



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea Magistrale
in Amministrazione, finanza e controllo

Tesi di Laurea

I fattori ESG applicati al credito bancario

Relatore

Ch. Prof. Guido Massimiliano Mantovani

Laureanda

Federica Zanin
Matricola 884595

Anno Accademico

2021 / 2022

Sommario

INTRODUZIONE.....	5
CAPITOLO 1 – LA SOSTENIBILITÀ IN FINANZA ED I FATTORI ESG	12
1.1 L’evoluzione storica della sostenibilità.....	12
1.2 Il concetto di sviluppo sostenibile.....	21
1.3 Il cambio di passo nel mondo della finanza: da tradizionale a sostenibile	32
1.3.1. Le banche etiche ed il confronto con le banche convenzionali	41
1.4 Il concetto di <i>Corporate Social Responsibility</i> (CSR) e la sua evoluzione.....	45
1.5 Le teorie economiche sottostanti.....	61
1.5.1 La <i>Shareholder Theory</i>	62
1.5.2 La <i>Stakeholder Theory</i>	67
1.5.3 Il concetto di <i>Shared Value</i>	73
1.6 La nascita, il significato e la funzione dei fattori ESG.....	76
1.6.1 Il contributo della dimensione E (<i>Environmental</i>).....	83
1.6.2 Il contributo della dimensione S (<i>Social</i>).....	87
1.6.3 Il contributo della dimensione G (<i>Governance</i>).....	90
1.7 I fattori ESG dal lato delle imprese.....	92
1.8 Il ruolo delle banche nella transizione sostenibile	99
CAPITOLO 2 – IL QUADRO NORMATIVO: L’IMPEGNO UE VERSO LA FINANZA SOSTENIBILE	107
2.1 Un’introduzione sul tema.....	107
2.2 Dall’Accordo di Parigi all’ <i>Action Plan on Financing Sustainable Growth</i>	109
2.3 I dieci punti dell’ <i>Action Plan on financing Sustainable Growth</i> del 2018.....	116
2.4 Il processo di attuazione dell’ <i>Action Plan</i>	123

2.4.1 Il regolamento UE 2020/852: il Regolamento Tassonomia	128
2.4.2 Il regolamento UE 2019/2088: <i>Sustainable Finance Disclosure Regulation</i> (SFDR) ...	132
2.4.3 Indici climatici e standard di investimento sostenibile	136
2.5 L'economia circolare e la nuova strategia industriale europea	138
2.6 Dichiarazione non finanziaria, obblighi informativi e <i>reporting</i> di sostenibilità: dalla Direttiva NFRD alla CSRD	144
2.7 Il settore bancario: paradigma normativo e di vigilanza UE sui fattori ESG	154
CAPITOLO 3 – ANALISI EMPIRICA: FATTORI ESG E COSTO DEL DEBITO APPLICATO DALLE BANCHE.....	172
3.1 Un'introduzione sulla relazione tra fattori ESG e costo del debito	172
3.2 Lo sviluppo dell'ipotesi di ricerca	176
3.3 Il metodo	177
3.4 Il campione di imprese	178
3.5 Le variabili.....	181
3.5.1 Il costo del debito.....	182
3.5.2 La misura dei fattori ESG.....	183
3.5.3. Le variabili di controllo	185
3.6 Lo schema ed il modello di regressione	190
3.7 I risultati empirici	192
CORRELAZIONE	194
REGRESSIONE	197
3.8. Discussione.....	198
3.9 Conclusioni.....	203
BIBLIOGRAFIA.....	205
SITOGRAFIA	219

Indice delle figure

Figura 1.1. Classifica dell'Indice di performance ambientale 2022 (EPI) per 180 Paesi..	17
Figura 1.2. I 17 Obiettivi per lo Sviluppo Sostenibile (SDGs).....	26
Figura 1.3. La creazione di valore: finanza tradizionale (pan. A) e sostenibile (pan. B)...	37
Figura 1.4. Attività di investimento sostenibile a livello globale, 2016-2018-2020.	39
Figura 1.5. Asset di investimento sostenibile a livello globale per regione 2020.	40
Figura 1.6. Modello dei tre cerchi concentrici di responsabilità.....	50
Figura 1.7. Piramide della Responsabilità Sociale d'Impresa.	54
Figura 1.8. Quadro concettuale della struttura interna delle imprese sostenibili.	95
Figura 2.1. Le azioni dell' <i>Action Plan on financing Sustainable Growth</i>	115
Figura 2.2. Sintesi dei fattori di rischio ESG, dei loro canali di trasmissione e del loro impatto sulle categorie di rischio finanziario.....	166
Figura 2.3. I punti chiave della Roadmap dell'EBA sulla finanza sostenibile.....	170
Figura 3.1. Andamento del Costo del debito nel tempo.....	193

Indice delle tabelle

Tabella 1.1. Definizioni di CSR – ricerche accademiche.	58
Tabella 1.2. Definizioni di CSR – rappresentanti delle imprese e della società civile.....	59
Tabella 3.1. Statistiche descrittive per le variabili dello studio.....	192
Tabella 3.2. Medie Marginali CoD per Anno.....	193
Tabella 3.3. Correlazioni tra le variabili dello studio.	196
Tabella 3.4. Coefficienti di regressione lineare (variabile dipendente CoD).....	197

INTRODUZIONE

Oggigiorno la sostenibilità costituisce un tema di assoluta rilevanza ed attualità. Infatti, negli ultimi anni è stata attribuita una sempre maggiore attenzione alle tematiche della sostenibilità ambientale, sociale ed economica da parte dei governi, delle istituzioni, dei mercati finanziari e di tutti gli altri attori del mercato. L'accelerazione nel dare rilievo alle questioni legate alla sostenibilità è il risultato della presa di coscienza del fatto che è giunto il momento di intervenire per risolvere le attuali problematiche che affliggono il Pianeta ed il futuro degli individui. Ogni giorno ognuno di noi convive con almeno una conseguenza – per essere ottimisti – dei problemi ambientali e sociali che preoccupano il Pianeta e la società. Fenomeni come i cambiamenti climatici, l'inquinamento atmosferico, la deforestazione, il deterioramento delle risorse naturali, lo smaltimento dei rifiuti, la qualità dell'aria e dell'acqua, lo sfruttamento del suolo, la disuguaglianza e la violazione dei diritti umani, sono solo alcuni degli aspetti che impattano in misura sempre maggiore nella quotidianità di tutti noi.

Questi problemi erano già stati resi noti più di cinquant'anni fa dalla scienza e dalla società civile, ad esempio quando si parlava dei celebri "limiti dello sviluppo". Con il tempo, il dibattito sulla sostenibilità e sugli impatti negativi della crescita economica e dello sviluppo incontrollato si è ampliato enormemente anno dopo anno. In questo modo, si è creata la consapevolezza dell'esigenza di una radicale trasformazione del rapporto tra le attività economiche e l'ambiente circostante, ovvero di un modello economico nuovo e fondato su un tipo di sviluppo sostenibile. Tutto ciò si è accompagnato anche ad un cambio di mentalità negli individui verso le idee di sostenibilità ambientale e di sviluppo sostenibile. In pochi anni, il concetto di sostenibilità ha invaso tutti i campi del sapere compreso il sistema economico e finanziario attuale, per cui oggi si parla di transizione verso un'economia ed una società più sostenibili, *green* e pulite.

In questo ambito, all'inizio degli anni 2000, è stato concepito il concetto di fattori ESG (*Environmental, Social, Governance*) per indicare le tre aree della sostenibilità – ambientale, sociale e di governance – ed introdurle in ambito finanziario. I fattori ESG, anche se comprendono questioni che non sono tradizionalmente finanziarie, sono

considerati rilevanti per la valutazione finanziaria e ciò apre la strada a molte opportunità per le imprese che si impegnano in questo senso. Per cui, oggi i fattori ESG sono diventati degli standard per definire un orientamento sostenibile agli investimenti e per misurarne la sostenibilità a lungo termine, in base a criteri ambientali, sociali e di buon governo d'impresa. Ad oggi, la dimensione ESG costituisce un *asset* intangibile che sta diventando imprescindibile perché un'impresa sia moderna e competitiva. Lo sviluppo e la sempre maggiore diffusione dei criteri ESG è un segnale di come i mercati e la società si stanno muovendo per raggiungere la transizione verso un'economia più sostenibile, nonché è segno della crescente consapevolezza circa l'importanza di questi fattori, per cui anche le *performance* di sostenibilità sono importanti e non solo la generazione del profitto.

L'obiettivo di questo lavoro di tesi è quello di spiegare ed analizzare la transizione economica e culturale in termini di sostenibilità attualmente in corso, mostrando la crescente attenzione data ai fattori ambientali, sociali e di *governance* (sintetizzati dalla sigla "ESG"), in particolare da parte delle imprese e degli istituti di credito. Nello specifico, l'analisi empirica finale studia la rilevanza dei fattori ESG alla luce del ruolo centrale del sistema bancario nell'erogazione di finanziamenti alle imprese. Il focus dell'analisi si trova nel mezzo della relazione banca-impresa, ovvero nell'ambito delle decisioni di prestito alle aziende, e si pone l'intento di indagare la relazione tra i fattori ESG delle imprese ed il costo del finanziamento tramite debito bancario.

Si tratta di un ambito di ricerca poco approfondito, in quanto la maggior parte delle evidenze empiriche si concentra solamente sulla responsabilità sociale d'impresa (CSR) o sulla relazione tra i fattori ESG e il costo dell'*equity* (capitale proprio) e sulle conseguenze di tali politiche nelle *performance* finanziarie aziendali. Per quanto riguarda gli effetti delle politiche ESG sul costo del debito, la letteratura precedente non evidenzia una relazione chiara e netta, individuando sia relazioni di segno positivo sia di segno negativo tra i due fattori.

L'analisi empirica presentata in questo lavoro cerca di verificare se le politiche di sostenibilità (ESG) implementate dalle imprese vengano prese in considerazione dalle banche che decidono di finanziarle, integrandole nel processo di definizione del costo del debito. Quindi, si cerca di capire se il costo del debito applicato dalle banche alle imprese

venga influenzato, tra gli altri fattori, anche dalle politiche di sostenibilità (ESG) delle imprese. Quello che si vuole indagare è se le banche riconoscono un vantaggio alle imprese che implementano le politiche ESG e che riducono il proprio livello di rischio effettivo e/o percepito dal mercato grazie a questo impegno.

