tanto più alto è il punteggio assegnato da V.E.²⁷³.

Un ulteriore passaggio necessario per l'assegnazione del punteggio ESG da parte dell'agenzia di *rating* V.E. è l'allineamento o meno al *Global Compact* delle Nazioni Unite. La valutazione in tal caso si basa seguendo principi²⁷⁴ del *Global Compact* delle Nazioni Unite²⁷⁵.

Una valutazione attenta, effettuata da V.E, si concentra sulla produzione e sullo sviluppo delle armi controverse da parte delle società. Ai fini della stessa, V.E. classifica il coinvolgimento delle società in *produttori* ed *azionisti*. Per *produttore* s'intende qualsiasi azienda che, direttamente, tramite una controllata o una *joint venture*, progetta, sviluppa o produce un'arma controversa, le sue parti o fornisce servizi per esse. Le classificazione come “*Produttore*” ricomprende diverse fattispecie; infatti, le aziende sono considerate “*produttrici*” tanto se forniscono *sistemi d'arma completi* quanto se forniscono *parti chiave* o *servizi generali*. Altresì un'azienda che agisce come “*contraente principale*” del *team* di sviluppo o produzione di una munizione o piattaforma di lancio controversa è considerata produttore dell'intera munizione o piattaforma di lancio, tra queste rientrano anche le subappaltatrici principali del team di sviluppo o produzione di una munizione, o piattaforma di lancio controversa, sono considerate “*produttori di parti chiave*”.

²⁷²Il parametro che misura la gravità della controversia è dato da quanto la stessa sia considerata critica. Di solito così appare, ogni volta che riguarda aspetti cruciali, avendo questa un impatto negativo sugli interessi dell'azienda e sugli *stakeholders*. Cit. EURONEXT, *Events that change the weighting factors*, 9.2 V. E. *Controversies*.

²⁷³ Cit. EURONEXT, *Events that change the weighting factors*, 9.2 V. E. *Controversies*.

²⁷⁴ V. sezione 5.1 *Il monitoraggio e gli standard globali*

²⁷⁵Cit. EURONEXT, *Events that change the weighting factors*, 9.3 *UN GLOBAL COMPACT ASSESSMENT*.

Mentre per *azionisti* s'intendono aziende, principalmente istituti finanziari, che possiedono azioni di società coinvolte in armi controverse. Per gli azionisti qualsiasi quantità di azionariato dallo 0,1 % fino al 49,99 % è considerata rilevante²⁷⁶.

5.7 Gli obblighi di Disclosure del rapporto ESG delle blue chip ricomprese nel Mib ESG

In questa sezione s'intendono fornire informazioni *tecniche* sulla parte relativa alle metriche e alle modalità di costruzione del “Rapporto ESG” che le società incluse nell'indice sono tenute a promulgare. Tanto le metriche quanto le modalità sono state concepite per essere allineate ai requisiti della *EU Benchmark Regulation*. Ne sono state aggiunte ulteriori in relazione ai requisiti della *Sustainable Finance Disclosure Regulation*²⁷⁷ (SFDR), tra queste rientrano le metriche di allineamento alla tassonomia UE.

5.7.1 Sui Fattori ESG combinati

Il rapporto ESG prevede che le società misurino le loro *performance* in materia di sostenibilità attraverso delle metriche che hanno alla base formule matematiche.

La prima tra queste riguarda i fattori ESG combinati, un parametro numerico che fornisce un punteggio da 1 (D -) a 4 (A +), strettamente connesso alla *valutazione complessiva* della società su un'analisi delle *performance* ambientali, sociali e di *governance*²⁷⁸.

²⁷⁶ Cit. EURONEXT, *Events that change the weighting factors*, 9.4 *Controversial weapon*.

²⁷⁷ Regolamento UE 2019/2088, attraverso lo stesso, l'UE ha messo in atto un quadro di trasparenza. I partecipanti al mercato finanziario devono divulgare le informazioni sulla sostenibilità per aiutare quegli investitori che cercano di mettere i loro soldi in aziende e progetti a sostegno degli obiettivi di sostenibilità a fare scelte informate. L'SFDR è inoltre progettato per consentire agli investitori di valutare correttamente come i rischi di sostenibilità sono integrati nel processo decisionale di investimento. In questo modo, l'SFDR contribuisce a uno dei grandi obiettivi politici dell'UE: attrarre finanziamenti privati per aiutare l'Europa a passare a un'economia a zero netto.

²⁷⁸ EURONEXT, *ESG Report disclosure definitions*, 2025 consultabile in live.euronext.com.

In tal caso, quindi si ha un chiaro quadro circa le azioni intraprese dalla società. La ragione dell'inserimento di tale parametro è da leggere nel fatto che se una società ottiene un punteggio molto elevato per le *performance* ambientali ma colleziona un punteggio molto basso nelle componenti che compongono il fattore *governance*, la sua posizione resta meno interessante agli occhi degli *stakeholders* rispetto a quella di una società che mantiene dei punteggi equilibrati in tutte le componenti dei fattori ESG. Pertanto la ponderazione di tutti e tre i fattori contemporaneamente ha la capacità di dare una visione olistica e quanto più coerente rispetto alle pratiche tenute dalle società *in toto* e di apprendere sin da subito in che rapporti si pongono le une alle altre.

5.7.2. Allineamento alla tassonomia UE

L'allineamento alla tassonomia UE si veste dello stesso approccio sistematico che caratterizza i fattori ESG combinati. In tal caso però la finalità è quella di dare agli investitori un quadro circa il modo in cui le prestazioni della società si posizionano rispetto ai *sei obiettivi* climatici e ambientali stabiliti dal testo normativo²⁷⁹. La metodologia segue il coinvolgimento delle società partecipate in attività economiche ammissibili alla tassonomia attraverso i rispettivi ricavi derivanti da tali attività. A tal proposito è preposta una società in grado di fornire il valore percentuale dei ricavi derivanti da attività ammissibili per tutti gli obiettivi della tassonomia, l'*ISS ESG*. Ai fini della classificazione è stato necessario ripartire i ricavi in *ricavi ammissibili*, *ricavi non ammissibili*, *ricavi allineati*, *ricavi probabilmente allineati*, *potenzialmente allineati*, *probabilmente non allineati*, *non allineati*²⁸⁰. In seguito alla classificazione dei ricavi ammissibili, ISS ESG fornisce la ripartizione dell'allineamento della società alla tassonomia UE, attraverso diversi criteri: “*verde*” che sta ad identificare il valore

²⁷⁹ I sei obiettivi climatici sono previsti dall'art. 9 del Regolamento 2020/852 UE e sono: a) *la mitigazione dei cambiamenti*; b) *l'adattamento ai cambiamenti climatici*; c) *l'uso sostenibile e la protezione della acqua e risorse marine*; d) *la transizione verso un'economia circolare*; e) *la prevenzione dell'inquinamento*; f) *la protezione e il ripristino della biodiversità e degli ecosistemi*.

²⁸⁰ Le classificazioni e le definizioni sono consultabili in cit. EURONEXT, *ESG Disclosure – 1.2.1 EU Taxonomy Alignment Report*.

percentuale delle entrate derivanti da attività ammissibili secondo la tassonomia e definite "vicino a zero" per tutti gli obiettivi della Tassonomia; “*abilitante*” questo parametro identifica il valore percentuale delle entrate derivanti da attività ammissibili secondo la Tassonomia e definite abilitanti per tutti gli obiettivi della Tassonomia; “*transizione*” identifica, invece, il valore percentuale delle entrate derivanti da attività ammissibili secondo la tassonomia e definite come di transizione per tutti gli obiettivi della tassonomia ed infine “*complessivo*” che sta ad indicare il valore percentuale complessivo dei ricavi derivanti da attività ammissibili per la tassonomia in tutti gli obiettivi. Il risultato è dato dalla media ponderata dei ricavi ed il risultato è espresso in percentuale²⁸¹.

5.7.3. SFDR dell'UE: principali impatti negativi sulla sostenibilità

Per finalizzare un adeguamento onnicomprensivo dei titoli appartenenti al Mib ESG alla normativa europea in materia di investimenti sostenibili è necessario un ulteriore passaggio che vede al centro il “*Sustainable Finance Disclosure Regulation*”, Regolamento 2019/2088 EU “SFDR”. Tale prevede obblighi informativi in tema di sostenibilità a carico dei *partecipanti al mercato finanziario, consulenti finanziari e prodotti finanziari*²⁸².

L'SFDR si caratterizza per il cd. *doppio livello di informativa* che si sostanzia nell’ “*entity level*” e nel “*product level*”. Nel primo caso, cd. *entity level*, all’impresa è richiesta un’informativa di trasparenza come soggetto o attività operante, in tal caso si fa riferimento soprattutto al modo in cui l’impresa affronta i pericoli e le sfide di sostenibilità e la *due diligence* attuata per far fronte agli impatti negativi (PAI, *principal adverse impact*) sulla sostenibilità derivanti dalle scelte attuate; d’altra

²⁸¹ Cit. EURONEXT, *ESG Disclosure – 1.2.1 EU Taxonomy Alignment Report*.

²⁸² Ai fini dei requisiti applicative per i soggetti destinatari si tenga presente l’art. 2 “*Definizioni*” del Regolamento.

parte, è previsto che l'impresa fornisca informazioni sulla sostenibilità dei prodotti offerti cd. *product level* ²⁸³.

Il rapporto ESG richiesto include dati su emittenti societari, sovrani e sovranazionali in linea con gli indicatori SFDR *Principal Adverse Impact* (PAI) obbligatori e aggiuntivi. Ad occuparsi della divulgazione dei PAI è l'ISS ESG che fonda la sua valutazione su una serie di prodotti di ricerca, sfruttando *proxy* giustificabili in assenza di dati comunicati e divulgati.

Ai fini del calcolo delle metriche a livello di portafoglio, vengono considerate solo le posizioni per le quali sono disponibili dati. La quota di posizioni coperte dai dati per indicatore PAI è indicata nella colonna "*copertura*", tale risulta essere inderogabile per il calcolo della quota di consumo di energia non rinnovabile, dell'intensità di utilizzo di energia e acqua, delle emissioni nell'aria e nell'acqua, del rapporto di rifiuti e del tasso di incidenti ove vengono considerati solo i dati comunicati dalle aziende e non è possibile una approssimazione. Inoltre, solo le aziende che riportano i rispettivi dati per almeno l'80% delle operazioni rilevanti sono considerate in possesso di dati, in caso contrario i dati sono considerati non rappresentativi e quindi non utilizzati.

Tuttavia la peculiarità dei *Corporate Ratings*, utilizzati da ISS ESG nella Soluzione PAI di SFDR, sta oltre che nel soddisfacimento di indicatori *standards*, nell'approccio *specifico adottato per settore*, progettato per misurare solo le questioni ESG maggiormente rilevanti, per ogni settore, in base alle proprie tendenze e peculiarità²⁸⁴. La copertura di alcuni PAI in determinati settori può essere inferiore rispetto ad altri indicatori PAI in altri settori visto che sono considerati meno rilevanti.

²⁸³G. MATTO, N. PIEROTTI, R. BENVENUTO, *Regolamento SFRD e norme tecniche di attuazione: la "sfida" delle sustainability disclosure* in DB, 15 marzo 2021; consultabile in dirittobancario.it.

²⁸⁴ Ad esempio, anche se l'argomento del *lavoro* è trasversale, quindi valutato in ogni settore; nei settori valutati come più rischiosi, principalmente "*tessuti e abbigliamento*", viene più pesantemente ponderato ed oltre ai requisiti di prestazioni *standards*, le aziende devono soddisfare requisiti aggiuntivi per ottenere dei punteggi maggiori. Al contrario, nel settore delle banche commerciali e dei mercati di capitali, l'argomento ha un peso minore, quindi, i requisiti di prestazioni saranno più approssimativi, v. ISS ESG, "*ESG Corporate Rating – Methodology and Research Process*", September 2023, consultabile in issgovernance.com.

Tutti i fattori che forniscono dati sui risultati in un anno fiscale si riferiscono allo stesso anno fiscale in qualsiasi momento. I dati vengono aggiornati al 31 dicembre di ogni anno²⁸⁵.

5.7.4 Sui Fattori Ambientali

L'“*Environmental Score*” assegna un punteggio numerico da 1 (D-), considerato basso, a 4 (A+), considerato alto, relativamente al *rating* ambientale della società valutata.

Per la valutazione della *performance* di sostenibilità in materia ambientale vengono prese in considerazione le cd. *metriche ambientali chiave*. Tra queste si annoverano la *gestione dell'energia*, il *rischio e l'impatto idrico*, la *gestione dei rifiuti*, l'*eco-efficienza*, gli aspetti *ambientali* specifici *del settore* lungo la catena del valore e altre questioni²⁸⁶.

La prima valutazione effettuata riguarda il modo in cui una società si rapporta ai *rischi legati al clima* per comprenderne l'esposizione futura della stessa²⁸⁷ ai cd. *disastri naturali* indotti dal cambiamento climatico, dovuti all'aumento di cicloni tropicali o incendi boschivi. La valutazione dei rischi fisici legati al clima avviene attraverso tre scenari: *storico*, *più probabile* e *peggiore caso*, a tal fine vengono assegnati i cd. *Punteggi di Rischio* per mostrare l'impatto finanziario sulla aziende²⁸⁸. La formula per calcolare i rischi legati al clima si basa sulla *media ponderata* dei punteggi, la valutazione è espressa da 0 a 100, dove un valore più alto è migliore²⁸⁹.

²⁸⁵Cit. EURONEXT, *ESG Disclosure – 1.3 EU SFRD: Principal Adverse Sustainability Impacts* in live.euronext.com

²⁸⁶ Cit. EURONEXT, *ESG Disclosure – 2.1 Environmental Score*.

²⁸⁷L'analisi di ISS ESG offre agli investitori consapevolezza attraverso dati sulla vulnerabilità dell'azienda al rischio climatico delle aziende analizzate. I dati finanziari, in tal caso, vengono utilizzati non solo per valutare il rischio a cui sono esposte le attività di proprietà dell'impresa ma anche quelle affittate e in *leasing* finanziario. v. Cit. EURONEXT “*ESG Disclosure 2.2 Climate-related Physical Risks*”.

²⁸⁸ Ai fini di un più attento esame sono rilevanti i fattori sottostanti che forniscono informazioni dettagliate su come le aziende sono colpite dai rischi fisici. I principali fattori forniti possono raggrupparsi a) *nel punteggio di rischio fisico per rischio e scenario*; b) *nel valore a rischio per rischio e scenario*; c) *nel punteggio di gestione per la gestione complessiva del rischio climatico fisico*.

²⁸⁹ Cit. EURONEXT, *ESG Disclosure – 2.2 Climate-related Physical Risks*.

Ai fini dell'inclusione nel Mib ESG è significativo anche come la società contribuisca con le proprie emissioni all' *intensità di gas serra* (GHG) (*Scope 1 e 2 per milioni di euro di fatturato*). Questo fattore mira ad esaminare l'intensità totale delle emissioni di carbonio dell'emittente, sia per lo *Scope 1* che per lo *Scope 2*²⁹⁰. L'intensità di carbonio è espressa come emissioni totali di carbonio dell'emittente per milioni di euro di ricavi. La formula è data dall'Intensità Media Ponderata di gas serra, il risultato è espresso in tonnellate di CO2 per milione di euro di entrate all'anno²⁹¹. Per una visione integrale è previsto che vengano esaminate anche le emissioni di gas serra *Scope 3* cd. "*Other Indirect*" dell'emittente per fornire agli investitori attraverso la media ponderata delle emissioni di gas serra *Scope 1+2+3* il risultato totale delle emissioni generate in tonnellate di CO2 esprimendo la quantità di emissioni per ogni milione di euro prodotto (EVIC)²⁹². In tal caso il risultato è dato dalla media ponderata delle emissioni di gas serra *Scope 1+2+3*, espresso allo stesso modo in tonnellate di CO2e per milione di euro EVIC all'anno²⁹³. Sempre in relazione alle emissioni di gas serra viene valutata anche la percentuale comunicata rispetto a quelle stimata²⁹⁴ ed assegnato un punteggio di "*fiducia della stima*" per le cd. *Emissioni stimate*, un valore che indica il potere esplicativo del modello utilizzato per stimare le emissioni *Scope 1 e 2* dell'azienda. Quanto più alto si presenta tanto più indica un maggiore livello di accuratezza dei dati sulle emissioni stimate. La formula è data dalla stima ponderata del cd. *Trust Score*²⁹⁵.

Tra i fenomeni che maggiormente contribuiscono al cambiamento climatico, oltre alle emissioni di gas serra, vi sono i settori particolarmente esposti ai combustibili fossili (NACE). Tra questi rientrano l'estrazione di carbone e lignite, l'estradizione di

²⁹⁰ Per una analisi maggiormente approfondita per le emissioni di Scope cfr. EURONEXT, *ESG Disclosure – 2.6 Greenhouse Gas (GHG) Emission- Scope 1 Direct Emission (EVIC)*; allo stesso modo per le emissioni di Scope 2, cfr. EURONEXT, *ESG Disclosure ESG Report disclosure definitions – 2.7 Greenhouse Gas (GHG) Emission- Scope 2 Energy Indirect Emission (EVIC)*.

²⁹¹ Cit. EURONEXT, *ESG Disclosure – 2.5 Greenhouse Gas (GHG) Intensity (Scope 1,2,3 Per Million EUR of revenue)*.

²⁹² Cit. EURONEXT, *ESG Disclosure – 2.8 Greenhouse Gas (GHG) Emission- Scope 3 "Other Indirect" Emissions (EVIC)*.

²⁹³ Cit. EURONEXT, *ESG Disclosure – 2.9 Greenhouse Gas (GHG) Emission- Scope 1+2+3 (EVIC)- Carbon Footprint*.

²⁹⁴ Cit. EURONEXT, *ESG Disclosure – 2.10 Percentage of GHG Emissions Reported Versus Estimated*.

²⁹⁵ Cit. EURONEXT, *ESG Disclosure – 2.11 – Estimated Emissions – Estimation Trust Core*.

petrolio e gas naturale, l'estrazione di minerali metallici, le attività di supporto alle attività estrattive, la produzione di petrolio e di sostanze chimiche²⁹⁶. Rileva inoltre anche l'esposizione a società attive nel settore dei combustibili fossili. Questo fattore fornisce un'indicazione *T/F* del coinvolgimento dell'emittente nel settore dei combustibili fossili. La valutazione del coinvolgimento o meno dell'emittente nel settore dei combustibili fossili si basa sullo schema *Energy & Extractives* di ISS ESG, che identifica gli emittenti con ricavi derivati dalla produzione o distribuzione di carbone, petrolio o gas e pratiche non convenzionali. La formula è data dal peso dell'indice aggregato delle società coinvolte nel settore dei combustibili fossili espresso in percentuale²⁹⁷.

Ai fini del soddisfacimento del parametro "*gestione dell'energia*" ha valenza anche la quota di consumo di energia *non rinnovabile* che identifica il consumo di energia dell'emittente generata da fonti non rinnovabili. La formula è data dal consumo medio ponderato di energia generata da fonti non rinnovabili; il risultato è espresso in percentuale²⁹⁸.

Costituiscono oggetto di valutazione la natura delle *fonti energetiche utilizzate* come *carbone, nucleare e fonti energetiche non chiare* per valutare le fonti di energia utilizzate dall'azienda, indicando la percentuale delle stesse e delle fonti energetiche non chiare e simili²⁹⁹. La formula è data dalla percentuale *media ponderata* di fonti energetiche da carbone, nucleare e non chiare di tutte le fonti energetiche, il risultato è espresso in percentuale.

Tra queste rientrano anche le fonti energetiche utilizzate come *gas naturale, termovalorizzazione e biomassa*³⁰⁰, ed attraverso questo fattore vengono valutate le fonti di energia utilizzate dall'azienda, indicando la percentuale. Il fattore comprende

²⁹⁶ Cit. EURONEXT, *ESG Disclosure – 2.13 Fossil Fuel-Based Sector Exposure (NACE)*,

²⁹⁷ Cit. EURONEXT, *ESG Disclosure – 2.15 Exposure to companies active in fossil fuel sector*.

²⁹⁸ Cit. EURONEXT, *ESG Disclosure – 2.16 Share of non-renewable energy consumption and production*.

²⁹⁹ Tra cui carbone termico o fumante, lignite, torba, coke di petrolio, gas di carbone, olio combustibile, benzina, diesel, cherosene, frazione di rifiuti pericolosi, olio di scisto e petrolio greggio sintetico.

³⁰⁰ Sono inclusi il *gas naturale* o metano, il *gas naturale liquefatto* (LNG), il *gas di petrolio liquefatto* (GPL), il *gas naturale compresso* (CNG) e il *gas naturale liquido* (NGL).

anche la *termovalorizzazione dei rifiuti*, cioè l'incenerimento dei rifiuti, la biomassa proveniente da centrali elettriche alimentate a biogas e/o biomassa, il legno e i biocarburanti (ad esempio, bioetanolo o biodiesel). La formula è data dalla percentuale media ponderata di gas naturale, termovalorizzazione e biomassa di tutte le fonti energetiche, il risultato è espresso in percentuale. L'intensità del consumo energetico che indica il consumo energetico dell'emittente in GWh per milione di euro di ricavi (GWh/mEUR). La formula è data dal consumo medio ponderato di energia, il risultato è espresso in GWh per milione di euro di fatturato³⁰¹.

L'Intensità del consumo energetico per settore³⁰² ad alto impatto climatico è un altro fattore determinante; in tal caso ad essere stimato è il consumo medio ponderato di energia, il risultato è espresso in GWh per milioni di euro di entrate per settori NACE da A ad H e sezione L³⁰³.

Sono oggetto anche le attività che influenzano *negativamente* le aree sensibili alla biodiversità fornendo un'indicazione *T/F* sul fatto che l'emittente sia direttamente coinvolto in controversie che incidano negativamente sulle aree sensibili alla biodiversità e in cui non sono state attuate misure correttive. La formula è data dal peso dell'indice aggregato delle aziende coinvolte in controversie che influenzano negativamente le aree sensibili alla biodiversità e dove non sono state attuate misure correttive, il risultato è espresso in percentuale³⁰⁴.

La *quota delle emissioni in acqua* è invece essenziale per la valutazione del rischio e l'impatto idrico della società stessa. Attraverso questo fattore vengono valutate le emissioni di domanda chimica di ossigeno (COD) di un'azienda, la domanda chimica di ossigeno è l'unità che misura le emissioni chimiche in acqua (di scarico). L'unità

³⁰¹ Cit. EURONEXT, *ESG Disclosure – 2.17 Energy Consumption Intensity*.

³⁰² Cit. EURONEXT, *ESG Disclosure – 2.18 Energy Consumption Intensity per High Impact Climate Sector (NACE)*.

³⁰³ Tra queste rientrano l'agricoltura, silvicoltura, la pesca; l'estrazione mineraria, la fabbricazione, la fornitura di elettricità, gas, vapore e aria condizionata, l'approvvigionamento idrico, la gestione dei rifiuti e la bonifica; la costruzione; il commercio all'ingrosso e al dettaglio; la riparazione di veicoli a motore e motocicli; il trasporto e lo stoccaggio; le attività immobiliari.

³⁰⁴ Cit. EURONEXT, *ESG Disclosure – 2.19 Activities negatively affecting biodiversity sensitive areas*.

per questo fattore è: tonnellate (t) per milioni di EUR di Valore Aziendale Incluso il Contante (EVIC)³⁰⁵.

Oltre alle emissioni in acqua sono significative le emissioni di inquinanti atmosferici³⁰⁶. I dati sono presentati in tonnellate metriche (t). L'unità per questo fattore è: tonnellate metriche (t) per milione di euro di Valore *Enterprise* Incluso *Cash* (EVIC). La formula è data da tonnellate medie ponderate di ossido di azoto (NOx), ossido di zolfo (SOx), composto organico volatile (VOC) e/o particolato dell'emittente raccolte da ISS ESG, il risultato è espresso in tonnellate metriche per milione di euro di EVIC³⁰⁷.

Oggetto di analisi sono le iniziative aziendali per valutare se abbiano o meno iniziative di riduzione delle emissioni di carbonio, fornendo così un'indicazione *T/F* se l'emittente manchi di obiettivi di riduzione delle emissioni di gas serra basati sulla scienza. Il fattore identifica le aziende *come prive* di iniziative di riduzione delle emissioni di carbonio, se non hanno fissato obiettivi di riduzione delle emissioni di carbonio approvati dalle iniziative *Science-Based Targets* o si siano formalmente impegnate nel farlo. La formula è data dal peso dell'indice aggregato delle aziende con una mancanza di obiettivi di riduzione delle emissioni di gas a effetto serra basati sulla scienza, il risultato è espresso in percentuale³⁰⁸.

Tanto l'uso quanto il riciclaggio di acqua e l'intensità di utilizzo dell'acqua dolce sono fattori valutati ai fini dell'inclusione nel Mib ESG. Questo fattore fornisce la quantità media di acqua dolce consumata dall'emittente, in metri cubi, per milione di euro di entrate ove non è inclusa l'acqua recuperata. La formula è data dalla quantità media ponderata di acqua dolce consumata per milione di euro di entrate, il risultato è espresso in metri cubi per milione di euro di entrate³⁰⁹.

³⁰⁵Cit. Euronext, *ESG Disclosure – 2.20 Emission to water*.

³⁰⁶ Vengono prese in esame le emissioni totali di ossidi di azoto (NOx), ossidi di zolfo (SOx), composti organici volatili (VOC) e/o materiali particolari dell'emittente raccolti da ISS ESG, che raccoglie dati sulle emissioni che sono più rilevanti per le rispettive industrie.

³⁰⁷Cit. Euronext, *ESG Disclosure – 2.22 Emission of air pollutants*.

³⁰⁸Cit. Euronext, *ESG Disclosure – 2.23 Companies without carbon emission reduction initiatives*.

³⁰⁹Cit. Euronext, *ESG Disclosure – 2.24 Water usage and recycling*.

Rilevano anche le *politiche di gestione delle acque* al fine di fornire un'indicazione T/F dell'emittente che manca di politiche di gestione sufficienti. Questo fattore si basa su una valutazione delle prestazioni tra indicatori chiave, comprese le attività e gli impatti nelle regioni con alti livelli di stress idrico, gli inventari dell'uso dell'acqua dolce, gli obiettivi di riduzione dell'uso dell'acqua dolce e i piani d'azione. La formula è data dal peso dell'indice aggregato delle società con una mancanza di politiche di gestione sufficienti, il risultato è espresso in percentuale³¹⁰.

L'ultimo fattore da valutare riguarda le *“Specie naturali e aree protette”* aventi ad oggetto le controversie riguardanti le specie a rischio. Questo fattore fornisce un'indicazione T/F sul fatto che l'emittente sia coinvolto in controversie che riguardano le specie della Lista Rossa IUCN³¹¹. Per i fondi e altri emittenti aggregati, se una delle partecipazioni sottostanti è *True* per questo indicatore, il fondo riceve il valore *True*. L'ISS ESG tiene traccia delle controversie che colpiscono le specie della Lista Rossa IUCN. Vi possono esistere sovrapposizioni tra gli elenchi internazionali e nazionali dal momento che non sono tracciati separatamente³¹². La formula è data dal peso dell'indice aggregato delle società coinvolte in controversie che riguardano le specie della Lista Rossa dell'IUCN, il risultato è espresso in percentuale.

5.7.5 Sui Fattori Sociali

Il *“Social Score”* fornisce un punteggio numerico da 1 (D-) scarso, a 4 (A+) elevato, legato al rating sociale della società. La valutazione si basa sulle prestazioni misurate attraverso metriche chiave in relazione al fattore “sociale”, tra cui si annoverano principalmente metriche che fanno riferimento alla condotta della società in relazione

³¹⁰Cit. EURONEXT, *ESG Disclosure – 2.25 Investments in companies without water management policies*.

³¹¹ IUNC è l'Unione Internazionale per la Convenzione della Natura, fondata oltre 60 anni fa, la cui missione è influenzare, incoraggiare e assistere le società in tutto il mondo a conservare l'integrità e diversità della natura e di assicurare che ogni utilizzo delle risorse naturali sia equo ed ecologicamente sostenibile. La Lista Rossa IUCN, attiva da 50 anni, è il più completo inventario del rischio di estinzione secondo i principali esperti delle diverse specie. Dal 1994 le valutazioni sono basate su un sistema di categorie e criteri quantitativi e scientificamente rigorosi. A tal proposito, IUNC, *Cosa sono le liste rosse?* consultabile in iunc.it.

³¹²Cit. EURONEXT, *ESG Disclosure – 2.27 Natural species and protected areas*.

al personale e ai fornitori, alla salute e sicurezza, ai diritti umani, alla responsabilità del prodotto specifico del settore e ad altre questioni proprie.

La formula è data dal punteggio medio ponderato risultante dalla valutazione di tutti i parametri ed il risultato è espresso in valori che vanno da 1 a 4, dove più alto è, meglio è.

Ai fini della valutazione e dell'assegnazione del punteggio vengono prese in considerazione diverse metriche. Nella prima categoria "*Personale e Fornitori*" sono diversi gli aspetti oggetto di valutazione, tra questi, innanzitutto rientra il "*Gender Gap Pay*", un fattore specifico che rileva il *gap* retributivo di genere. Il risultato in percentuale rappresenta la quota dei salari femminili inferiori a quelli maschili ove un valore negativo dello stesso indica una retribuzione femminile più elevata, rappresentando una prestazione positiva della società in tale ambito³¹³. Un altro aspetto che desta interesse in tale area riguarda il rapporto tra i membri del CDA femminili e maschili. Ai fini della stima si guarda al rapporto medio ponderato tra membri del CDA femminili e maschili, il tutto espresso in percentuale³¹⁴.

Sempre nella categoria "*Personale e Fornitori*" assume rilevanza, da una parte, il rapporto tra incidenti, feriti e morti sul luogo del lavoro che si fonda sul totale degli incidenti documentati dei dipendenti dell'azienda in rapporto a 200.000 ore lavorative equivalenti a 100 a tempo pieno³¹⁵ ma al contempo anche l'effettiva esistenza, o la mancanza, di politiche di prevenzione degli stessi³¹⁶; l'inerzia della società in tal senso la conduce ad una valutazione espressa in senso negativo ergo un impegno attivo è connaturale per la sua inclusione nell'indice Mib ESG. Oltre alla condotta delle società direttamente interessata, affinché tale parametro sia del tutto integrato, è necessario che la stessa si impegni nel promulgare un "*codice di condotta*" che ha come destinatari i fornitori³¹⁷ con cui si interfaccia per valutare, attraverso degli

³¹³Cit. EURONEXT, *ESG Disclosure* –3.5 Gender Pay Gap.