In sintesi, l'ipotesi di ricerca prevede che le imprese impegnate in ambito ESG vengano premiate dalle banche, ottenendo prestiti a condizioni favorevoli attraverso tassi di interesse più bassi e, dunque, beneficiando di una riduzione del costo del debito applicato dalle banche. Secondo l'ipotesi esiste una relazione di segno negativo tra i fattori di sostenibilità (ESG) ed il costo del debito sostenuto dalle imprese, ovverosia le variabili sono correlate negativamente.

Il presente lavoro di tesi è stato strutturato in questo modo.

Nel primo capitolo, dopo aver presentato l'evoluzione storica del concetto di sostenibilità e di sviluppo sostenibile, viene analizzato il nuovo paradigma della finanza sostenibile. Essendo strettamente connesso al tema della sostenibilità, viene trattato anche il concetto di responsabilità sociale d'impresa (CSR), delineandone la storia e l'importante evoluzione. Subito dopo, è stata svolta una rassegna della letteratura su alcune delle teorie manageriali che hanno accompagnato lo sviluppo del dibattito sui temi ambientali, sociali e di governance. Nello specifico, sono state approfondite le teorie del primato degli azionisti ("*Shareholder theory*"), dei portatori di interesse ("*Stakeholder theory*") e del valore condiviso ("*Shared value*"), in quanto concorrono a spiegare il cambio di rotta verso un sempre maggiore impiego di strategie sostenibili nelle imprese e nella collettività in generale per la creazione di valore. Poi, si entra nel tema centrale del lavoro, presentando ed approfondendo il significato e la funzione dei tre *driver* della sostenibilità, ovvero i fattori ESG (*Environmental, Social, Governance*) e studiandone la letteratura di riferimento. Inoltre, il passaggio successivo è stato dedicato allo studio delle tematiche ESG nell'ambito delle imprese, evidenziando anche le caratteristiche principali delle imprese sostenibili rispetto a quelle tradizionali. Infine, è stato esaminato il modo in cui il sistema bancario sta rispondendo alle nuove sfide introdotte dalla sostenibilità e dall'impegno ESG, alla luce del suo fondamentale ruolo nell'indirizzare l'economia verso un modello di crescita più sostenibile.

Nel secondo capitolo, è stato esaminato il contesto normativo del sistema politico-regolamentare di riferimento della finanza sostenibile, richiamando i principali sforzi dell'Unione europea nel disciplinare tali dinamiche. Viene esplorato l'ambizioso percorso avviato dall'UE a favore di un'economia ed una società più pulite e sostenibili, approfondendo le principali iniziative politiche in atto. È stata data particolare attenzione al Piano d'Azione della Commissione europea per finanziare la crescita sostenibile e alle sue dieci azioni fondamentali. Poi, è stato ripercorso il suo processo di attuazione, approfondendo importanti Regolamenti UE come quello sulla Tassonomia, quello sulla *Disclosure* di sostenibilità al pubblico (SFDR) e quello sugli indici climatici e gli standard di investimento sostenibile. Inoltre, si è cercato di capire come le buone pratiche di sostenibilità promosse dalle normative europee possano essere applicate al tessuto sociale ed imprenditoriale dell'economia reale. Dunque, è stato esplorato il Piano d'Azione per l'economia circolare della Commissione e la nuova strategia industriale europea, osservando quali sono i settori economici in cui la Commissione vuole maggiormente intervenire e monitorare per poter accelerare la transizione in atto. Infine, siccome le imprese e le banche sono l'oggetto di studio dell'analisi empirica, sono state approfondite le relative norme. Si è discusso di dichiarazione non finanziaria, di obblighi informativi e di *reporting* di sostenibilità per le imprese e del paradigma normativo e di vigilanza sui fattori ESG per il settore bancario.

Alla luce dei nuovi obblighi imposti dalle normative alle banche ed alle imprese, il terzo capitolo è dedicato allo studio della relazione tra i fattori ESG delle imprese ed il costo del finanziamento tramite debito bancario. A partire da un campione di 107 imprese europee (nel periodo che va dal 2017 al 2021) viene svolta un'analisi empirica sulla relazione tra fattori ESG e costo del debito bancario, al fine di scoprire se il fatto di essere un'impresa attenta ai fattori di sostenibilità conduca a dei vantaggi rispetto ai prestiti concessi, ovvero ad una riduzione del costo del debito applicato dalle banche. Ciò significherebbe che il processo di definizione del costo del debito sarebbe influenzato dalle politiche ESG aziendali. L'ipotesi di ricerca è che la relazione tra queste due variabili è di segno negativo, per cui all'aumentare dell'impegno ESG, il costo del debito dovrebbe diminuire.

Capitolo 1 – LA SOSTENIBILITÀ IN FINANZA ED I FATTORI ESG

1.1 L'evoluzione storica della sostenibilità

La crescente attenzione attribuita ai temi legati alla sostenibilità è oggi un argomento di rilevanza assoluta. Infatti, fenomeni come i mutamenti climatici, l'inquinamento, l'esaurimento dello strato di ozono, la deforestazione ed il deterioramento delle risorse naturali sono solo alcune delle minacce che affliggono il pianeta e che, oramai, non possono più essere ignorate.

Tuttavia, questa presa di coscienza e la conseguente necessità di azione sono frutto di un lungo percorso, di cui vengono ripercorsi i passi salienti.

Era il 1798 quando Thomas Robert Malthus (1766 – 1834), economista, demografo e filosofo inglese, pubblicò il “Saggio sul principio di popolazione”, evidenziando l'esistenza di uno squilibrio tra risorse alimentari e popolazione, basato su due diverse modalità di crescita. La sua teoria, conosciuta anche come “trappola malthusiana”, già all'epoca dimostrava come le risorse disponibili sarebbero state incapaci di soddisfare i bisogni dell'intera popolazione nel lungo periodo. Questa previsione, seppure catastrofica e successivamente criticata, diede un grande contributo allo sviluppo del dibattito sulla sostenibilità della crescita economica e sul relativo impatto ambientale.

Per gli anni a seguire la questione restò aperta e ciò fece accrescere la consapevolezza dell'esistenza di molte preoccupazioni relative allo sviluppo mondiale e, di conseguenza, al futuro dell'umanità.

Negli Anni '70 del secolo scorso si assistette ad un'altra tappa storica considerata un'influenza indiretta del pensiero malthusiano. Infatti, in questo periodo, il Club di Roma¹ riaccese la questione, cercando di comprendere se il processo di crescita fosse

¹ Il Club di Roma è un'organizzazione internazionale non-profit e non governativa, composta da scienziati, attivisti, economisti, alti dirigenti pubblici e capi di Stato di tutti e cinque i continenti. Il suo nome deriva dal fatto che la prima riunione del gruppo, nel 1968, ebbe luogo nella sede dell'Accademia dei Lincei alla Farnesina. La *mission* del gruppo è individuare, analizzare ed offrire soluzioni alle crescenti minacce implicite nei problemi che si prospettano per l'umanità, nell'ambito dei cambiamenti globali (Meadows, D.H. et al., 1972).

compatibile o meno con lo sviluppo dell'umanità e della società e se lo stesso fosse sostenibile². Questa volta, però, il dibattito si sviluppò in termini maggiormente quantitativi. Infatti, nel 1970, il Club di Roma commissionò al System Dynamics Group del MIT (*Massachusetts Institute of Technology*) lo sviluppo di un modello matematico globale, basato sulla dinamica dei sistemi, che fosse in grado di stimare i limiti fisici della continua crescita del genere umano e della sua attività materiale sul pianeta terra³. I risultati di tale ricerca vennero pubblicati nel 1972 nel celebre rapporto "I limiti dello sviluppo" (*Limits of Growth*", in lingua originale) di Donella e Dennis Meadows, Jorgen Randers e William Behrens III. Tale lavoro ebbe una rapidissima diffusione a livello globale e contribuì fortemente ad estendere il dibattito sulle problematiche dell'intera società umana, diventando uno dei riferimenti principali in materia di sostenibilità. Infatti, la ricerca aveva l'intento di esaminare il modello mondiale e di descrivere dei possibili scenari per l'umanità, proiettando cinque fattori chiave nel futuro e studiandone le interazioni: popolazione, produzione di alimenti, industrializzazione, inquinamento ed esaurimento delle risorse naturali non rinnovabili⁴.

Già cinquanta anni fa era indubbio che queste variabili sarebbero cresciute esponenzialmente, a differenza della disponibilità di risorse naturali. Inoltre, era già chiara l'idea che anche l'applicazione della tecnologia non avrebbe comunque risolto il problema essenziale, ovvero il carattere finito del sistema Terra⁵. Conseguentemente, non stupisce che le rivoluzionarie conclusioni a cui è giunto questo modello includano il collasso del sistema mondiale entro la fine del ventunesimo secolo, causato dal superamento dei limiti naturali dello sviluppo. L'unica soluzione al declino dell'umanità prospettata dagli autori era il raggiungimento di un equilibrio duraturo globale di stabilità ecologica ed economica, il quale doveva avvenire attraverso sostanziali ed immediati interventi correttivi al sistema⁶. Pertanto, i risultati del rapporto sono stati riassunti come segue:

«[...] L'umanità non può continuare a proliferare a ritmo accelerato, considerando lo sviluppo materiale come scopo principale, senza scontrarsi con i limiti naturali

² Per approfondire, si rimanda a: Morelli, P., *Geografia economica*, McGraw-Hill Education, Milano, 2010.

³ Meadows, D.H., Meadows, D.L., Randers, J., Behrens III, W.W., *I limiti dello sviluppo*, Edizioni scientifiche e tecniche Mondadori, Milano, 1972, p. 19 e ss.

⁴ Meadows, D.H. et al. (1972), *op. cit.*, p. 22 e ss.

⁵ Meadows, D.H. et al. (1972), *op. cit.*, p. 74 e p. 119.

⁶ Meadows, D.H. et al. (1972), *op. cit.*, p. 32.

del processo, di fronte ai quali essa può scegliere di imboccare nuove strade che le consentano di padroneggiare il futuro, o di accettare le conseguenze inevitabilmente più crudeli di uno sviluppo incontrollato» (Meadows, D.H. et al., 1972, p. 19).

Il rapporto Meadows, nonostante le tragiche previsioni, fu utile ad accrescere la consapevolezza della necessità di una radicale svolta e trasformazione della società, al fine di correggere il corso degli eventi ed evitare una crisi globale senza precedenti. Infatti, subito dopo la pubblicazione, le tesi sostenute dal celebre lavoro sono state oggetto di commenti, critiche, indagini e adesioni da parte delle comunità scientifiche, degli organismi internazionali, delle università e degli uomini di cultura e di azione di tutto il mondo. In questo modo, il Rapporto raggiunse uno dei suoi essenziali obiettivi, ovvero contribuire a rendere vivo il dibattito sulle problematiche esistenti tra l'uomo e l'ambiente in cui vive⁷.

Negli stessi anni, l'emergere del problema ambientale venne evidenziato anche a causa della manifestazione dei primi shock petroliferi (1973 – 1978), che segnarono l'inizio della crisi energetica in tutta Europa⁸. L'impressionante aumento del prezzo del petrolio, che costituiva la più importante fonte di energia per il settore industriale, agricolo e dei trasporti, fece sorgere l'interesse dei Paesi nel ricercare fonti energetiche alternative, riaprendo la questione circa i limiti delle risorse naturali. Per di più, la crisi modificò la mentalità delle persone verso tematiche importanti: si diffuse una maggiore cognizione che il sistema produttivo occidentale era fragile e precario; si incominciò a discutere di risparmio energetico, di ecologia e della necessità di un cambiamento radicale⁹.

Nell'ambito di questi avvenimenti, nel giugno 1972, su iniziativa dell'ONU (Organizzazione delle Nazioni Unite), ebbe luogo a Stoccolma anche la prima Conferenza mondiale che trattò congiuntamente i temi di ambiente e sviluppo. Questa tappa storica rappresentava il riconoscimento ufficiale dell'esistenza dei problemi ambientali e della necessità della tutela dell'ambiente, in quanto luogo in cui vive l'essere umano. Inoltre,

⁷ Meadows, D.H. et al. (1972), *op. cit.*, p. 11 e ss.

⁸ La crisi petrolifera del 1973 prese avvio, nell'ambito dello scoppio della quarta guerra arabo-israeliana, dalla decisione dei Paesi arabi dell'OPEC – Organizzazione dei Paesi esportatori di petrolio – di decretare l'embargo verso i Paesi occidentali filoisraeliani, sospendendo progressivamente le forniture di greggio. Fonte: Moricola, G., "La crisi petrolifera" in www.treccani.it, contributo tratto da "Storia della civiltà europea a cura di Umberto Eco", edizione in 75 ebook, 2014.

⁹ Cirillo, F., "La crisi energetica del 1973", in www.startingfinance.com, 06/12/2016.

per la prima, volta emerse il fondamentale ruolo della cooperazione internazionale per risolvere tali criticità. La Conferenza di Stoccolma si concluse con l'adozione di una Dichiarazione¹⁰, contenente 26 principi su responsabilità e diritti umani sull'ambiente. Come si legge nel primo principio, appare chiaramente l'idea di responsabilità che caratterizza il legame tra le azioni umane e lo stato dell'ambiente, nonché l'obiettivo essenziale di difesa e miglioramento di quest'ultimo:

«L'uomo ha un diritto fondamentale alla libertà, all'eguaglianza e a condizioni di vita soddisfacenti, in un ambiente che gli consenta di vivere nella dignità e nel benessere, ed è altamente responsabile della protezione e del miglioramento dell'ambiente davanti alle generazioni future».

Un'altra conseguenza della Dichiarazione di Stoccolma fu la creazione del Programma delle Nazioni Unite per l'ambiente (UNEP, *United Nations Environment Programme*), da parte dell'Assemblea generale delle Nazioni Unite. Istituito nel 1972, con sede a Nairobi (Kenya), questo organo sussidiario internazionale, svolge tutt'ora molteplici compiti, tra cui: promuovere attività che contribuiscano alla sostenibilità ambientale; affrontare i temi dei cambiamenti climatici e prevenire i disastri ambientali; lavorare allo sviluppo di studi e strumenti per la tutela delle risorse naturali; operare con l'intento di salvaguardare il futuro del benessere pubblico, avviando importanti azioni di cooperazione¹¹.

Dagli avvenimenti sopra delineati risultano chiari i tentativi di rispondere attivamente alle preoccupazioni che la scienza e la società civile avevano lanciato a partire dagli anni Settanta, nei riguardi della sostenibilità dello sviluppo umano e della conseguente distruzione dell'ambiente. Inoltre, già all'epoca era evidente che non si poteva continuare a perseguire uno sviluppo incontrollato e che le cause principali dei problemi ambientali erano i comportamenti umani. Conseguentemente, per invertire la rotta e salvaguardare il futuro delle giovani generazioni bisognava agire nel concreto ed in modo repentino.

Di nuovo, è tra le pagine del Rapporto Meadows che si rintraccia l'indicazione della strada da intraprendere con urgenza per diminuire la probabilità della catastrofe ambientale preannunciata: «[...] Bisognerà operare per adattarsi alle dimensioni finite della Terra

¹⁰ Dichiarazione della Conferenza delle Nazioni Unite sull'ambiente umano, Stoccolma 1972.

¹¹ Si vedano: Palermo, D., "50 anni fa, la Conferenza ONU di Stoccolma sull'ambiente", in www.ambientalismi.it, 05/06/2022; "Conferenza di Stoccolma" e "UNEP", da Dizionario di Economia e Finanza (2012), in www.treccani.it; www.unep.org.

tenendo presenti anche i valori umani delle generazioni future» (Meadows, D.H., et al., 1972, p. 145). Ebbene, solo pochi anni più tardi si arrivò alla definizione ufficialmente riconosciuta di sviluppo sostenibile.

A questo punto dell'analisi sullo sviluppo del concetto di sostenibilità, è bene interrogarsi sul modo in cui le maggiori potenze mondiali stanno affrontando le problematiche relative a tale concetto. Dunque, ci si chiede se l'attuale presa di coscienza circa la necessità di una transizione verso un'economia ed una società più sostenibile vada di pari passo con le iniziative adottate ed i risultati ottenuti.

Per questo motivo, è interessante conoscere quali Paesi del mondo attualmente sono più avanti in fatto di sostenibilità e quali, invece, sono i meno virtuosi. La classifica in questione è quella del *Yale Center for Environmental Law & Policy's Environmental Performance Index* (EPI), il quale ogni anno classifica 180 Paesi in base alle prestazioni in materia di cambiamenti climatici, salute ambientale e vitalità degli ecosistemi¹². Consultando la classifica complessiva dell'EPI 2022 per i 180 Paesi, si nota che le prime 16 posizioni sono occupate da Paesi europei, che si confermano essere quelli più all'avanguardia in materia di sostenibilità. Al primo posto assoluto troviamo la Danimarca (con il punteggio complessivo EPI più alto, ossia 77,9 su 100), seguita dal Regno Unito in seconda posizione (77,7) e al terzo posto la Finlandia (76,5). Subito dopo ci sono: Malta, Svezia, Lussemburgo, Slovenia, Austria, Svizzera, Islanda, Olanda, Francia, Germania, Estonia e Lituania.

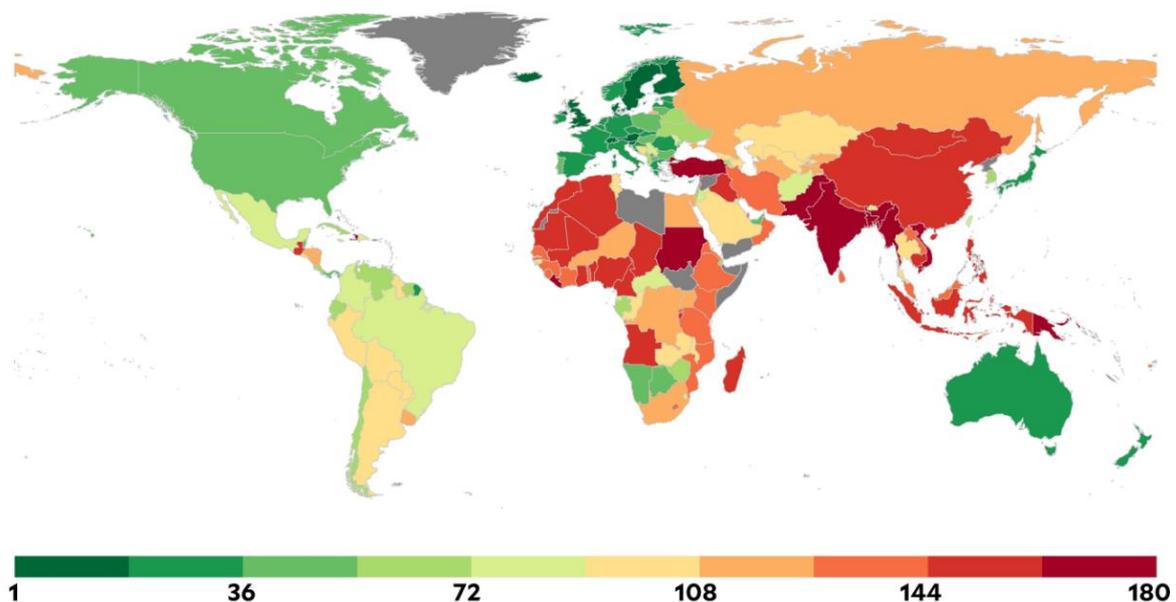
L'Italia, con un punteggio EPI di 57,7 (in miglioramento rispetto al decennio precedente) occupa il ventitreesimo posto, in quanto mostra ancora molte criticità nel campo della tutela dell'ecosistema e della politica climatica, nonostante abbia ottenuto un buon punteggio nell'ambito della salute pubblica.