³¹⁴Cit. EURONEXT, *ESG Disclosure* –3.6 Ratio of female to male Board members.

³¹⁵Cit. EURONEXT, *ESG Disclosure* –3.7 Ratio of accidents, injuries, fatalities.

³¹⁶ Si guarda al fatto che l'emittente abbia una politica specifica in materia di salute e sicurezza nell'ambiente lavorativo. Cit. EURONEXT, *ESG Disclosure* – 3.10 Companies without workplace accident prevention policies.

³¹⁷ Ma anche appaltatori.

standards appositamente delineati, il rispetto dei diritti dei lavoratori annesse le condizioni di lavoro in cui versano gli stessi³¹⁸.

Un aspetto peculiare ed insito su cui si fonda la valutazione prevista per il Mib ESG del “*fattore social*” riguarda il coinvolgimento della società nello sviluppo delle cd. *armi controverse*³¹⁹ che si esprime mediante il peso dell’indice aggregato delle società contrassegnate “*True*”³²⁰ espresso in percentuale³²¹.

Un ulteriore profilo che viene valutato è il cd. “*Tobacco Involvement*” che indica il valore massimo degli introiti dovuti al coinvolgimento della società nel settore del tabacco, senza fare distinzione tra *produzione, distribuzione e servizi*. In tal caso il calcolo è dato dalla quota media ponderata delle entrate derivanti dal coinvolgimento nel settore del tabacco in relazione al peso della società nell’indice³²².

Infine costituisce oggetto di analisi per il “*social factor*”, il modo in cui la società si approccia al rispetto dei *diritti umani*; data l’importanza del tema, i parametri oggetto di valutazione sono molteplici. Innanzitutto, assume rilevanza se e come la società ha rispettato le norme in materia di diritti umani³²³. La metodologia prevede una valutazione in merito al coinvolgimento delle aziende in presunte o verificate inadempienze rispetto alle norme previste in materia di diritti umani di cui fanno parte norme di tutela del lavoro, di tutela dell’ambiente e di pratiche commerciali scorrette definite da *standards* autorevoli di disciplina aziendale responsabile³²⁴. La formula è data dal peso dell’indice aggregato delle società, il cui risultato è espresso in percentuale.

³¹⁸ Cit. Euronext, *ESG Disclosure –3.10 Companies without workplace accident prevention policies*.

³¹⁹ Per valutare se un’arma è controversa vengono valutati trattati e convenzioni internazionali, principi delle Nazioni Unite e diritto nazionale, se applicabile; tra queste però rientrano le armi biologiche, chimiche e nucleari, munizioni a grappolo, mine antiuomo, uranio impoverito. Cit. Euronext, *ESG Disclosure –3.6 Controversial weapon*.

³²⁰ Per “*True*”, d’ora in poi, s’intende che la società abbia soddisfatto tale requisito.

³²¹ Per ulteriori approfondimenti *ibidem*.

³²² Quindi maggiori sono le entrate maggiore è il coinvolgimento ed il peso della società nel calcolo dell’indice.

³²³ Tra queste si annoverano l’UN Global Compact, OECD Guidelines, UN Guiding Principles, Obiettivi di sviluppo sostenibile, ILO Conventions, ICCPR and ICESCR, Paris Agreement, Convenzione sulla diversità biologica.

³²⁴ Cit. Euronext, *ESG Disclosure –3.4 Social Violation*.

È prevista una valutazione *ad hoc* per l'eventuale mancanza di procedure di *due diligence* sui diritti umani, al fine di rendere noto il modo in cui la società prende e dà atto delle misure per analizzare, prevenire, mitigare gli effetti negativi o potenziali che la propria attività ha sui diritti umani dei soggetti interessati o coinvolti come ad esempio le comunità e le popolazioni indigene. In tal caso, la formula si basa sul peso dell'indice aggregato dalle società con valore “*True*”, espresso in percentuale³²⁵.

Un'analisi specifica è tuttavia richiesta per la conformità o meno della società ai principi del *Global Compact* (UNGC) delle Nazioni Unite e dell'*Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico* (OCSE) per le multinazionali. A sottolinearne l'enfasi è l'espressa previsione di un fattore specifico che vada a parametrare se l'emittente sia privo di politiche per monitorare la conformità all'UNGC e all'OCSE. In tal caso si guarda all'intero processo che condotto dall'impresa per essere conforme o meno ove la mera ratifica non risulta essere abbastanza. In entrambi i casi la formula è data dal peso dell'indice aggregato delle società con valore *True* espresso in percentuale³²⁶.

5.7.6 Sui Fattori di Governance

Il “*Governance Score*” fornisce un punteggio numerico da 1 (D-) a 4 (A+) collegato al *rating* di *governance* della società valutata. La valutazione si basa sulle *performance* in tal senso attraverso metriche chiave di *governance*; tra queste rilevano l'*etica*, la *governance* aziendale ed altre questioni. La formula è data dal punteggio medio ponderato, il risultato è espresso in valori che vanno da 1 a 4, dove più alto è meglio³²⁷.

Nel dettaglio si nota come a rilevare sia innanzitutto il numero dei membri *indipendenti* del CDA in base alla classificazione fornita da ISS ESG in merito

³²⁵Cit. EURONEXT, *ESG Disclosure –3.13 Lack of a human rights policy*.

³²⁶Per ulteriori specificazioni cit. EURONEXT, *ESG Disclosure –3.8 Violations of UN Global Compact (UNGC) Principles & Organisation for economic cooperation and development (OECD) Guidelines for multinational enterprises*” e *ESG Report disclosure definitions –3.9 Lack of processes and compliance mechanism to monitor compliance with UN Global compact principles and OECD Guidelines for Multinational Enterprises*.

³²⁷Cit. EURONEXT, *ESG Disclosure – 4.1 Governance score*.

all'indipendenza degli stessi. La formula è data dalla media ponderata dei membri del consiglio che sono indipendenti³²⁸.

Anche la presenza delle donne è un fattore determinate, pertanto, viene misurata la presenza effettiva delle donne *membri* del CDA³²⁹. La formula è data dalla media ponderata delle donne nel *board* ed il risultato è espresso in percentuale³³⁰.

Per il Mib ESG è previsto che venga ponderato il numero di imprese senza *due diligence* su questioni affrontate nelle convenzioni fondamentali dell'OIL da 1 a 8. Questo fattore fornisce un'indicazione *True/False* sul fatto che l'emittente sia coinvolto in controversie relative a *frodi contabili, tangenti o riciclaggio di denaro* per cui non siano state adottate misure correttive. Si misura attraverso il peso dell'indice aggregato delle società contrassegnato *True* ed il valore è espresso in percentuale³³¹.

Ai fini di un'equa *governance* l'eccessiva retribuzione dei CEO risulta inidonea, infatti anch'essa costituisce oggetto di valutazione. A tal proposito, la formula è data dal rapporto *medio ponderato* all'interno delle società tra la retribuzione totale annuale del dipendente più remunerato³³² e la retribuzione totale annuale media di tutti i dipendenti (escluso l'individuo più alto remunerato); il risultato è espresso come valore numerico³³³.

In ultimo costituiscono oggetto di studio ed interesse, ai fini dell'inclusione nel Mib ESG, le perdite monetarie totali dovute alla corruzione. Questo fattore indica se una società divulghi le perdite monetarie dovute a procedimenti legali relativi alla corruzione. La formula è data dal rapporto medio ponderato del valore monetario totale delle perdite subite attraverso procedimenti legali relativi alla corruzione, il risultato è espresso attraverso un valore numerico³³⁴

³²⁸Cit. EURONEXT, *ESG Disclosure –4.2 Independent board member*.

³²⁹ Da non confondere con il social score ove viene valutato il rapporto tra la presenza dei membri del cda maschili e femminili.

³³⁰Cit. EURONEXT, *ESG Disclosure –4.3 Women Board member*.

³³¹Cit. EURONEXT, *ESG Disclosure –4.4 Women Board member*.

³³²A tal proposito bisogna puntualizzare che l'ISS ESG utilizza la retribuzione del CEO, non quella del dipendente più pagato che per il 95% dei casi è lo stesso.

³³³Cit. EURONEXT, *ESG Disclosure –4.5 Excessive CEO pay ratio*.

³³⁴Cit. EURONEXT, *ESG Disclosure – 4.6 Total monetary losses from corruption*.

CAPITOLO III - Tra Vecchio e Nuovo Continente: indagine sugli Indici Etici delle Borse Valori di New York, Londra e Singapore

1. L'“S&P Dow Jones Sustainability Index” del NYSE

Sebbene il *Dow Jones Sustainability Index* non sia il primo indice etico al mondo³³⁵, è sicuramente il più importante. Lanciato nel 1999, nasce dalla cooperazione tra l'*S&P Dow Jones Indexes*³³⁶ e *Robeco SAM*³³⁷. L'obiettivo che il *Dow Jones Sustainability Index* si pone è monitorare e riconoscere le aziende maggiormente performanti da un punto di vista *esclusivamente* ESG.

Per garantire ciò, è previsto sia un aggiornamento *annuale* che si svolge nel mese di settembre, che un monitoraggio quadrimestrale, affinché la sua composizione includa il 20% delle aziende *leader* nel campo della sostenibilità³³⁸, garantendo affidabilità ai fini delle scelte di investimento. Pertanto l'indice funge da *benchmark* per valutare le *performance* dei singoli titoli all'interno di un portfolio ed incoraggia le imprese ad ottimizzare i processi e le attività riguardanti la loro stessa responsabilità sociale.

Per effettuare tali valutazioni, il *Dow Jones Sustainability Index* si avvale della collaborazione con l'*S&P Global Sustainable*, esperta nella ricerca e nella valutazione dei dati ESG³³⁹. Una delle maggiori peculiarità del *Dow Jones Sustainability Index* è data dalla ripartizione e dalla classificazione in base all'area di appartenenza geografica in *DJSI World*³⁴⁰, *DJSI Regions*³⁴¹ e *DJSI Countries*³⁴².

³³⁵ Infatti il primo indice etico di borsa al mondo, il “*Domini Social Index 400*” è stato creato nel 1990 dalla società di consulenza americana KLD.

³³⁶ Si classifica come una delle principali società di indici finanziari a livello globale.

³³⁷ Società di investimento con un particolare focus sulla sostenibilità finanziaria aziendale.

³³⁸ BORSA ITALIANA, *Gli indici etici*, consultabile in borsaitaliana.it.

³³⁹ S&P DOW JONES INDICES, *Indices Methodology*, consultabile in spglobal.com.

³⁴⁰ All'interno della ripartizione geografica “*DJSI World*” rientrano gli indici *Dow Jones Sustainability World*, *Dow Jones Sustainability World Enlarged*, *Dow Jones Sustainability Emerging Markets*.

³⁴¹ Nella ripartizione “*DJSI Regions*” rientrano il *Dow Jones Sustainability Asia/Pacific*, il *Dow Jones Sustainability Europe*, il *Dow Jones Sustainability North America*.

³⁴² In ultimo il *DJSI Countries* è composto dal *Dow Jones Sustainability Australia*, il *Dow Jones Sustainability Korea*, il *Dow Jones Sustainability Korea Capped 25%*, il *Dow Jones Sustainability Chile*.

La suddivisione prende in esame differenti indici di partenza³⁴³ e adotta diverse percentuali ponderate in base all'area geografica di appartenenza. Questo sistema serve a definire principalmente la soglia dalla quale in poi selezionare le società in relazione al punteggio *S&P Global CSA Score*.

1.1 La costruzione dell'indice attraverso gli S&P Global Score

Per la selezione dei titoli del paniere, il *Dow Jones Sustainability Index* prevede un iter selettivo dei costituenti³⁴⁴ mediante meccanismi di trasparenza che si fondano sull'*S&P Global Score*.

La metodologia utilizzata dall'*S&P Global Score* per la costruzione del *Dow Jones Sustainability Index* vede al centro l'annuale *Corporate Sustainability Assessment* (CSA) che dal 1999 viene utilizzato come riferimento per valutare le *performance* di sostenibilità delle società, diventando così il perno su cui si fonda la costruzione del *Dow Jones Sustainability Index*.

Le maggiori società quotate in borsa al mondo sono invitate a partecipare alla valutazione per essere incluse negli indici ESG, ripartite per settori industriali di appartenenza³⁴⁵ e analizzate attraverso questionari presenti *online* specifici per ognuno dei settori. L'analisi si fonda sui criteri di sostenibilità finanziariamente rilevanti³⁴⁶ che misurano l'impatto dell'impresa da un punto di vista *economico, ambientale e sociale*. Per ogni risposta data³⁴⁷, viene assegnato un punteggio che va da 0 a 100 e che assume un peso specifico³⁴⁸ all'intero del questionario, ponderato

³⁴³Data la finalità quale quella di raggruppare le migliori società appartenenti a diverse zone geografiche.

³⁴⁴Per costituenti s'intendono le società partecipanti.

³⁴⁵La ripartizione ha ad oggetto 61 settori derivante dal GICS (*Global Industry Classification Standard*), la struttura è composta da 11 settori, 24 gruppi industriali, 69 industrie e 158 sotto industrie. Il sistema è molto simile a quello del ICB (*Industry Classification Benchmark*) previsto per gli indici settoriali appartenenti al gruppo FTSE v. p. 67.

³⁴⁶L'analisi della cd. *materialità finanziaria* si basa sull'esperienza degli analisti del settore, che determinano quali fattori *economici, sociali o ambientali* a lungo termine potrebbero determinare impatti significativi sulle ipotesi di valore aziendale futuro a lungo termine.

³⁴⁷Per le domande in cui sono previste risposte qualitative, gli analisti di *S&P Global ESG Research* codificano la risposta attraverso metodi di valutazione standardizzati che si traducono in punteggi quantitativi.

³⁴⁸Ciò sta a significare che ogni risposta ha un peso diverso.

con quello delle altre risposte, consentendo così un confronto diretto con le altre società incluse nello stesso settore.

Tra queste solo il 10%³⁴⁹ è incluso nell'indice, selezionato tra quelle maggiormente performanti³⁵⁰. Il processo di valutazione ha inizio generalmente ad aprile di ogni anno mentre la pubblicazione dei nuovi punteggi viene divulgata a settembre.

1.2 La composizione dei panieri dall'“Invited Universe” all' “Eligible Universe” e i Sottoindici di Esclusione Etica

La composizione e la selezione dei componenti dell'indice viene rivista generalmente a dicembre, con un approccio che guarda a due aspetti principalmente, da una parte rappresentare le società *best in class*³⁵¹, e a sottolinearlo è la modifica apportata alla denominazione dell'indice da *Dow Jones Sustainability Indices* a *Dow Jones Best-in-Class*³⁵², e dall'altra di selezionare le società con la più alta capitalizzazione di mercato ponderata per il flottante³⁵³.

Le componenti da inserire in ogni indice idonee vengono innanzitutto raggruppate nel cd. *Invited Universe*, che comprende le società più grandi in termini di capitalizzazione di mercato, per poi realizzare per ciascun indice il cd. *Eligible Universe*³⁵⁴. La procedura di selezione prevede una classificazione in ordine decrescente in base al punteggio assegnato dall'*S&P Global CSA* delle società

³⁴⁹Cit. S&P, *Indices Methodology*, 10 ss.