¹² L'Indice di Performance Ambientale (EPI) fornisce una base quantitativa per confrontare, analizzare e comprendere i dati sullo stato della sostenibilità nel mondo. Nello specifico, utilizza 40 indicatori di performance in 11 categorie tematiche, i quali offrono una misura su scala nazionale di quanto i Paesi siano vicini agli obiettivi di politica ambientale stabiliti. Vengono utilizzati i dati disponibili dell'anno più recente e viene calcolata l'evoluzione di tali punteggi nel decennio precedente. I dati provengono da organizzazioni internazionali (tra cui la Banca Mondiale e il *Potsdam Institute for Climate Impact Research*), organizzazioni non governative e ricercatori accademici. Le classifiche complessive dell'EPI danno un grande contributo d'informazione, in quanto indicano quali Paesi stanno affrontando meglio le sfide ambientali. Fonte: Wolf, M.J., Emerson, J.W., Esty, D.C., de Sherbinin, A., Wendling, Z.A., et al. (2022), "2022 Environmental Performance Index", New Haven, CT: Yale Center for Environmental Law & Policy; <https://epi.yale.edu/about-epi>.

Un punteggio più basso (51,1) caratterizza gli Stati Uniti d’America che occupano la quarantatreesima posizione, mostrando quindi ancora molto distacco rispetto ai Paesi europei, a causa del ritmo insufficiente di riduzione delle emissioni di CO₂. Molto più in basso in classifica c’è la Russia (con punteggio di 37,5) in posizione numero 112 e la Cina (con punteggio di 28,4), in posizione numero 160. Per quanto riguarda i Paesi che sono risultati i più negativi, ovvero quelli che hanno performato peggio in termini di sostenibilità, la classifica indica: il Vietnam alla posizione 178 (punteggio 20,1); il Myanmar penultimo (punteggio 19,4); in ultima posizione, la numero 180, l’India (18,9), nazione purtroppo nota per l’elevato tasso di inquinamento¹³.

Per motivi espositivi non si riporta il dettaglio di tutta la classifica EPI, ma si preferisce presentare la mappa geografica mondiale, al fine di avere maggiore evidenza dei Paesi più virtuosi in termini di sostenibilità (segnalati dal colore verde) e di quelli meno attenti a queste tematiche (presentati nel colore arancione-rosso).

Figura 1.1. Classifica dell’Indice di performance ambientale 2022 (EPI, *Environmental Performance Index*) per 180 Paesi.



Fonte: *EPI 2022. Ranking country performance on sustainability issues*, p. 16.

Quello che emerge dal Report sull’Indice di performance ambientale (EPI) è che le democrazie più benestanti sono in cima alla classifica, come spesso accade anche in altre

¹³ Wolf, M.J., Emerson, J.W., Esty, D.C., de Sherbinin, A., Wendling, Z.A., et al. (2022) “2022 *Environmental Performance Index*”, New Haven, CT: Yale Center for Environmental Law & Policy, p. 14.

analisi ambientali. I Paesi che sono riusciti ad ottenere dei buoni risultati hanno dato prova di un profondo impegno in tutte le aree della sostenibilità, sostenendo gli obiettivi politici con severe normative ed investimenti finanziari. Nonostante ciò, anche i Paesi più *green* hanno ancora dei margini di miglioramento. Inoltre, tali Paesi ad alta *performance* possono fungere da modello, diffondendo le proprie pratiche politiche a quelle nazioni che sono rimaste indietro sul cammino verso un futuro sostenibile. In linea generale, molti Paesi all'avanguardia nel campo della salute ambientale hanno scarse prestazioni nel campo del cambiamento climatico. Anche i risultati sulla vitalità degli ecosistemi sono discontinui e riflettono la necessità di maggiori investimenti nella decarbonizzazione, nella tutela della biodiversità e degli habitat in tutto il mondo¹⁴.

Come anche nel 2020, la Danimarca appare al primo posto in classifica (evidenziata dal colore verde scuro) e si distingue per una importante leadership mondiale nell'ambito del clima e dell'agricoltura sostenibile. Tra l'altro, questo Paese europeo ha recentemente fissato l'obiettivo nazionale di ridurre le emissioni entro il 2030 del 70% rispetto al livello del 1990 e ha adottato un'intera agenda politica per raggiungere questo impegno, tra cui la recente estensione delle tasse sui gas serra. Rispettivamente in seconda ed in terza posizione, il Regno Unito e la Finlandia spiccano per le loro prestazioni in materia di cambiamenti climatici, grazie alle politiche degli ultimi anni di drastica riduzione delle emissioni di gas serra¹⁵.

Per quanto riguarda gli Stati Uniti d'America, la posizione relativamente bassa ottenuta si fonda sulle scarse prestazioni nel campo della lotta al cambiamento climatico. Quindi, anche se negli Stati Uniti le emissioni di gas serra sono in calo, i ritmi attuali non sono in grado di mitigare gli elevati livelli di partenza. Infatti, si stima che gli Stati Uniti, insieme a Cina, India e Russia, saranno responsabili per oltre il 50% delle emissioni globali di gas serra nel 2050, a meno che non vengano pesantemente rafforzate le politiche sul cambiamento climatico e il processo di decarbonizzazione. Nonostante ciò, gli Stati Uniti hanno fatto progressi in altre aree della sostenibilità, come la qualità dell'aria e le zone marine protette, ma la classifica aggregata EPI li colloca comunque dietro alla maggior parte delle democrazie occidentali¹⁶.

¹⁴ Wolf, M.J. et al. (2022), *op. cit.*, pp. 14-15.

¹⁵ Wolf, M.J. et al. (2022), *op. cit.*, p. 15.

¹⁶ Wolf, M.J. et al. (2022), *op. cit.*, p. 15.

Per quanto concerne la Cina, la classifica indica che questo Paese occupa la posizione numero 160 su 100 con un punteggio di 28,4 e ciò è dovuto principalmente allo scarso impegno dato alla salvaguardia della biodiversità degli ecosistemi. Tuttavia, la posizione della Cina è migliorata rispetto agli ultimi 10 anni (+11,4 punti nell'EPI complessivo).

Infine, i Paesi che si stanno impegnando nettamente di meno per l'ambiente e per la sostenibilità sono quelli dell'Asia Meridionale, tra cui gli ultimi cinque in classifica sono: Pakistan (24,6 su 100), Bangladesh (23,1), Vietnam (20,1), Myanmar (19,4), e in ultima posizione l'India (18,9). In via generale, i Paesi asiatici che hanno ottenuto un punteggio basso sono gli stessi che hanno dato priorità alla crescita economica rispetto alla sostenibilità, oppure quelli che stanno affrontando gravi disordini civili e crisi. In particolare, l'India con una qualità dell'aria sempre più preoccupante ed un repentino aumento delle emissioni di gas serra, per la prima volta scende in fondo alla classifica (era alla posizione numero 168 nel 2020). Quindi, nonostante alcuni Paesi, come l'India o la Cina, abbiano recentemente promesso di ridurre i tassi di crescita delle emissioni, la realtà dei dati mostra una situazione molto drammatica. Il fatto di aver ottenuto un punteggio dell'EPI complessivo basso o molto basso implica che è assolutamente necessario che quei Paesi riesamino e riformolino sensibilmente gli interventi nazionali per la sostenibilità, ponendo particolare enfasi sulla decarbonizzazione, sul miglioramento della qualità dell'aria, sul potenziamento della gestione dei rifiuti e sulla protezione della biodiversità¹⁷.

La classifica dell'EPI pubblicata il primo giugno di quest'anno sulla sostenibilità ambientale per il 2022 evidenzia che attualmente il mondo non è di certo sulla buona strada nel rispettare gli impegni assunti sulla sostenibilità ambientale. Infatti, gli autori del Report mettono i Paesi in allarme, prevedendo che la grande maggioranza di questi non raggiungerà l'obiettivo di azzerare le emissioni di gas serra entro la metà del secolo. Dall'analisi svolta emerge chiaramente che i progressi globali nella riduzione delle emissioni di gas ad effetto serra (GHG) sono ancora insufficienti e, procedendo in questo modo, non si realizzerà l'obiettivo di zero emissioni nette entro il 2050, stabilito nel Patto per il clima di Glasgow del 2021. Di conseguenza, se il mondo vuole davvero evitare il collasso e gli impatti devastanti del cambiamento climatico – messi in luce già molti anni

¹⁷ Wolf, M.J. et al. (2022), *op. cit.*, p. 15.

fa – il lavoro da svolgere è molto di più di quanto finora realizzato. Inoltre, è molto allarmante il fatto che in Cina, India, Russia e in molti altri Paesi in via di sviluppo le emissioni di gas serra stanno continuando ad aumentare incessantemente. Si ricorda che ad oggi, secondo l'analisi dell'EPI, solo un esiguo numero di Paesi (tutti europei) dovrebbe raggiungere la neutralità dei gas serra rispettando gli impegni stabiliti, in particolare si tratta di Danimarca e Regno Unito¹⁸.

È bene sottolineare che l'EPI è considerata l'analisi leader delle tendenze legate alla sostenibilità a livello mondiale, in quanto fornisce un potente strumento politico per la valutazione di una serie di tematiche critiche per tutti i Paesi: l'inquinamento dell'aria e dell'acqua, la gestione dei rifiuti, la biodiversità, la salvaguardia degli habitat naturali e la transizione verso un futuro ad energia pulita¹⁹. Inoltre, se si volessero ricercare i fattori che, secondo le classifiche EPI, permettono il raggiungimento del successo ambientale in uno Stato, emergerebbe che questi comprendono: il buon governo, la ricchezza, la qualità della vita e le normative ben strutturate del Paese preso in considerazione²⁰.