³⁵⁰La metodologia su cui si basa la valutazione di S&P utilizza regole per convertire una media di 1.000 punti dati per azienda in un punteggio ESG globale S&P; a tal proposito si faccia riferimento a S&P GLOBAL, *Corporate Sustainability Assessment Methodology*, consultabile in [spglobal.com](https://www.spglobal.com).

³⁵¹Per tale s'intende un *modus operandi* che vada a selezionare o pesare gli emittenti attraverso criteri ambientali, sociali e di governance, dando spazio ai migliori emittenti in BORSA ITALIANA, *Glossario finanziario-strategie SRI- best in class*, consultabile in [borsaitaliana.it](https://www.borsaitaliana.it).

³⁵²La modifica decorre dal 10 febbraio 2025 così come comunicato dalla società S&P Dow Jones Indices. A tal proposito si faccia riferimento al comunicato stampa: S&P DOW JONES INDICES, *S&P Dow Jones Indices Announces Dow Jones Sustainability Indices 2024 Review Result*, consultabile in portal.s1.spglobal.com.

³⁵³S&P DOW JONES INDICES, *Dow Jones Best-in-Class Indices Methodology*, 2025, consultabile in [spglobal.com](https://www.spglobal.com).

³⁵⁴La condizione dell'“*Eligible Universe*” è che vengano escluse tutte le società possedenti un punteggio S&P Global CSA inferiore al 45% rispetto al punteggio assegnato alla società con il punteggio S&P Global CSA migliore.

comprese nei settori ammissibili. In seguito, è previsto che all'interno di ciascun settore ammissibile, vengano selezionate le società che si trovano nei top Target % dell'*Invited Universe*³⁵⁵. Tra tutte le società ammissibili rimanenti vengono selezionate quelle componenti già l'indice e le "nuove" società che, al contempo, posseggano le migliori prestazioni comparate a quelle delle altre aziende nello stesso settore di riferimento.

Effettuata la classifica delle migliori componenti, ai fini di una più attenta valutazione, il "*Dow Jones Sustainability Index*", incorporando i *sottoindici di esclusione etica* attraverso i cd. "*exclusions tag*" identificano le attività intraprese dalle società che potrebbero declinare la loro stessa idoneità ai fini della partecipazione all'indice. La rilevanza del coinvolgimento dell'entità è studiata in base a livelli differenziati; principalmente attraverso due fattispecie, il primo cd. "*Level of Involvement Threshold*" che accerta il coinvolgimento *diretto* dell'entità selezionata nell'attività e ne sancisce l'esclusione ed il secondo cd. "*Significant involvemnet Threshold*" che individua il coinvolgimento *indiretto* dell'entità attraverso, ad esempio, società controllate a loro volta coinvolte.

Le attività che gli "*exclusion tag*" prevedono come dannose, tanto da sancirne l'esclusione delle società coinvolte, sono diverse fra loro ma inerenti principalmente alla produzione e distribuzione di materiale di intrattenimento per adulti, alla produzione di bevande alcoliche, alla produzione di componenti di armi essenziali per il funzionamento di mine antiuomo, di armi biologiche e chimiche, di armi laser accecanti, di armi da fuoco, in tal caso è prevista una soglia per cui il coinvolgimento *indiretto* assume rilevanza ed è maggiore uguale al 10%.

Ne determinano l'esclusione anche il coinvolgimento nelle operazioni e nella produzione di attività volte al supporto della società nel gioco d'azzardo, allo stesso modo anche il coinvolgimento diretto nella produzione maggiore al 5% di armi militari o dei prodotti e/o servizi a supporto delle stesse. Tra le *exclusion tag* di maggiore rilevanza rientra la produzione di energia nucleare, la distribuzione di

³⁵⁵ Sono incluse nell'indice anche le società che si trovano entro 0,6 punti di punteggio rispetto all'ultima azienda selezionata tra le *top target*.

energia ricavata dalla stesse così come la produzione di servizi che supportano l'industria dell'energia nucleare. Ne determina l'esclusione anche la produzione e la vendita di armi d'assalto a clienti civili maggiore al 5% così come ai clienti militari e alle forze dell'ordine. In ultimo qualsiasi percentuale diretta e indiretta della società coinvolta nella produzione di tabacco³⁵⁶.

1.3 Azioni tecniche per la gestione e la manutenzione dell'Indice

Sebbene l'Indice sia soggetto alle cd. regole di “*buffer*” che ne consentono la stabilità, allo stesso modo sono previste azioni tecniche con cadenza scandita attraverso cui monitorare e apportare modifiche al fine di captare il reale andamento dell'indice. A tal proposito è previsto innanzitutto che ogni indice facente parte della famiglia *Dow Jones Sustainability Index* venga riequilibrato *annualmente* il terzo venerdì di novembre, con efficacia dopo la chiusura del terzo venerdì di dicembre³⁵⁷. A tale monitoraggio “ordinario”, se ne aggiungono altri ogniqualvolta vi sia un'azione societaria di rilievo³⁵⁸ che richieda un aggiustamento del peso delle azioni al suo interno.

Piuttosto una delle maggiori azioni del DJSI³⁵⁹, che merita di essere annotata, è la cd. “*revisione continua dell'adesione*” che si sostanzia in una revisione *quotidiana* da parte di *S&P Global Sustainable* circa la validità dei dati e delle controversie aziendali in corso, tali possono avere natura spontanea o essere richieste. Dopo aver effettuato la revisione, il punteggio *S&P Global CSA* può essere rivisto in due modi, al rialzo o al ribasso. La natura dell'azione dipende dalla forma che assume la variazione; se la variazione comporta un aumento pari a 0.6 punti, è previsto che la società venga aggiunta ad ogni indice della famiglia DJSI per cui risulta idonea; al contrario, una diminuzione nella stessa misura comporta la rimozione della società dagli indici di appartenenza.

³⁵⁶Cit. S&P DOW JONES INDICES, *Dow Jones Best-in-Class Indices Methodology- Ethical Exclusion Sub-Indices*.

³⁵⁷ Cit. S&P DOW JONES INDICES, *Dow Jones Best-in-Class Indices Methodology*, 10.

³⁵⁸ Tra queste si annoverano: *delisting*, la bancarotta, fusioni. acquisizioni.

³⁵⁹ Peculiarità che, come si può notare, lo differenzia dal Mib ESG.

I tempi di revisione variano a seconda che si tratti di una aggiunta o di una rimozione. Nel primo caso si ha a Giugno, nel secondo caso ogni quattro mesi a Marzo, Giugno e Settembre, tuttavia le modifiche diventano effettive solo a chiusura del terzo venerdì di ogni mese³⁶⁰.

1.4 La Governance e la Policy dello S&P DJS

La gestione del *DJSI* è riservata ad un Comitato che ha il compito di rivedere tanto la *policy* dello stesso quanto le tempistiche di ribilanciamento.

Inoltre, al Comitato spetta il compito di esaminare le questioni che si presentano di volta in volta e di apporre delle deroghe all'applicazione della metodologia anzidetta in caso di necessità. Oltre a tale compito di “*razionalizzatore*”, il Comitato almeno una volta l'anno si riunisce per valutare l'efficacia dell'indice fino ad allora applicata³⁶¹.

La *policy* del *DJSI* prevede che qualora vi sia una modifica che riguardi il calcolo giornaliero dell'indice questa debba essere riportata nell'apposito rapporto *Index Corporate Event*. Oltre a ciò, è previsto che venga fornito un *file proforma* il giorno antecedente al ribilanciamento che contenga tutte le componenti, annesse alle stesse vi sono anche i pesi e le quote dell'indice corrispondenti in vigore.

È previsto un calcolo giornaliero dell'indice destinato ad arrestarsi solo nei giorni festivi, che corrispondono ai giorni di chiusura delle borse mondiali in cui sono quotati, senza tuttavia disattendere che vi possano essere delle chiusure inaspettate delle stesse³⁶².

³⁶⁰ *Ibidem*.

³⁶¹ Cit. S&P DOW JONES INDICES, *Dow Jones Best-in-Class Indices Methodology*, 14.

³⁶² Cit. S&P DOW JONES INDICES, *Dow Jones Best-in-Class Indices Methodology*, 15 ss.

2. Il London Stock Exchange ed il secondo “Indice Etico” al mondo: l’*“FTSE4GOOD Index Series”*

La crescente attenzione verso le tematiche ESG da parte degli investitori ha condotto l’*FTSE Russell*³⁶³ a plasmare l’indice *FTSE4Good* negli anni immediatamente successivi al DJSI, precisamente nel 2001.

Tuttavia, diversamente da quanto previsto per il DJSI³⁶⁴, l’*FTSE4Good* si conforma ai 17 obiettivi di sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite (SDGs)³⁶⁵ per garantire un allineamento delle condotte societarie ai principi ESG.

I principi fungono da valutazione delle *performance* di sostenibilità dell’ampio numero di aziende che l’indice cattura al suo interno.

Una peculiarità dell’indice riguarda la sua “*forte governance*”, supervisionato da diversi soggetti; tra cui un comitato esterno indipendente composto da esperti della comunità di investimenti, dalle imprese, dalle ONG, dai sindacati e dal mondo accademico.

L’importanza che l’*FTSE4Good* riveste nel mondo della finanza sostenibile è data anche dai diversi modi in cui gli indici possono essere impiegati nel mondo finanziario. Innanzitutto possono costituire prodotti finanziari al fine di creare investimenti indicizzati, strumenti finanziari o prodotti di fondi con un *focus* proprio sull’investimento sostenibile, ma allo stesso modo, prodotti di ricerca per monitorare le società con le migliori pratiche ambientali e sociali, come parametri di riferimento o meglio come veri e propri *standards* ESG attraverso cui valutare progressi, o al contrario, regressi delle società infine come *benchmarking* per osservare le condotte dei portafogli di investimento ESG³⁶⁶.

³⁶³ FTSE Russell è uno dei fornitori principali di indici, di proprietà del London Stock Exchange Group, che offre prodotti finanziari per il 98% del mercato investibile in research.ftserussell.com.

³⁶⁴ Che si affida all’*S&P Global Sustainable* per la valutazione dei fattori ESG.

³⁶⁵ A loro volta, i 17 obiettivi sono articolati in 169 target e costituiscono l’Agenda 2030, che si basa sulle cinque “P”: *Persone, Prosperità, Pace, Partnership e Pianeta*; cfr. ASVIS, *L’agenda 2030 dell’Onu per lo sviluppo sostenibile* consultabile in avis.it.

³⁶⁶ V. lseg.com.

2.1 Gli “Eligibility Criteria” previsti per la composizione dell’indice

Per la composizione dell’indice viene preso in considerazione il punteggio ESG fornito dal cd. “*ESG Data Model*” di FTSE Russell. Lo stesso consiste in un modello standard che determina il punteggio ESG complessivo delle componenti l’indice.

L’analisi viene condotta sulla base del concetto di doppia materialità “*inside in*” ed “*inside out*” che misura tanto l’impatto esterno sui fattori ESG dell’impresa che la resilienza della stessa rispetto ai rischi ESG³⁶⁷, il punteggio è assegnato per tema attraverso 300 indicatori applicati alle circostanze *caratterizzanti* le società, assegnando un punteggio ESG da 0 a 5.

I criteri di valutazione, inoltre, mutano in seguito alla classificazione attribuita al paese in cui la società opera, prevedendo diversi *score* a seconda che si tratti di mercati identificati come *sviluppati*, *emergenti avanzati*, *emergenti secondari* e di *frontiera*. Il punteggio richiesto³⁶⁸ è modulato rispetto agli stessi e le società rischiano la rimozione qualora i criteri non siano soddisfatti al momento della revisione periodica dell’indice³⁶⁹.

Come per tutti gli altri indici, sono escluse le società vessate da attività non compatibili ontologicamente con i profili ESG; tra questi si annoverano i produttori di tabacco, di armi e di munizioni a grappolo o di parti e servizi specifici delle stesse, di mine anti-persona o di parti di esse, di armi nucleari o di parti specifiche per il funzionamento dei sistemi interni, di armi militari convenzionali e di armi da fuoco per uso non militare. Allo stesso modo, sono considerate non idonee, le imprese coinvolte nella categoria del carbonio e di *default* sono esclusi i fondi di investimento dal momento che rappresentano portafogli di titoli non inclusi nella ricerca ESG di *FTSE Russell*³⁷⁰. Per tutte le società coinvolte in aree di *business* più controverse

³⁶⁷ A tal proposito, FTSE RUSSELL, *FTSE4GOOD INDEX SERIES-Eligibility criteria*, 2024 consultabile in [lseg.com](https://www.ftse.com/ftse4good).

³⁶⁸ Il punteggio richiesto è pari o superiore a 3,3 nel caso si tratti di società operante in *mercati sviluppati*, 2,9 o superiore nel caso si tratti di *società in mercati emergenti*.

³⁶⁹ La rimozione si ha qualora alle società operanti in *mercati sviluppati* sia stato assegnato un punteggio inferiore a 2,9 e abbia uno o più temi ESG con esposizione significativa con un punteggio pari a 0; per le società appartenenti a mercati emergenti la rimozione si ha qualora il punteggio sia inferiore a 2,4.

³⁷⁰ *Ibidem*.

come, ad esempio, come quelle coinvolte nella produzione di energia nucleare³⁷¹ vengono richiesti requisiti ulteriori.

Ai fini della formulazione degli indici *FTSE4Good* rileva anche, per i parametri ESG, la valutazione delle controversie di *FTSE Russel*. In tal caso è previsto che, se ad una società costituente l'indice vengano valutate delle esposizioni significative a controversie gravi, questa deve essere sospesa dall'indice per un tempo proporzionale alla portata e gravità della controversia pendente³⁷². In seguito a ciò la società deve dimostrare di aver apportato delle azioni volte tanto alla rettifica degli effetti negativi quanto di prevenzione per poter essere riammessa all'indice *FTSE4Good*³⁷³.

In ultimo, i titoli selezionati vengono inclusi nell'indice *FTSE4Good* appropriato automaticamente. Ogni Indice negoziabile della famiglia *FTSE4Good* può avere solo un numero massimo di costituenti da inserire che muta in base al Paese di appartenenza. Per lo *UK & Europe* è pari alle 50 società più grandi per valore di mercato; per gli *USA* la composizione è pari alle 100 società più grandi selezionate in base al valore di mercato pieno, infine, per l'Australia si hanno le 30 società maggiori dell'Indice *FTSE Australia* classificate, questa volta, in base alla capitalizzazione di mercato³⁷⁴.

2.2 La revisione periodica delle società componenti

Le regole previste per effettuare la revisione periodica delle componenti consentono di rappresentare le società maggiormente performanti e, allo stesso modo, di documentare i cambiamenti che hanno visto partecipare le società assicurando così maggiore *rappresentatività* agli indici.

La revisione avviene semestralmente, a Giugno e Dicembre, mediante i dati *FTSE ESG* dello stesso anno fiscale basati sull'*Annual Report and Corporate Sustainability Report (CSR)* forniti l'ultimo giorno lavorativo di marzo (per la revisione di giugno)

³⁷¹ *Ibidem*.

³⁷² Il periodo massimo la sospensione della società è di due anni.

³⁷³ *Ibidem*.

³⁷⁴ Cit. FTSE RUSSELL, *FTSE4GOOD INDEX SERIES*, 16.

e di settembre (per la revisione di dicembre), le modifiche vengono effettuate alla chiusura della terzultima settimane di giugno e dicembre. Ottenuto il punteggio ESG, lo stesso funge da parametro per declinare la decisione circa l'aggiunta o l'eliminazione delle società agli Indici *FTSE4Good* in combinato con la capitalizzazione piena di mercato; le stesse possono definirsi come le componenti principali per le procedure di “inserimento” o “eliminazione” declinate in base all'indice di appartenenza³⁷⁵.

È prevista una condizione univoca ovvero che il numero di componenti resti costante durante tutte le revisioni semestrali per garantire stabilità all'indice.

Così, ad esempio, se un maggior numero di società, rispetto a quello previsto, si qualificano per essere inserite all'interno dello stesso, è prevista l'eliminazione contestuale delle componenti con la capitalizzazione più bassa.

Sempre per la stessa finalità, inoltre, è regolata la cd. “*Reserve List*”; qualora un componente dovesse essere eliminato prima della revisione semestrale, a garanzia di un numero costante di componenti all'interno dell'indice³⁷⁶, viene selezionata e inserita nell'indice la società più performante.

2.3 Come i cambiamenti delle società costituenti influenzano la composizione dell'Indice

Oltre al monitoraggio che coincide convenzionalmente con la revisione periodica, vi possono essere delle azioni drastiche da parte delle componenti che hanno un effetto, inevitabilmente, sia sul mercato che sull'indice e che richiedono un trattamento specifico. Tra queste rientrano la rimozione, in relazione alla quale è previsto che se una società cessa di esistere all'interno del relativo indice *FTSE4Good* questa debba

³⁷⁵Per l'indice “*FTSE4Good Developed o USA Tradeable*”, una società viene inserita se sale alla novantesima posizione mentre è eliminata se scende in cento undicesima posizione; per l' “*FTSE4Good Europe o UK Tradeable*” è prevista la soglia della quarantesima posizione per l'inserimento e dell'eliminazione, se la società, scende alla sessantunesima posizione o al di sotto della stessa; infine per l'indice “*FTSE4Good Australia 30*” l'inserimento è dato da una stima della società che la porti almeno alla ventisettesima posizione ed una eliminazione per la società che scende alla trentaquattresima posizione o al di sotto della stessa. Cit. FTSE RUSSELL, *FTSE4GOOD INDEX SERIES*, 17 ss.

³⁷⁶ Cit. FTSE RUSSELL, *FTSE4GOOD INDEX SERIES*, 17 ss.

essere rimossa anche dall'Indice *FTSE4Good* negoziabile. In tal caso, per mantenere l'indice stabile, è previsto che la società con la più alta capitalizzazione della *Reserve List* venga inserita nell'indice *FTSE4Good* soggetto a negoziazione. Ciò non accade, tuttavia, qualora una società componente il *Constituent Universe Index*³⁷⁷, venga rimossa anche dal *FTSE4Good* di riferimento. In tal caso, infatti, non vi è nessuna immediata e contestuale sostituzione con una società presente nella *Reserve List* che si ha solo al momento dell'effettiva revisione periodica³⁷⁸. Nel caso in cui una società ambisca ad entrare nel *FTSE4Good* è necessaria la sua permanenza nell'*Index Universe* per un periodo pari a sei mesi per garantire la reale esistenza dei requisiti ESG³⁷⁹.

Anche in caso di fusioni e acquisizioni, si registrano dei cambiamenti a monte che hanno degli effetti sull'indice e che dipendono, in particolar modo, dal fatto che le società sono già incluse nell'indice.

In caso affermativo, la permanenza della nuova società è confermata; così come se una società già componente acquisisce una società non componente, la società risultante è destinata a permanere nell'indice mentre se una componente viene acquisita da una non componente, l'entità viene eliminata dal *FTSE4Good* ma può essere inclusa in seguito alla normale revisione semestrale.

In caso di scissione, se una delle società risultanti dalla stessa resta all'interno dell'indice anche le altre risultanti continuano a far parte dell'indice a condizione però che l'idoneità venga valutata durante la revisione semestrale.

Si può tuttavia affermare che le variazioni, in seguito ad una scissione, sono definite dal valore di mercato delle società; infatti, la società con la posizione più bassa è

³⁷⁷La previsione differente si spiega alla luce del fatto il *Constituent Universe Index* è come un arcipelago; lo stesso contiene tutte le società che potenzialmente potrebbero far parte dell'indice e non rappresenta quelle effettivamente selezionate, non causando così nessun danno agli investitori dal momento che non è negoziabile.

³⁷⁸ Cit. FTSE RUSSELL, *FTSE4GOOD INDEX SERIES*, 19 ss.

³⁷⁹ *Ibidem*.

soggetta a rimozione per garantire che l'indice non abbia un valore superiore rispetto a quello reale³⁸⁰.

All'indice spettano dei poteri di convocazione assembleare qualora si presentino circostanze eccezionali che lo richiedano per la valutazione di idoneità in seguito ad acquisizioni o fusioni, potendone prevedere contestualmente la rimozione immediata³⁸¹.

2.4 L'applicazione dei fattori di capping in occasione delle revisioni semestrali

Per gli indici di borsa, in generale, è prevista l'applicazione del cd. *fattore di capping* che attribuisce un peso ponderato massimo alle singole azioni all'interno dei panieri per evitare che quelle altamente capitalizzate abbiano un peso eccessivo rispetto alle altre componenti. Si può affermare così che si tratti di una forma di “*salvaguardia*” per garantire a tutte le azioni di essere equamente rappresentate all'interno dell'indice.

Per tale ragione in vista delle revisioni semestrali è prevista un'applicazione del fattore di *capping* affinché le modifiche che si verificano a livello di composizione dell'indice, basti pensare ad un repentino abbassamento del prezzo delle azioni di una determinata società, si ripercuotano anche sulla composizione reale dell'indice e quindi sull'andamento che lo stesso assume.

Il riscontro avviene alla chiusura del terzo venerdì di giugno e dicembre, sulla base dei costituenti, dei prezzi modificati alla luce delle azioni societarie intraprese, delle azioni effettivamente circolanti e del flottante. Il peso di ogni componente all'interno dell'indice, infine, è determinato in base alla capitalizzazione di mercato negoziabile³⁸².

Ogni società può avere un peso massimo del 10%, del 9%, dell'8%, del 7%, del 6% e del 4%. Questi sono i tetti massimi che, di volta in volta, vengono rivisti affinché nessuna delle società componente l'indice abbia un peso maggiore.

³⁸⁰È prevista una deroga per soli tre giorni in seguito alla variazione dei componenti dovuta a scissione, dal momento che le variazioni sono comunicate alla chiusura del primo giorno di negoziazione e con un preavviso di due giorni, *ibid.*

³⁸¹ *Ibidem.*

³⁸² Cit. Cit. FTSE RUSSELL, *FTSE4GOOD INDEX SERIES*, 21 ss.

È essenziale sottolineare, a tal proposito, che *solo una* tra le varie società componenti l'indice può assumere tale forma³⁸³ o peso. Infatti la metodologia dell'indice richiede che, qualora ce ne siano più una, le stesse debbano essere sottoposte ad un meccanismo di “diminuzione”, il quale prevede, ad esempio, che la seconda società più grande con una capitalizzazione del 10% venga ridotta al 9% e così via per ognuno dei pesi massimi consentiti.

È prevista, però, una regola di chiusura che fornisce una deroga a tale meccanismo. Qualora il peso totale delle società, il cui peso individuale è superiore al 5%, non sia superiore al 40%, non è previsto nessun massimale per le società aventi lo stesso peso massimo garantito³⁸⁴. Al contrario se il peso aggregato delle società eccedenti il 5% è superiore al 40%, è richiesto che vengano seguite le procedure di allineamento previste. Solo in circostanze eccezionali, il peso di una società può essere modificato *in itinere*, prima delle revisioni societarie, qualora le azioni poste dalla stessa siano particolarmente invasive e quindi lo richiedano.

3. Focus sulla finanza sostenibile in Oriente

Anche in alcuni Paesi orientali sono stati costituiti indici etici. Ad esempio, in Cina se annoverano due principalmente; il primo nato dalla collaborazione tra *FTSE Russell* e *Ping An*, l' "*FTSE Ping An China ESG Index Series*"³⁸⁵ che misura la *performance* delle aziende cinesi con le migliori pratiche ESG attraverso il *Ping An CN-ESG*³⁸⁶. Ed il secondo l' "*SSE STAR ESG Index*", lanciato nel marzo 2024 dalla *Shanghai Stock*

³⁸³ Ciò sta a significare che non si possono avere due o più società con un peso del 10% o del 6% ma si ha una sola società per ognuno degli stessi.

³⁸⁴ *Ibidem*.

³⁸⁵ Lo stesso al suo interno include vari sottoindici come il *FTSE Ping An China A Free Advanced 50 Index* e il *FTSE Ping An China A Free ESG Advanced 100 Index*, che selezionano rispettivamente le migliori aziende per rating ESG da diversi settori ponderate in base alla capitalizzazione di mercato; v. LSEG, *Solution Overview- FTSE Ping An China ESG Index Series* consultabile in lseg.com.

³⁸⁶ Il "*Ping An CN-ESG*" è il sistema di valutazione adottato per tracciare le condotte delle società destinate a quotarsi, al centro vi sono diversi indicatori divisi per categoria "*Environmental*", "*Social*" e "*Governance*", il punteggio per ognuna delle stesse è assegnato in base alla *Disclosure* e alla *Performance*, *Ibid*.

Exchange e *China Securities Index Co.*, che seleziona le 50 società quotate nel mercato STAR³⁸⁷ con le *performance* ESG migliori³⁸⁸.

Per la Borsa Giapponese, invece, si annovera lo *S&P/JPX 500 ESG* mentre per il Singapore *Exchange* la famiglia degli *iEdge ESG*.

3.1 L' "S&P/JPX 500 ESG Index": la collaborazione tra S&P Dow Jones Indices e il Japan Exchange Group

Il "*Japan Exchange*" è caratterizzata da una presenza pregnante di indici etici anche se diversi fra loro. Tra questi rientrano l'*FTSE JPX Net Zero Japan 500 Index* che, così come evoca l'epiteto, si pone l'obiettivo di condurre le società presenti nel proprio paniere al *net zero* e l'*S&P/JPX Carbon Efficient Index* che si concentra sull'efficienza delle emissioni di carbonio delle aziende incluse.

Ma l'indice etico per eccellenza è rappresentato dall'*S&P/JPX 500*, lanciato nel 2018 dalla collaborazione tra il *Japan Exchange Group* (JPX) e l'*S&P Dow Jones Indices*. Si concentra specificatamente sulle società giapponesi selezionate dal *JPX-Nikkei 500* che funge da *Universe Index*. La selezione delle componenti è incentrata sul *Global Standards Screening* (GSS) di *Sustainalytics*, una valutazione basata in modo specifico sui Principi del *Global Compact* delle Nazioni Unite (UNGC).

Nello screening di idoneità rientrano anche le informazioni riguardanti gli *standards* correlati alle Linee Guida dell'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OECD) per le Multinazionali ed i Principi Guida delle Nazioni Unite su Imprese e Diritti Umani³⁸⁹. In seguito alla valutazione, le società possono essere classificate in tre *status* tra cui "*non conformi*"³⁹⁰, "*lista di osservazione*"³⁹¹ e "*conformi*"³⁹².

³⁸⁷ Lo *STAR market* ha lo scopo di migliorare la capacità di servire l'innovazione tecnologica e promuovere lo sviluppo di alta qualità dell'economia cinese, pertanto, in questo segmento vi sono le imprese che maggiormente supportano e rappresentano l'industria *high-tech* e quelle emergenti strategiche. A tal proposito si consulti il sito web star.sse.com.cn.

³⁸⁸SSE SHAIGHAI STOCK EXCHANGE, *SSE STAR ESG Index and other 2 indices Will Be Launched*, consultabile in sse.com.cn.

³⁸⁹S&P DOW JONES INDICES, *S&P/JPX 500 ESG Score Tilted Indices Methodology*, 2024, 5, consultabile in spglobal.com.

³⁹⁰ Per tali si intendono tutte quelle società che non agiscono in conformità con i principi dell'UNGC.

L'esclusione o la conformità all'indice si basa, inoltre, sul filtraggio quotidiano effettuato da *S&P Global* in coadiuvo con *RepRisk*. Qualora si presentino rischi, l'S&P rilascia un'analisi dei *Media* e degli *Stakeholder* (MSA) che si fonda su svariate questioni, tra cui criminalità economica e corruzione, frode, pratiche commerciali scorrette, infrazioni nel campo dei diritti umani, dispute lavorative, sicurezza sul lavoro, incidenti catastrofici e disastri ambientali. La competenza circa la valutazione dell'MSA spetta al comitato che può decidere, in caso di gravità fondata, di escludere la società segnalata che diventa ineleggibile nello stesso anno solare³⁹³.

Se la società appare idonea, in seguito alla valutazione, viene assegnato un punteggio ESG soggetto a trasformazione ai fini dell'inclusione nell'indice³⁹⁴.

La costruzione dell'indice avviene attraverso i cd. *gruppi di inclinazione* che prevedono un raggruppamento di tutte le azioni che hanno caratteristiche simili. In seguito, viene calcolato il peso che il gruppo di inclinazione assume nell'indice rispetto alla somma di tutti i pesi dei componenti dell'*Index Universe* idonei. Successivamente all'interno di ciascun gruppo di inclinazione, i pesi dei costituenti presenti vengono moltiplicati per il loro *ESG Tilt Score* ed infine ponderati³⁹⁵.

Il ribilanciamento è previsto semestralmente nei mesi di maggio e novembre mentre le revisioni circa l'eleggibilità rispetto ai criteri di inclusione dell'UNGC avviene trimestralmente³⁹⁶, prevedendone la rimozione senza sostituzione in caso di inidoneità. La *governance*³⁹⁷ dell'indice spetta al comitato degli indici di *S&P Dow Jones* e gli indici vengono calcolati sia in yen giapponesi che in dollari.

3.2 L'S&P Dow Jones Sustainability Index e l' S&P/JPX 500 ESG a confronto

Sembra a questo punto utile provare a tracciare una linea di demarcazione che vada

³⁹¹ In questa categoria rientrano tutte le società a rischio di violare uno o più principi che tuttavia non risultano non rispettare tutte gli *standards* per classificarle come "*Non conformità*".

³⁹² Tali sono tutte quelle società che agiscono in armonia con i principi dell'UNGC.

³⁹³ *Ibid.*

³⁹⁴ Cit. S&P DOW JONES INDICES, *S&P/JPX 500 ESG Score*, 7.

³⁹⁵ S&P DOW JONES INDICES, *S&P/JPX 500 ESG Score*, 8.

³⁹⁶ Nei mesi di marzo, giugno, settembre e dicembre.

³⁹⁷ A tal proposito si rimanda alla sezione 1.4.

segnare delle differenze tra l'*S&P Dow Jones Sustainability Index* e l'*S&P/JPX 500 ESG Index*. In primo luogo, è opportuno guardare all'ambito geografico e di copertura degli stessi. Infatti, se nel primo caso ci si trova di fronte ad un indice che seleziona le società più performanti e sostenibili a livello mondiale attraverso sottoindici specifici per i diversi continenti; nel secondo caso, per l'*S&P/JPX 500 ESG Index*, questo discorso non è pertinente in quanto lo stesso ha un *focus* prettamente nazionale, specifico per il mercato giapponese che si concentra sulle sole società presenti nel *JPX-Nikkei 500*.