Di fatto, anche le decisioni politiche contano molto nel gestire efficacemente le minacce ambientali e nel guidare i Paesi del mondo verso un futuro più sostenibile. Per questi motivi, le evidenze a cui sono giunte le proiezioni dell'EPI dovrebbero essere prese in seria considerazione da tutti i leader politici e dovrebbero fungere da rigido memento: “non si può più procrastinare, è giunto il tempo di intervenire velocemente nel concreto”. Effettivamente, il processo di transizione verso una politica ambientale più stringente è stato oggetto di un importante slancio in questi ultimi anni. Basti pensare all'adozione da parte delle Nazioni Unite degli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (SDGs) o alla sottoscrizione dell'Accordo di Parigi, entrambi datati 2015. Nonostante ciò, il gruppo dell'EPI segnala che la futura possibilità di vivere in un mondo più sostenibile è spesso ostacolata alla base a causa di permanenti lacune informative. Bisognerebbe, dunque, concentrare gli sforzi politici anche verso una migliore e maggiore raccolta, rendicontazione e verifica dei dati attinenti ad una vasta serie di questioni ambientali (agricoltura, qualità dell'acqua dolce, esposizione alle sostanze chimiche, protezione degli

¹⁸ Wolf, M.J. (2022), “EPI 2022 Press Release”, disponibile a: <https://epi.yale.edu/downloads>, p. 1.

¹⁹ Wolf, M.J. (2022), “EPI 2022 Press Release”, disponibile a: <https://epi.yale.edu/downloads>, p. 2.

²⁰ A tal proposito, i ricercatori hanno individuato forti correlazioni tra i punteggi dell'EPI e l'efficacia del governo, la qualità della legge e della regolamentazione, il livello di benessere e il PIL pro capite di un Paese. Fonte: Wolf, M.J. (2022), “EPI 2022 Press Release”, p. 3.

ecosistemi). Naturalmente, per fare questo sono necessari investimenti più ingenti nei sistemi di raccolta delle informazioni ambientali²¹. D'altronde, come si vedrà nel prossimo paragrafo, se si desidera percorrere la strada dello sviluppo sostenibile, devono esserci risorse finanziarie sufficienti per poter investire nella protezione dell'ambiente.

1.2 Il concetto di sviluppo sostenibile

Preso coscienza dell'esigenza di una cruciale trasformazione riguardante il rapporto tra attività economica e mondo naturale, la lunga evoluzione della riflessione sul tema della sostenibilità ha condotto ad una fondamentale definizione: il concetto di sviluppo sostenibile.

Nel 1983, in ambito ONU, venne istituita la Commissione mondiale su Ambiente e Sviluppo (*World Commission on Environment and Development*, WCED). Nello stesso anno, il Segretario Generale delle Nazioni Unite nominò la norvegese Gro Harlem Brundtland²² presidente della menzionata Commissione. Poco tempo dopo, nel 1987, in occasione dell'incontro della WCED a Stoccolma – detta anche commissione Brundtland – venne presentato il Rapporto finale “*Our Common Future*” (noto, appunto, come Rapporto Brundtland), il quale presentava per la prima volta il concetto di sviluppo sostenibile diventato di uso comune:

«Lo sviluppo sostenibile è quello sviluppo che consente alla generazione presente di soddisfare i propri bisogni senza compromettere la possibilità delle generazioni future di soddisfare i propri» (WCED, *Our Common Future*, 1987, p. 37).

In questo modo, si iniziò a diffondere l'idea di un nuovo modello economico fondato su un tipo di sviluppo ‘sostenibile’, sul miglioramento qualitativo e non più sulla crescita come incremento quantitativo. Il Rapporto Brundtland aprì le porte ad un modello di sviluppo basato sul rispetto per il progresso futuro, ovvero sul concetto di “sostenibilità”. Tale

²¹ Wolf, M.J. (2022), “*EPI 2022 Press Release*”, disponibile a: <https://epi.yale.edu/downloads>, pp. 3-4.

²² Gro Harlem Brundtland (Oslo, 20 aprile 1939) è una politica norvegese. Fu la prima donna a ricoprire la carica di primo ministro della Norvegia nel 1981. Da sempre impegnata in ambito ecologista, guidò il governo in tre riprese per circa 10 anni complessivi, fino al 1996. Si veda: “*Brundtland, Gro Harlem*” in www.treccani.it.

modello non venne inteso come una condizione fissa a cui aspirare, quanto piuttosto un processo di cambiamento in cui l'utilizzo delle risorse, la gestione degli investimenti, la direzione dello sviluppo tecnologico e i cambiamenti istituzionali siano coerenti con le necessità future e presenti. Osservato che le criticità globali dell'ambiente dipendevano sostanzialmente dall'esistenza di squilibri socioeconomici tra i Paesi più ricchi e quelli in via di sviluppo, il documento enfatizzò il concetto di soddisfacimento dei bisogni essenziali, al fine di sottolineare l'importanza di garantire a tutti gli individui questo nuovo modello di crescita più rispettosa. Infatti, la possibilità di assistere ad una nuova era di crescita economica, che fosse sostenibile dal punto di vista ambientale, doveva andare di pari passo con una legittimità universale ad ambire a condizioni di vita migliori. Inoltre, tramite questo lavoro della Commissione mondiale su Ambiente e Sviluppo, veniva ancora una volta ribadita la rilevanza della cooperazione internazionale per raggiungere tali obiettivi comuni²³.

Il Rapporto Brundtland, ponendo l'attenzione sui principi di equità intergenerazionale e intragenerazionale e adottando la logica del lungo periodo, servì a dare un serio avvertimento: «[...] è giunto il momento di prendere le decisioni necessarie per garantire le risorse a sostegno di questa e delle prossime generazioni» (WCED, *Our Common Future*, 1987, p. 11).

Questo documento contribuì ad introdurre il concetto di sostenibilità all'interno dei quadri legislativi a livello globale. Di fatto, a partire dal Rapporto Brundtland, si innescò un percorso di continua ricezione ed adozione della nozione di sviluppo sostenibile, inteso come fondamentale modello delle nuove visioni di sviluppo²⁴.

È proprio dopo aver discusso tale Rapporto che l'Assemblea Generale delle Nazioni Unite decise di organizzare una Conferenza su Ambiente e Sviluppo (UNCED, *United Nations Conference on Environment and Development*). Durante tale conferenza, svoltasi a Rio de Janeiro nel 1992 e conosciuta anche come "Summit della terra", venne ripreso e ridiscusso il concetto di sviluppo sostenibile, focalizzando l'attenzione sull'impatto delle attività socioeconomiche umane sull'ambiente.

²³ Report of the World Commission on Environment and Development, "Our Common Future", 1987, p. 11 e ss.

²⁴ Lafratta, P., 2004, citato da Mondini, G. (2019), "Valutazioni di sostenibilità: dal rapporto Brundtland ai Sustainable Development Goal", *Journal valori e valutazioni*, No. 23, p. 129.

In questa occasione si evidenziò che i diversi fattori sociali, economici ed ambientali sono interconnessi ed evolvono insieme nel tempo: il successo in uno di questi ambiti implica un intervento in tutti gli altri ambiti per poter essere sostenuto nel tempo. In questo modo, emerse l'idea che uno sviluppo sostenibile richiede un approccio integrato, ovvero non può limitarsi solo alla dimensione ambientale, ma presuppone un bilanciamento tra questa e le questioni economiche e sociali.

La Conferenza di Rio diede vita ad un vivace dibattito tra i governi ed i loro cittadini su come poter garantire la sostenibilità dello sviluppo, attribuendo la stessa importanza alla tutela dell'ambiente, allo sviluppo economico e a quello sociale. Inoltre, tramite questa Conferenza, il principio dello sviluppo sostenibile venne ufficialmente formalizzato negli atti adottati all'esito del *Summit*²⁵.

Dunque, in sostanza, l'obiettivo dello sviluppo sostenibile poggia su tre fondamentali pilastri correlati tra loro. Il primo è l'equità sociale, intesa come la promozione dell'equità tra la presente e le future generazioni e tra i ricchi e i poveri della popolazione mondiale. La seconda componente è la protezione dell'ambiente, ovvero la salvaguardia e il ripristino della qualità delle risorse naturali, nell'ottica di arrestare il deterioramento ambientale causato dallo sviluppo economico tradizionale. Infine, il terzo pilastro su cui è fondato lo sviluppo sostenibile è la competitività economica, concepita come la capacità dei sistemi economici di generare reddito e lavoro a favore di tutta la popolazione e nel rispetto dell'ambiente circostante²⁶.

Il cammino verso una formulazione definitiva dei principi dello sviluppo sostenibile è pervenuto all'elaborazione di un importante programma d'azione per le persone, il pianeta, la prosperità, la pace e la collaborazione. Si tratta dell'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile, ovvero un documento sottoscritto, dopo anni di consultazioni, nel

²⁵ I principali risultati raggiunti dai Paesi partecipanti alla Conferenza di Rio del 1992 furono tre accordi non vincolanti a livello internazionale (l'Agenda 21; la Dichiarazione di Rio su ambiente e sviluppo; la Dichiarazione dei principi per la gestione sostenibile delle foreste) e due Convenzioni giuridicamente vincolanti (la Convenzione quadro sui cambiamenti climatici, che porterà alla stesura del Protocollo di Kyoto; la Convenzione sulla diversità biologica).

Per approfondire, si vedano: *A/CONF.151/26/Rev. I*, Vol. I, ISBN 92-1-100498-5, United Nations publication, New York, 1993; www.un.org; www.are.admin.ch.