Un ulteriore elemento di discrepanza è rinvenibile nella metodologia di selezione dei componenti che differisce. Infatti, il *DJSI* presenta una valutazione dettagliata basata sul *Corporate Sustainability Assessment*, condotta dall'*S&PG Global*, attraverso un questionario specifico per settore che funge anche da benchmark globale tra le aziende poste a confronto a livello globale; mentre, l'*S&P/JPX 500 ESG Index* si serve di fonti fornite da *Sustainalytics* per la valutazione delle società giapponesi, avvalendosi dei classici parametri, come il coinvolgimento in attività di produzione d'armi o di tabacco simili ai sottoindici³⁹⁸ di esclusione etica previsti del *DJSI*.

Infine, si può osservare come l'*S&P Dow Jones Sustainability Index* sia considerato uno dei principali indici di riferimento per la sostenibilità a livello globale, focalizzato su società *leader*³⁹⁹, il che rende l'inclusione nello stesso motivo di prestigio per le società mentre l'*S&P/JPX 500 ESG* promuove esclusivamente la sostenibilità all'interno del mercato giapponese al fine di migliorare le prestazioni delle società incluse, avendo così un'influenza pressoché locale.

³⁹⁸L'assonanza, in tal caso, è rinvenibile dall'MSA che viene fornito giornalmente dall'S&P Global per valutare i rischi delle società giapponesi.

³⁹⁹S&P GLOBAL, *DJSI Index Family*; consultabile in spglobal.com.

4. “Singapore Exchange” e la famiglia di indici “iEdge ESG” - la composizione e la metodologia adottata

Gli *iEdge ESG* sono gli indici di sostenibilità appartenenti al *Singapore Exchange*, progettati per monitorare le *performance* delle società che maggiormente contribuiscono agli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile delle Nazioni Unite⁴⁰⁰.

La peculiarità degli *iEdge ESG* consiste nella struttura diversificata per zona di appartenenza. Infatti, partendo dai due *Index Universe*, rispettivamente gli *iEdge Eurozone 300* per le società europee e gli *iEdge US 500* per le società americane, vengono creati diversi indici per zone d’interesse, principalmente così ripartiti: *iEdge ESG Transatlantic EW 50*, *iEdge ESG Transatlantic EW 30*, *iEdge Eurozone SDG 35 EW*, *iEdge ESG US SDG 40 EW* e l’*iEdge ESG Japan SDG 40*.

Ognuno di essi ha una struttura propria; gli *iEdge ESG Transatlantic EW 50* rispondono all’esigenza di raggruppare i 40 titoli classificati e appartenenti all’area geografica europea e i primi 10 titoli classificati negli Stati Uniti⁴⁰¹.

Allo stesso modo gli *iEdge ESG Transatlantic EW 30 Index* selezionano 20 titoli appartenenti all’area geografica europea e 10 titoli appartenente all’area geografica americana⁴⁰²; mentre l’*iEdge ESG Eurozone SDG 35 EW* ha lo scopo di elencare solo ed esclusivamente i 35 titoli più importanti dell’area geografica europea. Similmente, l’*iEdge ESG US SDG 40 EW*, dedicato alle 40 migliori società appartenenti agli Stati Uniti ed infine l’*iEdge ESG Japan SDG 40 EW* focalizzato sulle 40 migliori società giapponesi⁴⁰³.

4.1 Lo screening di idoneità attraverso i criteri di liquidità, capitalizzazione e valutazione ESG

Ai fini dell’inclusione nei rispettivi indici è necessario uno screening di idoneità che si basa su tre criteri.

⁴⁰⁰SGX INDICES, *iEdge ESG Indices – Index Methodology*, 2024; consultabile in api2.sgx.com.

⁴⁰¹ Infatti ogni altra quotazione della società non viene presa in considerazione.

⁴⁰² Lo stesso si presenta quindi con un paniere ridimensionato rispetto all’*iEdge ESG Transatlantic EW 50*.

⁴⁰³ Cit. SGX INDICES, *iEdge ESG Indices*, 12.

Il primo criterio previsto attiene alla *liquidità* verificata ogni tre mesi in concomitanza con le revisioni previste per l'indice. Lo screening di liquidità si basa sul cd. *Average Daily Traded Value* (ADTV) che è dato dalla media di scambio giornaliero degli ultimi 100 giorni di negoziazione dall'ultimo giorno di negoziazione previsto⁴⁰⁴. Per ogni indice di appartenenza è prevista una soglia ADTV da rispettare. Pari a 20 milioni per l'*iEdge Transatlantic EW 50*, a 55 milioni per l'*iEdge Transatlantic EW 30*, a 60 milioni per l'*iEdge Eurozone e SDG 35 EW* e per l'*iEdge ESG US SDG* ed in ultimo a 30 milioni per l'*iEdge Japan SDG 40 EW*⁴⁰⁵.

La capitalizzazione di mercato è un ulteriore criterio ai fini della permanenza, soggetta a revisione trimestrale nei mesi di Marzo, Giugno, Settembre, Dicembre e corrisponde alla capitalizzazione nell'ultimo giorno di negoziazione del mese precedente. Per l'*iEdge ESG Transatlantic EW 50* e *Transatlantic EW 30*, le società idonee devono avere una capitalizzazione di mercato totale superiore a 3 miliardi di euro. Mentre per l'*iEdge ESG Eurozone SDG 35 EW*, per l'*iEdge ESG US SDG 40 EW* e per l'*iEdge ESG Japan SDG 40 EW*, le società devono classificarsi almeno come duecentesime nell'*Index Universe*⁴⁰⁶ nella capitalizzazione di mercato del flottante libero negoziabile.

L'ultimo criterio da rispettare, in seguito allo screening di liquidità e capitalizzazione, è la valutazione da parte dell'ISS-ESG⁴⁰⁷ per tutti i componenti dell'*Index Universe*. Per le componenti la cui valutazione è “*mancante*”, “*a rischio*” o “*negativa*” ne è prevista l'esclusione.

4.2 L'inclusione, la ponderazione e il calcolo dell' iEdge ESG Index

L'inclusione di un nuovo entrante nell'indice è determinata dalla rimozione di un componente per la mancata idoneità del stesso al momento della revisione rispetto ai

⁴⁰⁴Quindi per la revisione di marzo, il valore “ADTV” è dato dalla media dei 100 giorni dall'ultimo giorno di negoziazione di febbraio; per la revisione di giugno è data dalla media dei 100 giorni a partire dall'ultimo giorno di negoziazione di maggio e così anche per la revisione di settembre e dicembre.

⁴⁰⁵ Cit. SGX INDICES, *iEdge ESG*, 9.

⁴⁰⁶ Per tali s'intende *iEdge Eurozone 300*, *iEdge US 500* e *iEdge Japan 300*.

⁴⁰⁷ Cit. SGX INDICES, *iEdge ESG*, 31.

criteri poc'anzi descritti⁴⁰⁸. La rimozione e l'inclusione del nuovo partecipante nell'indice si ha a partire dal quarto lunedì del mese di revisione o a partire dal giorno successivo se lo stesso coincide con un giorno di festività⁴⁰⁹.

Così come visto in precedenza per i vari indici, anche in questo caso, è previsto il cd. “*fattore di capping*”, che va a “bloccare” il peso massimo che le varie società possono raggiungere all'interno dell'indice per evitare che quelle maggiormente capitalizzate abbiano maggiore influenza. Il peso di ciascun componente all'interno dell'indice viene calcolato in base alla capitalizzazione di mercato *free-float* durante le revisioni trimestrali e per ogni indice sono previsti diversi pesi⁴¹⁰. Nel caso il peso di uno dei componenti sia maggiore rispetto a quello previsto, lo stesso è soggetto a riduzione mediante un'azione ripetuta del processo di capping *ergo* attraverso una ridistribuzione del peso sugli altri componenti⁴¹¹.

Infine, il calcolo dell'indice⁴¹² avviene a fine giornata sulla base dei prezzi di chiusura delle componenti sottostanti. La formula dell'indice⁴¹³ è data dalla somma di tutti i componenti dell'indice; il valore di ognuno è uguale al prodotto dello stesso per il suo prezzo, per il tasso di cambio, per il numero di azioni in circolazione, per il *free-float* ed il fattore di aggiustamento⁴¹⁴, il prodotto è soggetto a divisione per il divisore dell'indice.

4.3 La valutazione ESG e la classificazione tra “Soft” e “Hard” exclusion

La valutazione di sostenibilità fornita da ISS-ESG si fonda su un'analisi sia delle opportunità qualitative del prodotto che dei rischi. Nel primo caso, così come già evidenziato⁴¹⁵, viene esaminato come e se il prodotto contribuisca o ostacoli la sostenibilità (cd. “*product level*”), nel secondo caso viene esaminato come l'azienda

⁴⁰⁸ In tal caso si fa riferimento al par. 4.1.

⁴⁰⁹ Cit. SGX INDICES, *iEdge ESG*, 12.

⁴¹⁰ Ad esempio per l' iEdge ESG Transatlantic EW 50 il peso dei componenti è fissato al 2%; ivi, p. 13.

⁴¹¹ Cit. SGX INDICES, *iEdge ESG*, 13.

⁴¹² Cit. SGX INDICES, *iEdge ESG*, 22.

⁴¹³ La stessa vale per ogni indice appartenente alla famiglia iEdge ESG.

⁴¹⁴ Qualora vi fossero eventi societari particolari come ad esempio fusioni, acquisizioni, scissioni.

⁴¹⁵ In tal caso si faccia riferimento al secondo capitolo, sezione 5.7.3.

nelle sue operazioni contribuisca alla gestione dei rischi sui fattori di sostenibilità (cd. “entity level”).

Oltre a questa valutazione, ISS-ESG contempla una serie di esclusioni per determinate attività commerciali attraverso un punteggio assegnato ad ogni titolo componente l'indice. Il punteggio assegnato è soggetto a “normalizzazione” affinché sia possibile una confutazione diretta tra le varie entità. Se questo varia tra 0.5 e 1 si è di fronte ad una “hard exclusion” mentre se varia tra 1.5 e 3 si tratta di una “soft exclusion”.

La prima categoria per valutare l'attività della società riguarda il coinvolgimento in *armi controverse*⁴¹⁶, che a prescindere dal fatto che sia presunto o verificato, dà vita ad una “hard exclusion”.

La seconda categoria d'esclusione prevede uno *screening* in merito all'attività di *business* intrapresa dalla società, soggetta anch'essa ad una classificazione tra “hard” e “soft” exclusion.

Tra queste rientra, innanzitutto, il coinvolgimento della società nella produzione e nei servizi di *distribuzione di tabacco* che conduce ad una “hard exclusion” se dalla produzione dello stesso si hanno introiti maggiori allo 0% e se dalla distribuzione si hanno introiti maggiori del 10%.

La seconda attività per cui si è esclusi dall'*iEdge ESG* consiste nel coinvolgimento in attività di *estrazione, trasformazione e raffinazione* del carbone o del petrolio con entrate superiori al 5%, la stessa conduce ad una “hard exclusion”; così come il coinvolgimento in attività di servizi o distribuzione di combustibili fossili, escluso il gas naturale, conduce ad una “hard exclusion” se si hanno entrate maggiori al 5% .

Inoltre se dall'attività di produzione, il rapporto tra *CO₂/Intensità di produzione di energia* è maggiore al 10% delle entrate generate dalla società, la società viene esclusa anche qui con l'etichetta “hard”.

Ulteriori attività di *business* che conducono all'esclusione, ma questa volta “soft”, riguardano le attività di produzione, distribuzione e servizi attinenti al *gioco*

⁴¹⁶Per tali s'intendono: armi biologiche, chimiche nucleari, munizioni a grappolo, uranio impoverito e mine antiuomo.

d'azzardo con delle entrate maggiori al 5%, il coinvolgimento nella *produzione di armi da combattimento o da fuco* con delle entrate maggiori al 5%, *la produzione e la distribuzione di materiale di intrattenimento per adulti* con entrate maggiori al 10%. Infine l'ultima attività produttiva annoverata prevede una “*soft exclusion*” ed attiene all'attività agrochimica che può intrattenere una società, qualora questa crei ostruzione all'attività agricola sostenibile per una percentuale maggiore al 10% rispetto alle vendite chimiche.

L'ultima categoria che conduce all'esclusione riguarda la conformità della società ai “*Principi dell'UN Global Compact*”, alle “*OECD Linee guida per le Imprese Multinazionali*” e ai “*Principi Guida delle Nazioni Unite*” per le imprese e i diritti umani. In tal caso, oggetto di valutazione è la capacità della società di soddisfare le norme stabilite; un fallimento *molto* grave da parte della società conduce ad una “*hard exclusion*” mentre un fallimento *grave* conduce ad una “*soft exclusion*”⁴¹⁷.

5. Indici a confronto

In questa sezione dedicata ad un'analisi perlopiù conclusiva e comparativa, in base a quanto precedentemente detto, si può affermare che per quanto la metodologia o l'analisi delle fattispecie rilevanti ai fini dei fattori ESG possano differire tra i vari indici, vi è una standardizzazione circa le condotte non considerate idonee. Tra queste rientrano il coinvolgimento delle società nella vendita di armi, nella produzione di tabacco, nella produzione di intrattenimento per adulti, nel gioco d'azzardo e nelle bevande alcoliche; una condotta attiva che però è sottolineata come riprovevole nel *Dow Jones Sustainability Index*, mentre negli altri indici non è contemplata, consiste nella produzione, distribuzione o sopporto dell'energia nucleare.

Ulteriore aspetto presente nel *Dow Jones Sustainability Index*, che lo accomuna con l'*S&P/JPX 500 ESG*, è il monitoraggio *quotidiano* in merito alla validità dei dati forniti da parte delle società e delle controversie in corso, lo stesso è posto a garanzia dell'inclusione di una società nell'indice basata su informazioni puntuali ed attuali. Mentre ciò che accomuna il *DJSI* e l'*FTSE4GOOD* è il modello standard, CSA per il

⁴¹⁷Cit. SGX INDICES, *iEdge ESG*, 31-32.

DJSI e *ESG Data model* per il *FTSE4GOOD*, attraverso cui le società vengono valutate anche se il *CSA* ha il merito di un adeguamento per settore che lo rende più preciso.

Ma ciò che invece contraddistingue l'*FTSE4GOOD* dal *DJSI* è la conformità dell'*FTSE4GOOD* rispetto ai 17 obiettivi di sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite che fungono da parametri di valutazione, ciò potrebbe renderlo maggiormente attraente agli occhi degli investitori. Un ulteriore elemento di *discrimen* tra i due indici riguarda i fondi di investimento, esclusi dall'*FTSE4GOOD*, ed invece presenti nel *DJSI*, dal momento che rappresentano portafogli di titoli non valutati nella ricerca ESG di *FTSE Russell*.

In ultimo l'*iEdge ESG* si presenta invece come un indice molto più attento alle dinamiche europee tanto da prevedere una valutazione sulla sostenibilità da parte di *ISS-ESG* attenta alla distinzione tra “*entity*” e “*product level*”⁴¹⁸, principi richiamati dalla direttiva europea “*SFRD*”, oggetto di valutazione anche per il Mib ESG.

⁴¹⁸ V. nota 85.