²⁶ Si fa riferimento a due contributi: Boadi, K., 2002, citato da Soppe, A. (2009), "Sustainable Finance as a Connection Between Corporate Social Responsibility and Social Responsible Investing", Indian School of Business WP, Indian Management Research Journal, Vol. 1, No. 3, p. 6; Minnetti, F. (2004), "L'introduzione e la crescente rilevanza di profili etici nell'offerta di prodotti finanziaria da parte delle imprese bancarie italiane", Studi e note di economia (2), p. 141.

settembre 2015 dai governi dei 193 Paesi membri dell'ONU. La rilevanza di questo grande programma d'azione è data dal fatto che ingloba al suo interno i 17 Obiettivi per lo Sviluppo Sostenibile (OSS), conosciuti anche con l'appellativo di *Sustainable Development Goals* (SDGs) ed articolati in 169 Target o traguardi da raggiungere entro il 2030. È bene ricordare che gli Obiettivi per lo Sviluppo Sostenibile portano avanti i risultati ottenuti dagli 8 Obiettivi di Sviluppo del Millennio (*Millennium Development Goals* o MDGs), adottati in seguito alla Dichiarazione del Millennio delle Nazioni Unite nel 2000 e con orizzonte temporale il 2015. Quindi, l'ambizioso e trasformativo progetto delineato nell'Agenda 2030, per creare un futuro migliore e più sostenibile per tutti, intensifica gli Obiettivi del Millennio e cerca di realizzare anche quelli che non erano stati raggiunti. Più nello specifico, i 17 macro-obiettivi di Sviluppo Sostenibile rappresentano degli obiettivi comuni di tutti i Paesi e di tutti gli individui sulle sfide globali che si devono affrontare, tra cui: la povertà, la disuguaglianza, il cambiamento climatico, il degrado ambientale, la giustizia e la pace²⁷. Inoltre, i 17 obiettivi per lo sviluppo sostenibile sono tutti collegati tra loro e conciliano in modo equilibrato i tre aspetti dello sviluppo sostenibile, ovvero: la dimensione economica, sociale ed ambientale. Infatti, a pagina 6 della Risoluzione adottata dall'Assemblea Generale il 25 settembre 2015 e cioè dell'Agenda 2030 (intitolata "*Trasformare il nostro mondo. L'Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile*"), è scritto:

«[...] Annunciamo oggi 17 nuovi Obiettivi per lo Sviluppo Sostenibile con 169 traguardi ad essi associati, che sono interconnessi e indivisibili. È la prima volta che i leader mondiali si impegnano in uno sforzo e in un'azione comune attraverso un'agenda politica così vasta e universale. Ci stiamo incamminando verso lo sviluppo sostenibile, dedicandoci al perseguimento della crescita globale e a una cooperazione vantaggiosa che si tradurrebbe in maggiori profitti per tutti i paesi e per tutto il mondo. Ribadiamo che tutti gli stati possono, e devono, esercitare liberamente la totale e permanente sovranità sulle proprie ricchezze, risorse naturali e attività economiche. Applicheremo l'Agenda affinché tutti possano trarne i benefici, per le generazioni di oggi e per quelle del futuro²⁸».

²⁷ Fonte: Nazioni Unite, <https://unric.org/it/agenda-2030/>.

²⁸ Organizzazione delle Nazioni Unite, *A/RES/70/1*, Risoluzione adottata dall'Assemblea Generale il 25 settembre 2015 [senza riferimento a una Commissione Principale (A/70/L.I)] – 70/1. *Trasformare il nostro mondo: l'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile*.

Quindi, ogni Paese del pianeta dovrà collaborare verso il raggiungimento degli Obiettivi per lo Sviluppo sostenibile, impegnandosi ad implementare questo ambizioso programma e monitorandone lo stato di attuazione.

La specifica dei 17 macro-obiettivi di Sviluppo Sostenibile contenuti nell'Agenda 2030 è la seguente ed è successivamente riassunta nella Figura 1.2:

“Obiettivo 1. Porre fine ad ogni forma di povertà nel mondo.

Obiettivo 2. Porre fine alla fame, raggiungere la sicurezza alimentare, migliorare la nutrizione e promuovere un'agricoltura sostenibile.

Obiettivo 3. Assicurare la salute e il benessere per tutti e per tutte le età.

Obiettivo 4. Fornire un'educazione di qualità, equa ed inclusiva, e opportunità di apprendimento per tutti.

Obiettivo 5. Raggiungere l'uguaglianza di genere ed emancipare tutte le donne e le ragazze.

Obiettivo 6. Garantire a tutti la disponibilità e la gestione sostenibile dell'acqua e delle strutture igienico-sanitarie.

Obiettivo 7. Assicurare a tutti l'accesso a sistemi di energia economici, affidabili, sostenibili e moderni.

Obiettivo 8. Incentivare una crescita economica duratura, inclusiva e sostenibile, un'occupazione piena e produttiva ed un lavoro dignitoso per tutti.

Obiettivo 9. Costruire un'infrastruttura resiliente e promuovere l'innovazione ed una industrializzazione equa, responsabile e sostenibile.

Obiettivo 10. Ridurre l'ineguaglianza all'interno di e fra le nazioni.

Obiettivo 11. Rendere le città e gli insediamenti umani inclusivi, sicuri, duraturi e sostenibili.

Obiettivo 12. Garantire modelli sostenibili di produzione e di consumo.

Obiettivo 13. Promuovere azioni, a tutti i livelli, per combattere il cambiamento climatico (riconoscendo che la Convenzione delle Nazioni Unite sui Cambiamenti Climatici è il principale forum internazionale e intergovernativo per la negoziazione della risposta globale al cambiamento climatico).

Obiettivo 14. Conservare e utilizzare in modo durevole gli oceani, i mari e le risorse marine per uno sviluppo sostenibile.

Obiettivo 15. Proteggere, ripristinare e favorire un uso sostenibile dell'ecosistema terrestre.

Obiettivo 16. Promuovere società pacifiche e inclusive per uno sviluppo sostenibile.

Obiettivo 17. Rafforzare i mezzi di attuazione e rinnovare il partenariato mondiale per lo sviluppo sostenibile²⁹”.

Figura 1.2. I 17 Obiettivi per lo Sviluppo Sostenibile (SDGs).



Fonte: ONU, *Trasformare il nostro mondo: Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile*, Dipartimento per la Pubblica Informazione, Nazioni Unite, slide 2.

Gli SDGs ed i relativi traguardi sono entrati in vigore il 1° gennaio 2016 e indirizzeranno le decisioni di tutti i Paesi, a livello regionale e globale, per i successivi 15 anni. Inoltre, un altro importante evento accaduto nel 2015 è stato il raggiungimento dell'Accordo di Parigi sui cambiamenti climatici, ovvero un primo accordo universale – stipulato dagli Stati membri della Convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici (UNFCCC) – per contrastare il riscaldamento globale riducendo le emissioni di anidride carbonica³⁰.

²⁹ Organizzazione delle Nazioni Unite, *A/RES/70/1*, Risoluzione adottata dall'Assemblea Generale il 25 settembre 2015 [senza riferimento a una Commissione Principale (A/70/L.I)] – 70/1. *Trasformare il nostro mondo: l'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile*, p. 14.

³⁰ Questo tema verrà analizzato in dettaglio nel capitolo 2 del presente lavoro.

Da quanto emerso in questo paragrafo si può sostenere che le idee di sostenibilità ambientale e di sviluppo sostenibile sono riuscite ad espandersi in tutto il mondo grazie alle risoluzioni internazionali e ai documenti che ne sono derivati. Ne sono un esempio la già menzionata Agenda 2030, gli SDGs e l'Accordo di Parigi sul clima (COP21).

Tuttavia, considerando la dimensione ambientale della sostenibilità, è l'Unione Europea ad aver elaborato per prima una apposita legislazione per ridurre le emissioni di gas serra ed essere così in linea con l'Accordo di Parigi del 2015. Quindi, l'UE ed i suoi Stati membri si sono assunti l'impegno di trasformarsi nella prima economia ad impatto climatico zero entro il 2050. Infatti, l'Unione Europea è nota per essere da sempre in prima linea nel campo delle politiche ambientali, rispetto ad altri principali Paesi, come gli Stati Uniti, la Cina, la Russia o l'India. In forza di questa leadership della Commissione e delle sue ambiziose politiche in materia di sostenibilità, l'unione Europea è diventata un modello che potenzialmente può ispirare e stimolare anche gli altri leader politici mondiali nell'educazione allo sviluppo sostenibile del pianeta³¹.

Si pensi, per esempio, al *Green Deal* Europeo (Patto Verde Europeo)³² del dicembre 2019, ovvero il pacchetto di iniziative strategiche messo in atto dalla Commissione per condurre l'UE verso la transizione verde e il raggiungimento della neutralità climatica entro il 2050. In sostanza, il *Green Deal* rappresenta la strategia dell'UE per conseguire gli obiettivi fissati nel quadro dell'Accordo di Parigi del 2015. Infatti, tale Patto si riferisce ad azioni e politiche concrete in tutti i settori dell'economia circa il clima, l'ambiente, l'energia, i trasporti, l'industria, l'agricoltura, la ricerca, l'innovazione e la finanza sostenibile. Si tratta, quindi, di una drastica trasformazione della società e dell'economia dell'Europa³³. Unendo la pressione per il perseguimento della sostenibilità ambientale alle risorse finanziarie necessarie, il *Green Deal* Europeo costituisce l'immaginario di come l'Europa vorrebbe vedere il futuro sviluppo dell'economia e della società. Dunque, la speranza è

³¹ Del Bò, C., Lupi, C. (2021), "La sostenibilità", Note della Fondazione Giandomenico Romagnosi, Nota 10-2021, pp. 5-6.

³² European Commission, Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the Council, the European Economic and Social Committee of the regions, *The European Green Deal*, COM(2019) 640 final, Brussels, 11.12.2019.

³³ A titolo esemplificativo si cita un'iniziativa inclusa nel *Green Deal* europeo, ovvero il pacchetto legislativo "Pronti per il 55%", che intende tradurre in normativa gli obiettivi del *Green Deal* europeo. Avendo il Consiglio europeo fissato l'obiettivo di ridurre le emissioni di gas ad effetto serra di almeno il 55% entro il 2030 (rispetto ai livelli del 1990) e di pervenire alla neutralità climatica entro il 2050, il pacchetto "Pronti per il 55%" contiene una serie di nuove proposte legislative per trasformare tali obiettivi in legislazione ed allineare le leggi attuali agli intenti per il 2030 e il 2050. Fonte: Consiglio dell'Unione Europea, si veda: <https://www.consilium.europa.eu/it/policies/green-deal/>.

che l'UE attraverso il *Green Deal* possa velocizzare il processo per il raggiungimento degli obiettivi di sviluppo sostenibile³⁴.

Più recentemente, nel giugno del 2021 – sempre in ambito UE – è stata adottata la prima normativa in assoluto sul clima, che fissa nella legislazione l'obiettivo della neutralità climatica entro il 2050. Inoltre, la stessa normativa europea sul clima predispone come vincolante per gli Stati membri dell'UE l'obiettivo precedentemente menzionato di riduzione delle emissioni nette di gas ad effetto serra (ovvero, emissioni al netto degli assorbimenti) di almeno il 55% entro il 2030 rispetto ai livelli del 1990. Tale Legge UE sul clima (*Regolamento CEE/UE 30 giugno 2021, n. 1119*, detto anche “Normativa europea sul clima”) è entrata in vigore il 29 luglio 2021 e rientra nel contesto delle riforme legislative per l'attuazione del *Green Deal* europeo e degli obiettivi di decarbonizzazione dell'Unione definiti dallo stesso Patto Verde³⁵. In sostanza, tale normativa integra le politiche climatiche con le politiche per la sostenibilità, in quanto sia il Regolamento che le iniziative dell'UE combinano insieme gli obiettivi di riduzione delle emissioni di gas climalteranti e gli obiettivi di adattamento agli impatti causati dai cambiamenti climatici con lo sviluppo sostenibile³⁶.

Da quanto sopraindicato, risulta chiara l'intenzione dell'UE e dei suoi Stati membri di mettere al primo posto d'interesse le iniziative riguardanti la lotta ai cambiamenti climatici, la sostenibilità e, in generale, l'obiettivo di sviluppo sostenibile. Infatti, tramite il *Green Deal* europeo, l'UE si impone come leader mondiale per quanto concerne l'azione e la politica per il clima, fungendo anche da modello per i partner globali. I 27 Paesi europei dell'Unione, rappresentati dalla Commissione e dalla presidenza di turno del Consiglio, svolgono l'importante funzione di potenziare l'impegno internazionale in materia di clima e sostenibilità, fornendo anche sostegno finanziario ai Paesi in via di sviluppo, al fine di raggiungere una transizione verde a livello globale. In forza di questo

³⁴ Del Bò, C., Lupi, C. (2021), *op. cit.*, pp. 6-7.

³⁵ Per approfondire, si veda: *REGOLAMENTO (UE) 2021/1119 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 30 giugno 2021* che istituisce il quadro per il conseguimento della neutralità climatica e che modifica il regolamento (CE) n. 401/2009 e il regolamento (UE) 2018/1999 («Normativa europea sul clima»).

³⁶ Nel *REGOLAMENTO CEE/UE 30 giugno 2021 - n. 1119*, a pagina 3, si legge: «L'azione per il clima dell'Unione e degli Stati membri mira a tutelare le persone e il pianeta, il benessere, la prosperità, l'economia, la salute, i sistemi alimentari, l'integrità degli ecosistemi e la biodiversità contro la minaccia dei cambiamenti climatici, nel contesto dell'agenda 2030 delle Nazioni Unite per lo sviluppo sostenibile e nel perseguimento degli obiettivi dell'accordo di Parigi; mira inoltre a massimizzare la prosperità entro i limiti del pianeta, incrementare la resilienza e ridurre la vulnerabilità della società ai cambiamenti climatici».

ruolo leader, durante l'ultima riunione della COP26³⁷ del 2021, l'UE ha contribuito ad esortare altri Paesi a lavorare più intensamente sui problemi climatici e sulle ripercussioni ambientali che oggi il mondo si trova ad affrontare. Quindi, anche in ambito ONU, l'Unione europea si è distinta per essere all'avanguardia nella trattazione delle problematiche legate all'ambiente³⁸. Nonostante le importanti iniziative e i progressi raggiunti alla fine della COP26, il mondo non sembra essere ancora preparato per realizzare la transizione verde. I prossimi anni saranno decisivi per raggiungere gli obiettivi fissati nell'Accordo di Parigi, ma sono necessari ulteriori ingenti sforzi a livello mondiale. Di fatto, l'EU non può di certo combattere una minaccia globale da sola³⁹.

Parallelamente, anche gli Stati Uniti d'America sembrano essere decisi a ripristinare la loro posizione di leadership sul tema ambientale. Infatti, dal 20 gennaio 2021 è entrato in carica il nuovo presidente degli Stati Uniti, Joe Biden, che da subito ha preso le distanze dall'era del disimpegno climatico del predecessore Trump⁴⁰. Con la presidenza Biden, le questioni riguardanti il cambiamento climatico sono state innalzate a priorità assoluta per la sicurezza, per l'economia e per il futuro degli Stati Uniti. Infatti, uno dei primi atti politici di Biden è stato il rientro degli Stati Uniti nell'Accordo di Parigi sul cambiamento climatico per contenere il riscaldamento globale. La decisione di aderire nuovamente a questo accordo, in contrasto con quella che aveva preso il presidente uscente Trump, fa sperare in una svolta concreta a favore dello sviluppo sostenibile mondiale. Inoltre, Biden ha già ratificato diversi ordini esecutivi che vietano nuovi contratti di estrazione di gas e petrolio dalle superfici federali. Di fatto, si ritiene che il nuovo impegno degli USA, che utilizza il multilateralismo come principale modalità nei rapporti internazionali, sia visto positivamente dall'Unione europea, che potrà cooperare con la superpotenza americana

³⁷ La COP26 (Conferenza delle Parti delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici) si è tenuta a Glasgow (Scozia) dal 31 ottobre al 12 novembre 2021 ed è terminata con il raggiungimento di un accordo, firmato dai 197 Paesi partecipanti alla conferenza, ovvero il "Patto di Glasgow per il clima". Si veda: Consiglio dell'Unione Europea, www.consilium.europa.eu/it/meetings/international-summit/2021/11/01/.

³⁸ Fonte: Consiglio dell'Unione Europea, *Obiettivi climatici e politica esterna dell'UE*, si consulti www.consilium.europa.eu/it/policies/climate-change/climate-external-policy/.

³⁹ Fonte: Consiglio dell'Unione Europea, *Vertice sui cambiamenti climatici COP26*, si consulti: www.consilium.europa.eu/it/policies/climate-change/paris-agreement/cop26/.

⁴⁰ Va precisato che durante l'amministrazione Trump (2017-2021) le politiche ambientali non sono state poste in massimo rilievo. Tuttavia, non si può generalizzare e va dunque ricordato che l'economia americana in quel tempo si è comunque mossa su quel fronte. A titolo esemplificativo, si ricorda il fatto che molte aziende private (tra cui alcuni colossi a livello mondiale) hanno iniziato a rendere le proprie attività ed i propri processi sempre più sostenibili, sviluppando innovazioni e tecnologie green all'avanguardia. Fonte: Leconte, A. (2021), *L'America verde di Biden. Possibili vantaggi e non poche sfide per l'Europa*, Centre International de formation européenne, Luiss School of Governmen, pp. 2-3.

anche sui temi di natura ambientale⁴¹. In questo modo, l'alleanza USA-UE può avere maggiore efficacia nella sfida per la neutralità climatica entro il 2050 e, in generale, nel raggiungimento degli obiettivi di sviluppo sostenibile dell'Agenda 2030. L'impegno degli Stati Uniti negli accordi globali è assolutamente fondamentale per affrontare la sfida più seria dell'attuale generazione e di quelle future, in quanto rappresentano il secondo Paese più grande al mondo ad emettere gas serra, dopo la Cina.

A tal riguardo, per combattere la crisi climatica e gli impatti di quest'ultima sull'ambiente, sull'economia e sulla società, il Presidente americano Joe Biden nell'agosto 2022 ha firmato la legge sull'*Inflation Reduction Act* (IRA), che rappresenta il più vasto pacchetto di spesa per il clima e per lo sviluppo sostenibile della storia statunitense. Tale legge prevede un investimento di circa 370 miliardi di dollari per le politiche inerenti al clima, all'energia e alla riduzione delle emissioni di gas ad effetto serra. Senza entrare nel dettaglio delle diverse misure su cui si fonda l'IRA (che comprende anche misure sulla riduzione dell'inflazione e dei costi sulla sanità), degli studi ritengono che l'*Inflation Reduction Act* può essere considerato una svolta decisiva per la decarbonizzazione degli USA, in modo tale da raggiungere gli obiettivi previsti dall'Accordo di Parigi⁴².

Ancora più recentemente, quasi in chiusura della COP26, gli Stati Uniti e la Cina hanno annunciato a sorpresa un accordo bilaterale sul clima. Questa intesa tra le due maggiori economie mondiali e 'campionesse' in materia di inquinamento, prevede un percorso di cooperazione per il raggiungimento dell'obiettivo di contenimento della temperatura media globale a non oltre il +1,5 °C rispetto al periodo preindustriale (stabiliti in ambito COP21, Parigi 2015). Nonostante sia palese che l'emergenza ambientale necessiti impegno e coordinamento a livello mondiale, l'accordo tra Joe Biden (USA) e Xi Jinping (Cina) rappresenta comunque un passo avanti rispetto al passato. Infatti, non riportando precisi dettagli tecnici, tale intesa sembra piuttosto essere il riconoscimento di una presa di coscienza da parte di Pechino del fatto che le questioni ambientali rappresentano delle problematiche da prendere in considerazione in modo urgente. Tuttavia, anche se si tratta

⁴¹ Leconte, A. (2021), "L'America verde di Biden. Possibili vantaggi e non poche sfide per l'Europa", Centre International de formation européenne, Luiss School of Governmen, pp. 4-5.

⁴² Bordino, R., "Inflation Reduction Act, una delle leggi più significative della storia statunitense", Eco Internazionale, 27/09/2022.

di un accordo non vincolante, fornisce alcuni indizi circa il livello di impegno delle prime due economie mondiali nel percorso verso la transizione verde⁴³.

Per quanto riguarda i Paesi in via di sviluppo, la questione ambientale è abbastanza critica. Infatti, tali Paesi sono quelli che hanno maggiormente bisogno di sostegno e di contributi per affrontare il percorso verso la sostenibilità ambientale, il raggiungimento delle zero emissioni e la neutralità carbonica. Infatti, secondo L'ONU, le aree sviluppate devono mantenere l'impegno collettivo assunto che consiste nello stanziare congiuntamente almeno 100 miliardi di dollari in finanziamenti ogni anno, con il fine di sostenere le zone emergenti nella crisi climatica ed ambientale fino al 2025. Secondo le stime dell'OCSE (Organizzazione per lo sviluppo e la cooperazione economica), nel 2018 sono stati spesi 78,9 miliardi di dollari per questa causa e 80,4 miliardi di dollari nel 2019. Le stime post-pandemia da Covid-19 sembrano confermare il trend di crescita dei finanziamenti, anche se l'obiettivo principale non è ancora stato raggiunto. A tal proposito, tale impegno sui finanziamenti verso i Paesi in via di sviluppo per le azioni di mitigazione ed adattamento al cambiamento climatico è stato confermato durante l'ultima riunione del G20 tenutasi a Roma nel 2021, in cui alcuni dei membri si sono impegnati anche ad aumentare il proprio contributo. In chiusura, nonostante questi intenti, ad oggi la situazione dei Paesi emergenti in termini di sostenibilità ed impatto ambientale è preoccupante. L'ultima edizione del *Morningstar Sustainability Atlas* segnala che molti dei mercati emergenti hanno ottenuto un basso punteggio di sostenibilità, posizionandosi nei quantili più bassi⁴⁴.