Conclusioni

Nel corso dell'elaborato si è messo in evidenza il processo di classificazione delle società come “*sostenibili*” condotto dal legislatore europeo e dagli indici di borsa europei ed internazionali. In questo scenario da una parte il legislatore, dall'altra gli indici di borsa di sostenibilità hanno un minimo comune denominatore a cui dar vece, il mercato in sé ed il mondo degli investitori che sembrano essere i primi ad aver sentito l'esigenza di un cambiamento di rotta nel mondo degli investimenti, trovandosi così di fronte ad una necessità che prescinde dalle vesti.

Oggetto di analisi è stata la normativa europea, specificatamente la “*Corporate Sustainability Reporting Directive*”, che ha permesso di ridurre le distanze esistenti tra le società quotate negli indici di sostenibilità e le società di piccole, medie e grandi dimensioni operanti sul mercato europeo, ponendo così le basi per un futuro più *green* nel continente europeo.

I meriti da attribuire alla “*CSRD*” sono diversi. Tra questi si annoverano innanzitutto, la standardizzazione delle informazioni che le società devono, a decorrere dai tempi prescritti, rendere al mercato e al mondo degli investitori. Un “tentativo”, non abbandonato ai meandri della mera volontà umana, bensì realizzato mediante l'istituzione dell'EFRAG come autorità competente per l'emanazione dei principi di sostenibilità, tramutatisi nel Regolamento attuativo 2023/2772 attraverso gli ESRS.

A ciò si aggiunge un merito ulteriore da attribuire alla CSRD ovvero quello di aver esteso l'ambito di applicazione rispetto alla NFRD, verso tutte le imprese che possiedono i requisiti richiesti, generando così un aumento di quattro volte del numero di imprese già soggette agli obblighi di *disclosure* di sostenibilità.

Inoltre la CSRD, attraverso il principio cd. di “*double materiality*”, richiede un adeguamento del *business model* ai principi internazionali in materia di sostenibilità.

Ciò ha condotto ad un'evoluzione del quadro legislativo UE, che viene sottolineata dal mutamento terminologico effettuato dal legislatore, da “*non financial reporting*” a “*sustainability reporting*”.

L'integrazione, del principio di doppia materialità con i principi di sostenibilità previsti dalla normativa europea, costituisce la linea sottile che sostiene la delicata sinergia tra diritto, finanza e sostenibilità. Infatti, qualora non vi fosse stata una evoluzione in tal senso, ci si sarebbe trovati di fronte ad una *disclosure* di sostenibilità, dettata dai soli principi di diritto, pressoché *sterile*; e viceversa, un *modus operandi* finanziario, non in grado di integrare le linee giuridiche evolutive in materia ambientale, sociale e di *governance* sarebbe stato poco contemporaneo, non in linea con i tempi.

Tuttavia, risulta incompleto guardare le cose da questa sola prospettiva.

È, infatti, innegabile non sottolineare che l'attenzione metodologica riposta dagli indici sulle società incluse negli indici di sostenibilità è molto più meticolosa.

Un primo elemento che conduce a tale affermazione è da rinvenirsi nella valutazione delle stesse, che sebbene differente per ogni indice, risulta effettuata da parte di agenzie di *rating* preposte alla verifica della veridicità delle informazioni riferite.

Un ulteriore elemento di scompenso è dato dal monitoraggio *periodico*, effettuato dagli indici, circa l'allineamento delle società agli standards globali dettati dallo *United Nations Global Compact Principles*, dalle *Guidelines for Multinational Enterprises* (OECD) e dalle *ILO Conventions*⁴¹⁹.

Nel caso di alcuni indici come il *DJSI*, l'*S&P/JPX 500 ESG* e l'*FTSE4GOOD* può tradursi addirittura in un'azione quotidiana mentre in altri, come nel Mib ESG, può dar vita ad un'azione di manutenzione straordinaria cd. "*fast exit*".

In ogni caso ci si trova di fronte ad azioni che hanno il solo obiettivo di verificare la presenza di situazioni compromettenti per la società, come ad esempio un'improvvisa azione legale pendente nei confronti della stessa fino ad allora idonea per l'inserimento nell'indice, a causa di un'accusa di corruzione o concussione.

Inoltre, vi sono aspetti per cui si registrano notevoli differenze tra gli altri indici di sostenibilità ed i principi caratterizzanti la CSRD.

⁴¹⁹Solo per il Mib ESG, il quale inoltre prevede la ponderazione del numero di imprese senza *due diligence* su questioni affrontate nelle convenzioni fondamentali dell'OIL.

Come la previsione generale che sottende al Mib ESG, secondo cui l'Intensità Carbonica Media Ponderata (*Weighted Average Carbon Intensity*) del Mib, deve essere necessariamente migliore rispetto a quella dell'*Index Universe*.

Determinando pertanto un obbligo preciso a cui, questa volta, lo stesso indice deve sottostare.

Altro aspetto peculiare che riguarda il Mib ESG, non presente né negli altri indici di sostenibilità, andando così anche a declinare un canale preferenziale per gli investitori europei verso lo stesso per ragioni di completezza, né nella CSRD, è l'allineamento obbligatorio dei *ricavi* delle società quotate nello stesso al Regolamento Tassonomia e alla SFDR.

A quanto già affermato, si aggiunge la maggiore attenzione degli indici di sostenibilità nella ponderazione della conformità delle attività intrattenute dalle società agli standards internazionali, mediante formule perlopiù *matematiche*, che ne vanno a declinare una valutazione molto più precisa rispetto a quella prevista dalla CSRD. In alcuni casi, come nel DJSI e nel FTSE4GOOD, le società vengono anche sottoposte a test ad hoc, ripartiti per settore di appartenenza, per l'allineamento ai fattori ESG, a presidio di un processo standardizzato tra società simili.

In ultimo, un ulteriore elemento di discrepanza, per l'esattezza tra il FTSE4GOOD e la CSRD, è l'espresso richiamo dello stesso alla conformità delle società destinate a quotarsi ai 17 obiettivi di sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite (SDGs), che fungono da valutazione delle *performance* di sostenibilità, tracciando così una linea netta anche tra il medesimo, gli altri indici e la CSRD, a tutela di una presa di posizione netta.

Quanto detto, conduce ad affermare che, sebbene gli sforzi del legislatore possano dirsi significativi ed attenti ad un futuro più *green* per l'Europa, prestandosi così ad un'indagine interessante sullo sviluppo degli obblighi di *disclosure* caratterizzanti le società nel panorama europeo ed internazionale, data la convergenza del *genus* delle condotte oggetto di valutazione tra la CSRD e gli indici di sostenibilità, è d'altro canto vero che si tratta di una stima più approssimativa delle stesse.

La ragione è da rinvenire nelle diverse condizioni di fondo.

Infatti se gli indici di sostenibilità cercano di catalogare, al loro interno, le società con le migliori *performance* ESG; al contrario, la condizione d'esistenza della CSRD è agli antipodi di quella anzidetta, e si riscontra nella necessità e volontà del legislatore di seguire le *performance* delle società al fine di renderle e adeguarle agli standards internazionali di sostenibilità.

Manifestandosi così, sulle società operanti nel mercato europeo, come un effetto “*riflesso*”, conseguente ad azioni etero indotte e non auto indotte, come al contrario, accade per le società quotate negli indici di sostenibilità mondiali.

Bibliografia

A. DEL GIUDICE, *La finanza sostenibile: Strategie, mercato e investitori istituzionali*, Torino, 2019.

A. SOPPE “*Sustainable Corporate Finance*” in *Journal of Business Ethics*, 2004, 213 SS.

ASSEMBLEA BIENNALE ASSONIME, *Innovare per la crescita sostenibile: strategie di impresa e politica pubblica* in *Rapporti di giunta*, 2021,130.

ASSONIME, *Doveri degli amministratori e sostenibilità* in *Rapporto Assonime*,2021, 6.

B. RAGANELLI, “*I mercati regolamentati italiani: la Borsa*” in *CERADI*, 2002.

D. J. TEECE, *Business Models, Business Strategy and Innovation* in *Long Range Planning*, 2010, 43, 172.

E. ESCRIG OLMEDO, M. FERNÁNDEZ IZQUIERDO, I. FERRERO, J. RIVERA LIRIO, M. MUNOZ TORRES, *Rating the Raters: Evaluating how ESG Rating Agencies Integrate Sustainability Principles*, in *Sustainability*, 2019, 11, 915

F. FERRARO, *L’evoluzione della politica ambientale dell’Unione: effetto Bruxelles, nuovi obiettivi e vecchi limiti* in *Annali AISDUE*, 2022.

F. LISI, F. MORTANDELLO, *Numeri indici di borsa: flottante e volatilità*, Padova, 2003.

G. SICILIANO, *150 anni di borsa in Italia: uno sguardo d’insieme* in *CONSOB Dall’Unità ai giorni nostri: 150 anni di borsa in Italia*, 2011,13.

- G. STRAMPELLI, *I dialoghi tra emittenti ed investitori istituzionali*”, Torino, 2018.
- G. ZAMPONE , *Il Sustainability Reporting nelle imprese quotate italiane*, Torino, 2022.
- J. BOISSINOT, S. GOULARD, E. LE CALVAR, M. SALIN, R. SVARTZMAN, P.F. WEBER, *Aligning financial and monetary policies with the concept of double materiality: rationales, proposals and challenges*” in The Inspire Sustainable Central Banking Toolbox Policy Briefing Papers 5, 2022.
- J. DOBSON *The Art of Management and the Aesthetic Manager: The Coming Way of Business*, Londra, 1999
- J.V.C PEZZEY e M.A. TOMAN, *Sustainability and its Economic Interpretations*, in R.D. SIMPSON, M.A. TOMAN E R.U. AYRES *Scarcity and Growth: Natural Resources and the Environment in the New Millennium*, Washington D.C., 2005, 121 ss.
- M. E. PORTER, *The Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*, New York, 1985.
- M. KAPTEIN, J. WEMPE “*The Balanced Company: A Theory of Corporate Integrity*, Oxford, 2002.
- M. RENNA, *I principi in materia di ambiente* in *Rivista Quadrimestrale di Diritto dell’Ambiente*, 2012, 1- 2.
- M. V. ZAMMITTI, *Long-termism e short-termism nella ricerca di strategie di sostenibilità* in *Orizzonti del Diritto Commerciale*, 2021,1.
- M. ZIOLO, B. Z. FILIPAK, I. BAK, K. CHEBA, D.M. TIRCA, I. NOVO-CORTI , *Finance, sustainability and negative externalities. An overview of the European context.*, in *Sustainability*, 2019,11, 1.

N. LINCIANO, E. CAFIERO, A. CIAVARELLA, G. DI STEFANO , E. LEVANTINI , G. MOLLO , S. NOCELLA, R. SANTAMARIA, M. TAVERNA, “*La finanza per lo sviluppo sostenibile*” in Quaderno di finanza sostenibile, 2021.

R. ANTOLIN-LOPEZ e N. ORTIZ DE MANDOJANA, *Measuring and disclosing Environmental, Social and Governance (ESG) information and performance* in Publications Office of the European Union, Luxembourg, 2023. [Online]. Disponibile al link: <https://publications.jrc.ec.europa.eu/repository/handle/JRC131932>

R. JEBE, *The Convergence of Financial and ESG Materiality: Taking Sustainability Mainstream* in American Business Law Journal, 2019, 56, 645.

R. S. KARMEI, *Disclosure Reform-The SEC Is Riding Off in Two Directions at Once* in Business Lawyer, 2016, 71, 781.

S. PRAKASH SETHI, D. H. SCHEPERS, *United Nations Global Compact: The Promise-Performance Gap* in Journal of business ethics, June 2013, 193.

S. UTZ, *Corporate scandals and the reliability of ESG assessments: Evidence from an international sample* in Review of Managerial Science, 2019, 13, 483.

S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo tra la società quotata e i suoi azionisti*, Torino, 2022.

U. TOMBARI, *Le nuove prospettive dell’ “informazione societaria”: il dialogo tra organo amministrativo e soci al di fuori del contesto assembleare*, Torino, 2018.

Sitografia

SVIS, *L'agenda 2030 dell'Onu per lo sviluppo sostenibile*. [Online]. Consultabile presso la pagina web: <https://asvis.it/l-agenda-2030-dell-onu-per-lo-sviluppo-sostenibile/>

B. SUSANTONO, Y. ZHAI, R. M. SHRESTHA, L. MO, “*Financing clean energy in developing Asia*” in Asian Development Bank , June 2021. [Online]. Consultabile presso la pagina web: <https://www.greenfinanceplatform.org/research/financing-clean-energy-developing-asia>

Banca d'Italia, *Quali sono i rischi di natura climatica per la finanza ?* [Online]. Consultabile al link: <https://www.bancaditalia.it/focus/sostenibilita/faq/index.html#:~:text=Il%20rischio%20di%20transizione%20deriva,se%20non%20pianificate%20e%20incoerenti>.

Borsa Italiana *La storia – Le tappe storiche dal 1992 al 1997*. [Online]. Consultabile presso il sito web : borsaitaliana.it

Borsa Italiana, *Che cos'è un ETF: caratteristiche e vantaggi*. [Online]. Consultabile presso il sito web: borsaitaliana.it.

Borsa Italiana, *Euronext announces its new strategic plan, Growth for Impact 2024*. [Online]. Consultabile al link: <https://www.euronext.com/en/about/media/euronext-press-releases/growth-for-impact2024#:~:text=Euronext%202024%20financial%20targets&text=EBITDA%20is%20expected%20to%20grow,%20Din%20class%20cost%20discipline>.

Borsa Italiana, *Euronext announces its science-based climate targets supporting its “Fit for 1.5°”*. [Online]. Consultabile presso il sito web: borsaitaliana.it

Borsa Italiana, *Gli indici etici*. [Online]. Consultabile presso il sito web : borsaitaliana.it

Borsa Italiana, *Gli investimenti ESG ne hanno fatta di strada*. [Online]. Disponibile al link: <https://www.borsaitaliana.it/speciali/fisherinvestments/italia/gli-investimenti-esg.htm>

Borsa Italiana, *Glossario finanziario – indice generale*. [Online]. Consultabile presso il sito web: borsaitaliana.it.

Borsa Italiana, *Glossario finanziario – indice settoriale*. [Online]. Consultabile presso il sito web: borsaitaliana.it.

BORSA ITALIANA, *Glossario finanziario-strategie SRI- best in class*. [Online]. Consultabile presso il sito web : borsaitaliana.it

Borsa Italiana, *I nuovi indici di Borsa Italiana” in Inside Market 2009, 4*. [Online]. Consultabile presso il link:<https://www.borsaitaliana.it/etf/formazione/newsletter/lug09.pdf>

Borsa Italiana, *L’informativa a carattere non finanziario*. [Online]. Consultabile al link: <https://www.borsaitaliana.it/finanza-sostenibile/materiali/nfrd.htm>

Borsa Italiana, *La storia - Le tappe storiche dal 1808 al 1814*. [Online]. Consultabile presso il sito web : borsaitaliana.it.

Borsa Italiana, *La storia – Le tappe dal 1860 – 1913*. [Online]. Consultabile presso il sito web : borsaitaliana.it

Borsa Italiana, *La storia – Le tappe storiche dal 1815-1859*. [Online]. Consultabile presso il sito web : borsaitaliana.it.

Borsa Italiana, *La storia – Le tappe storiche dal 1914-1945*. [Online]. Consultabile presso il sito web : borsaitaliana.it

Borsa Italiana, *La storia – Le tappe storiche dal 1945 al 1962*. [Online]. Consultabile presso il sito web : borsaitaliana.it

Borsa Italiana, *La storia – Le tappe storiche dal 1963 al 1974*. [Online]. Consultabile presso il sito web : borsaitaliana.it

Borsa Italiana, *La storia – Le tappe storiche dal 1975 al 1991*. [Online]. Consultabile presso il sito web : borsaitaliana.it

Borsa Italiana, *La storia – Le tappe storiche dal 1998 al 2008*. [Online]. Consultabile presso il sito web : borsaitaliana.it

Borsa Italiana, London Stock Exchange - *Borsa Italiana and London Stock Exchange Group to merge - Creates Europe's leading diversified exchange group*, comunicato stampa congiunto, 23 giugno 2007. [Online]. Consultabile presso il sito web : borsaitaliana.it

Borsa Italiana, London Stock Exchange - *Borsa Italiana and London Stock Exchange Combine - Shares in enlarged group begin in trading*, comunicato stampa congiunto del 1° ottobre 2007. [Online]. Consultabile presso il sito web : borsaitaliana.it

Borsa Italiana, *LSEG completes Turquoise transaction to create a new pan-European venture*, comunicato stampa, 18 febbraio 2010. [Online]. Consultabile presso il sito web : borsaitaliana.it

Borsa Italiana, *Sectoral Indices -Quotes*. [Online]. Consultabile presso il sito web: borsaitaliana.it.

DELOITTE, *Da Non-Financial Reporting a Corporate Sustainability Reporting*, 2021. [Online]. Consultabile al link: <https://www.deloitte.com/it/it/services/audit-assurance/analysis/da-non-financial-reporting-a-corporate-sustainability-reporting-.html>

EU Commission, *Mergers: Commission clears acquisition of Refinitiv by London Stock Exchange Group, subject to conditions*, Brussels, Jan 13, 2021. [Online]. Consultabile al sito web: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_21_103#:~:text=The%20European%20Commission%20has%20approved,commitments%20package%20offered%20by%20LSEG.

EURONEXT, “*Euronext announces its new strategic plan “Innovate for Growth 2027”*”, 2024. [Online]. Consultabile presso il sito web: [euronext.com](https://www.euronext.com)

EURONEXT, *ESG Report disclosure definitions*, 2025. [Online]. Consultabile presso il sito web: <https://live.euronext.com/en/products/indices/rules-esg-report-disclosures-definitions>

EURONEXT, *Index Rule Book Mib ESG Index Family*, 2021. [Online]. Consultabile presso il sito web: [indices.euronext.com](https://www.euronext.com/en/products/indices/rulebook-mib-esg-index-family).

EURONEXT, *The national ESG blue-chip index dedicated to the Italian market*, 5 maggio 2023. [Online]. Consultabile presso il link: <https://www.euronext.com/en/news/mib-esg-index>

F. ME, *Euronext migra il data center dal regno Unito all'Italia*, 5 giugno 2022 in *NetworkDigital360*. [Online]. Consultabile presso il sito web: [networkdigital360.com](https://www.networkdigital360.com)

<https://www.corrierecomunicazioni.it/digital-economy/euronext-migra-il-data-center-dal-regno-unito-allitalia/>

Faster Capital, *Mappatura del benchmark di classificazione del settore collegamento settori e sottocampi*. [Online]. Consultabile presso il sito web: <https://fastercapital.com/it/contenuto/Mappatura-del-benchmark-di-classificazione-del-settore--collegamento-settori-e-sottocampi.html>

FILIPPETTI S., *La Brexit finanziaria della Borsa di Londra: LSE cambia pelle e ora sceglie gli Usa*” nel Sole 24 Ore, 3 agosto 2020. [Online]. Consultabile al sito web: <https://www.ilsole24ore.com/art/la-brexite-finanziaria-borsa-londra-lse-cambia-pelle-e-ora-sceglie-usa-ADS5tPh>

Forum per la Finanza Sostenibile, *L'Investimento Sostenibile e Responsabile: una definizione al passo con i tempi*, Milano, 2014. [Online]. Disponibile al link: https://finanzasostenibile.it/wpcontent/uploads/2016/08/140903_Posizione_ufficiale_SRI_FFS.pdf

FTSE RUSSELL, *FTSE Italia All-Share*, 31 January 2025. [Online]. Consultabile presso la pagina web: research.ftserussell.com.

FTSE RUSSELL, *FTSE Italia Mid Cap Index*, 31 January 2025. [Online]. Consultabile presso la pagina web: research.ftserussell.com.

FTSE RUSSELL, *FTSE4GOOD INDEX SERIES-Eligibility criteria*, 2024.[Online].Consultabile presso la pagina web: https://www.lseg.com/content/dam/ftserussell/en_us/documents/groundrules/ftse4good-index-series-ground-rules.pdf

G. Matto, N. Pierotti, R. Benvenuto, *Regolamento SFRD e norme tecniche di attuazione: la “sfida” delle sustainability disclosures* in DB, 15 marzo 2021. [Online]. Consultabile presso il sito web: dirittobancario.it

GLOBAL COMPACT, *Who cares wins: Connecting financial markets to a changing world*. United Nations, New York, 2004, p. 6. [Online]. Disponibile al link: https://www.unglobalcompact.org/docs/issues_doc/Financial_markets/who_cares_who_wins.pdf

Il Fatto Quotidiano. *Piazza Affari venduta ad Euronext che sposta il centro dati a Bergamo. Nell'operazione anche Cdp e Intesa Sanpaolo*, 29 aprile 2021. [Online]. Consultabile al sito web: <https://www.ilfattoquotidiano.it/2021/04/29/piazza-affari-venduta-dalla-borsa-di-londra-ad-uronext-per-44-miliardi-nelloperazione-anche-cdp-e-intesa-sanpaolo/6181654/>

ILO Conventions. [Online]. Consultabile presso il sito web: <https://www.ilo.org/resource/ilo-conventions>

ISS ESG, *“ESG Corporate Rating – Methodology and Research Process”*, September 2023. [Online]. Consultabile presso il link: <https://www.issgovernance.com/file/products/iss-esg-corporate-rating-methodology.pdf>

ISS ESG, [online] disponibile al link: <https://www.issgovernance.com/esg/>

IUNC, *Cosa sono le liste rosse?* [Online]. Consultabile presso la pagina web: <https://www.iucn.it/liste-rosse-cosa-sono.php>

J. TREANOR, *London Stock Exchange takes rival Turquoise off bankers' hands* in The Guardian, 21 dicembre 2009. [Online]. Consultabile presso il sito web:

<https://www.theguardian.com/business/2009/dec/21/london-stock-exchange-acquires-turquoise>

La Repubblica, *Borse, i numeri dell'orribile 2008. In Europa persi 4.000 miliardi in Affari&Finanza*, 30 dicembre 2008. [Online]. Consultabile presso l'archivio digitale al seguente link: <https://www.repubblica.it/2008/12/sezioni/economia/borse-12/borse-2008/borse-2008.html?ref=search>

LSEG, *FTSEurofirst Index Series*. [Online]. Consultabile presso il sito web : <https://www.lseg.com/en/ftse-russell//indices/eurofirst>

LSEG, *Per la gestione dell'indice FTSE MIB*, agosto 2024. [Online]. Consultabile presso la pagina web: https://www.lseg.com/content/dam/ftse-russell/en_us/documents/ground-rules/ftse-mib-index-italian-ground-rules.pdf

LSEG, *Solution Overview- FTSE Ping An China ESG Index Series*. [Online]. Consultabile presso la pagina web: lseg.com.

M. CARNEY, *Breaking the tragedy of the horizon – climate change and financial stability*, Londra, 2015.[Online].Disponibile al link: <https://www.bis.org/review/r151009a.pdf>

Moody's, *Moody's Acquires Majority Stake in Vigeo Eiris, a Global Leader in ESG Assessments*. [Online]. Disponibile al link: <https://ir.moody's.com/press-releases/news-details/2019/Moodys-Acquires-Majority-Stake-in-Vigeo-Eiris-a-Global-Leader-in-ESG-Assessments/default.aspx>

OECD, *Responsible Business Conduct, the new normal for a sustainable future*. [Online]. Consultabile presso il sito web: <https://mneguidelines.oecd.org>

S. Ahlswed, C. Cleret de Langavat, A.L. Delbac, C. Malamataris, I. Uzumcu, *LSEG/Refinitiv – Safeguarding Access to Financial Data and Infrastructure*” in Competition Marger Brief, 2022, 2,1. [Online]. Consultabile alla pagina web: https://competition-policy.ec.europa.eu/document/download/5c0cb967-846b-493e-83ea-051b849b0990_en?filename=kdal22002enn_mergers_brief_2.pdf

S. Boujnah , *Osservazioni introduttive di S. Boujnah, Chief Executive Officer and Chairman of the Mananig Board di Euronext, alla Commissione Finanze della Camera dei deputati*, in Camera dei deputati Memoria Euronext S.p.a., Roma, 17 novembre 2021. [Online]. Consultabile al link: https://www.camera.it/application/xmanager/projects/leg18/attachments/upload_file_doc_acquisiti/pdfs/000/006/620/Memoria_Euronext_SpA.pdf

S&P Dow Jones Indices, *Dow Jones Best-in-Class Indices Methodology*, 2025. [Online]. Consultabile presso il link: <https://www.spglobal.com/spdji/es/documents/methodologies/methodology-dj-bic-indices.pdf>

S&P Dow Jones Indices, *Indices Methodology*. [Online]. Consultabile presso il sito web: <https://www.spglobal.com/spdji/en/documents/methodologies/methodology-dj-global-indices.pdf>

S&P Dow Jones Indices, *S&P Dow Jones Indices Announces Dow Jones Sustainability Indices 2024 Review Result*. [Online]. Consultabile presso il link: <https://portal.s1.spglobal.com/survey/documents/DJSI%20Press%20Release%202024.pdf>

S&P Dow Jones Indices, *S&P/JPX 500 ESG Score Tilted Indices Methodology*, 2024. [Online]. Consultabile presso la pagina web: <https://www.spglobal.com/spdji/en/documents/methodologies/methodology-sp-jpx-500-esg-score-tilted-indices.pdf>

S&P Global, *Corporate Sustainability Assessment Methodology*. [Online]. Consultabile presso il sito web: <https://www.spglobal.com/esg/csa/methodology/>

S&P Global, *DJSI Index Family*. [Online]. Consultabile presso la pagina web:
SGX Indices, *iEdge ESG Indices – Index Methodology*, 2024. [Online]. Consultabile presso la pagina web: https://api2.sgx.com/sites/default/files/2025-01/iEdge%20ESG%20Indices%20%20%20Index%20Methodology_241024_16.pdf

SSE Shaighai Stock Exchange, *SSE STAR ESG Index and other 2 indices Will Be Launched*. [Online]. Consultabile presso la pagina web: https://english.sse.com.cn/markets/indices/indexnews/c/c_20240228_10751175.shtml

SSE STAR Market. [Online]. Consultabile presso la pagina web: <http://star.sse.com.cn/en/>

Sustainalytics.[Online]Disponibile al link: <https://careers.morningstar.com/sustainalytics/us/en/home>

UN Global Compact, *The ten principles of the UN Global Compact*. [Online]. Consultabile presso il sito web: <https://unglobalcompact.org/what-is-gc/mission/principles>

Normativa, giurisprudenza e altro

Accordo di Parigi sul cambiamento climatico, 2015. Adottato in occasione della 21^a Conferenza delle Parti (COP 21) delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici, Parigi, Francia, 12, dicembre 2015. [Online]. Consultabile al seguente link: https://unfccc.int/sites/default/files/english_paris_agreement.pdf

Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale europeo e al Comitato delle regioni, *Una strategia europea per i dati*. Comunicazione 66, 19 febbraio 2020.

Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale europeo e al Comitato delle regioni, *Una strategia di finanza digitale*. Comunicazione 591, 24 settembre 2020.

Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale europeo e al Comitato delle regioni, *Un'Unione dei mercati dei capitali per le persone e le imprese: nuovo piano di azione*. Comunicazione 590, 24 settembre 2020.

Comunicazione della Commissione, *Orientamenti relativi a determinati aiuti di Stato nell'ambito del sistema per lo scambio di quote di emissioni dei gas a effetto serra dopo il 2021*. Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea, C 317, 25 settembre 2020.

Comunicazione della Commissione, *Orientamenti sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario: Integrazione concernente la comunicazione di informazioni relative al clima*. Comunicazione 209, 20 giugno 2019.

Comunicazione della Commissione, *Sull'interpretazione di talune disposizioni giuridiche dell'atto delegato relativo all'informativa a norma dell'articolo 8 del regolamento sulla tassonomia dell'UE per quanto riguarda la comunicazione di attività economiche e attivi ammissibili*. Comunicazione 385, 6 ottobre 2022.

Direttiva 2004/109/CE del Parlamento europeo e del Consiglio sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato e che modifica

la direttiva 2001/34/CE. Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea, L 390, 31 dicembre 2004.

Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio concernente le offerte pubbliche d'acquisto. Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea, L 142, 21 aprile 2004.

Direttiva 2007/36/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate. Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea, L 184, 14 luglio 2007.

Direttiva 2013/34/UE del Parlamento europeo e del Consiglio relativa ai bilanci d'esercizio e ai bilanci consolidati. Gazzetta Ufficiale, L 182, 29 giugno 2013.

Direttiva 2014/95/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la divulgazione di informazioni non finanziarie e di diversità da parte di talune grandi imprese e gruppi. Gazzetta Ufficiale, L 330, 15 novembre 2014.

Direttiva 2022/2464/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio relativa alla rendicontazione della sostenibilità da parte delle imprese. Gazzetta ufficiale dell'Unione Europea, L 322, 16 dicembre 2022.

EFRAG, *Draft European Sustainability Reporting Standards – ESRS 1 General requirements*, 2022. [Online]. Consultabile al link: <https://www.efrag.org/sites/default/files/sites/webpublishing/SiteAssets/06%20Draft%20ESRS%201%20General%20requirements%20November%202022.pdf>

EFRAG, *Implementation Guidance- DRAFT EFRAG IG 2 Value Chain*, 2023. [Online]. Consultabile al link:

<https://www.efrag.org/sites/default/files/sites/webpublishing/SiteAssets/Draft%20EFRAG%20IG%202%20VCIG%20231222.pdf>

Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore finanziario. Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea, L 317, 9 dicembre 2019.

Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del regolamento (UE) 2019/2088. Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea, L 198, 22 giugno 2020.

Regolamento (UE) 2021/1119 del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo alla legge sul clima, che stabilisce l'obiettivo di neutralità climatica dell'Unione Europea entro il 2050. Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea, L 134, 9 luglio 2021.

Regolamento delegato (UE) 2021/2178 della Commissione del 6 luglio 2021 che integra il regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio. Gazzetta Ufficiale, L 143, 10 dicembre 2021.

Regolamento delegato (UE) 2023/2772 della Commissione, del 31 luglio 2023, che integra la direttiva 2013/34/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i principi di rendicontazione di sostenibilità. Gazzetta Ufficiale, L 2023/2772, 22 dicembre 2023.

Trattato sull'Unione Europea (TUE), 2012. Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea, C 326/13.

UE, *The Takeover Bids Directive Assesment Report*, 2013. [Online]. Disponibile presso il sito web dell'Ufficio delle pubblicazioni dell'UE , consultabile al seguente

link: <https://op.europa.eu/it/publication-detail/-/publication/67501b75-7583-4b0d-a551-33051d8e27c1>