Questa breve analisi di come le maggiori economie mondiali stanno affrontando le tematiche relative agli obiettivi di sviluppo sostenibile mette in rilievo l'esigenza di un maggiore impegno in senso concreto, in quanto la strada verso il raggiungimento degli intenti dichiarati si rivela essere ancora lunga ed in salita.

Per concludere, in forza del crescente dibattito tra la comunità internazionale sui temi ambientali e sulla traccia delle diverse dimensioni dello sviluppo sostenibile, anche il

⁴³ Per approfondire, la fonte bibliografica è: ISPI (Istituto per gli Studi di Politica Internazionale), *"Usa - Cina: intesa sul clima"*, a cura della redazione di ISPI Online Publications, www.ispionline.it, 11/11/2022.

⁴⁴ Caprotti, M., *"I mercati emergenti e la questione climatica"*, in *Morningstar*, www.morningstar.it, 03/11/2021.

concetto di sostenibilità⁴⁵ si è evoluto in questo senso, estendendosi non solo all'aspetto ambientale, ma anche a quello sociale ed economico. L'accezione più globale del concetto di sostenibilità considera queste tre dimensioni contemporaneamente. Nello specifico, fa riferimento ad una condizione di benessere (ambientale, sociale ed economico) e all'aspettativa di non compromettere la qualità della vita delle generazioni future. Riguardando l'interazione tra società ed ambiente, la sostenibilità non è un concetto statico, in quanto entrambi i soggetti del rapporto sono in continua (co-)evoluzione. Conseguentemente, il concetto stesso di sostenibilità muta a seconda del contesto storico, territoriale, socioeconomico, scientifico e tecnologico⁴⁶. Dunque, ciò che oggi può essere considerato sostenibile, domani potrebbe non esserlo più e viceversa.

È bene sottolineare che, in concreto, il concetto di sostenibilità è molto articolato anche a causa dal fatto che i soggetti coinvolti sono numerosi: ogni singola persona, in quanto attore in molti ambiti sociali, come cittadino, consumatore, imprenditore e rappresentate delle istituzioni, è interessato dai temi legati alla sostenibilità⁴⁷.

Il paragrafo successivo sarà dedicato a comprendere come queste evoluzioni legate alla sostenibilità e allo sviluppo sostenibile sono state integrate nell'ambito della letteratura economica.

1.3 Il cambio di passo nel mondo della finanza: da tradizionale a sostenibile

Dopo la sottoscrizione dell'Accordo di Parigi e degli SDGs, alla finanza è stato attribuito un ruolo sempre più decisivo non solo nel sostenere la crescita economica, ma anche nel ridurre le minacce per l'ambiente e nel tenere in considerazione gli aspetti sociali e di governance. In altre parole, si sta incrementando la sensibilità dell'economia mondiale e di tutti gli attori del sistema finanziario nei confronti dei temi legati alla sostenibilità.

⁴⁵ La parola "sostenibilità" deriva etimologicamente dal latino "sustīneo, sustinēre", che significa "sostenere, reggere, tenere in piedi", ma anche "difendere, conservare, nutrire". Da Castiglioni, L. e Mariotti, S., *"Il vocabolario della lingua latina. Latino-italiano, italiano-latino"*, Loescher Editore – Quarta edizione, 2007.

⁴⁶ Si veda: "Sostenibilità" in enciclopedia online, www.treccani.it.

⁴⁷ Nigro, C. (2021), *"La complessità della sostenibilità. Dall'evoluzione storica all'integrazione nel sistema capitalistico"*, Rivista di studi manageriali, Sapienza università editrice, Vol. 1, pp. 32-62.

Innanzitutto, il termine sostenibilità fa riferimento ad un concetto dinamico, complesso e non lineare, in quanto i temi che ad esso si riconducono sono multidimensionali e lo stesso concetto è soggetto a condizionamenti storici, politici, socioeconomici e tecnologici. Oggigiorno, la sostenibilità è diventata un concetto chiave che ha invaso tutti i campi del sapere e le tematiche che la riguardano sono oramai di centrale importanza sia nella coscienza collettiva che nel sistema economico e finanziario attuale⁴⁸.

La disciplina della finanza è anch'essa in continua evoluzione ed è nota per riflettere immediatamente, o anche anticipatamente, qualsiasi cambiamento importante che interessi la società. Conseguentemente, da circa un decennio, il mondo finanziario sta affrontando un periodo di sostanziale trasformazione, in cui il protagonista centrale è il tema della sostenibilità. Infatti, la parola "sostenibilità" è diventata un elemento chiave anche per imprese ed investitori, i quali sono oramai consapevoli che il benessere della società debba poggiarsi su un approccio che integri la qualità della vita con la salvaguardia dell'ambiente. Dunque, è evidente che il concetto di sostenibilità è diventato imprescindibile anche in ambito economico e che, sostenendo una visione basata sull'etica, può diventare un differenziale sul quale creare un vantaggio competitivo. In sostanza, il mondo finanziario sta subendo una trasformazione radicale che va di pari passo con il cambiamento di mentalità che sta interessando tutto il pianeta⁴⁹.

Il cambio di passo nel mondo finanziario in termini di sostenibilità ha iniziato a manifestarsi in modo concreto a partire dallo scorso decennio e, più precisamente, dall'estate del 2007: era l'inizio della crisi finanziaria globale del triennio 2007 – 2009, ovvero una delle più profonde crisi economiche della storia moderna. Attraverso la crisi dei mutui subprime prima e con il successivo fallimento di Lehman Brothers nel 2008, molti Paesi iniziarono a comprendere che i mercati finanziari erano viziati da numerosi problemi. Più nello specifico, per mezzo di questo catastrofico evento si cominciò a percepire che l'impatto del settore bancario e soprattutto delle grandi banche nei confronti della società stava diventando sempre più consistente e determinante. Infatti, a causa della crisi economica, il settore bancario venne molto discredito e ciò condusse a

⁴⁸ Nigro, C. (2021), *op. cit.*, p. 33 e ss.

⁴⁹ Rossi, F. (2017), "Marketing e comunicazione della sostenibilità. Un nuovo vantaggio competitivo tra etica e nuovi modelli di business", pp. 79-81, contenuto in Fasan, M., Bianchi, S. (a cura di), "L'azienda sostenibile. Trend, strumenti e case study", I libri di Ca' Foscari 4, Edizioni Ca' Foscari – Digital Publishing, I ed., Venezia, 2017.

mettere in dubbio la reputazione dell'intero settore finanziario. Di fatto, nel 2008 si è potuto osservare che uno dei sistemi finanziari più sofisticati al mondo è riuscito a provocare la peggiore crisi finanziaria globale degli ultimi decenni. Inoltre, quest'ultima ha dimostrato il fallimento del paradigma della finanza tradizionale, principalmente a causa dell'incapacità di dare stabilità al sistema finanziario, di controllare il rischio finanziario e di monitorare l'indebitamento. Conseguentemente, ciò ha contribuito a constatare con consenso che un sistema finanziario non dovrebbe essere soltanto solido e stabile, ma anche sostenibile⁵⁰.

In seguito a questo periodo di turbolenza finanziaria ed agli scandali in termini di mancata trasparenza, eticità e responsabilità che ne derivarono, le banche e, nel complesso, il sistema finanziario hanno dovuto recuperare la fiducia e la credibilità perdute. In questo senso, il mondo della finanza ha iniziato a valutare costi, rischi ed opportunità per reinventare e rinnovare il proprio modello di business in un quadro del tutto nuovo: la sostenibilità⁵¹. Infatti, preso atto che le cause principali che avevano scaturito la crisi erano riconducibili sostanzialmente ad una condotta irresponsabile e ad un degrado morale ed etico delle banche e del settore finanziario, in tutto il mondo si iniziò ad osservare una crescente consapevolezza ambientale, sociale e di buona gestione aziendale. Le tematiche inerenti allo sviluppo della sostenibilità iniziarono ad attirare l'attenzione anche di investitori e risparmiatori, oramai consapevoli che questa tendenza avrebbe presto portato ad un cambio di paradigma⁵².

In pratica, l'approccio della finanza convenzionale si era rivelato non essere più una linea affidabile per la realizzazione di una crescita duratura, in quanto aveva generato dei risultati inaccettabili. Non era più funzionante seguire un paradigma che metteva al primo livello assoluto di importanza la massimizzazione della ricchezza e dei profitti per gli azionisti, che enfatizzava i risultati di breve periodo, a scapito di quelli a lungo termine, e che considerava come sua unica responsabilità quella nei confronti dei propri azionisti.

⁵⁰ Miralles-Quirós, M.M., Miralles-Quirós, J.L., Redondo Hernández, J. (2019), "ESG Performance and Shareholder Value Creation in the Banking Industry: International Differences", Sustainability, Multidisciplinary Digital Publishing Institute, Vol. 11, Issue 5: 1404, p. 1 e p. 12.

⁵¹ La Torre, M., Leo, S., Panetta, I.C. (2021), "Banks and environmental, social and governance drivers: Follow the market or the authorities?", Corporate Social Responsibility and Environmental Management, Wiley, Vol. 28, Issue 6, pp. 1620-1621.

⁵² Gholami, A., Sands, J., Rahman, H.U. (2022), "Environmental, Social and Governance Disclosure and Value Generation: Is the Financial Industry Different?", Sustainability, Multidisciplinary Digital Publishing Institute, Vol. 14, No. 5: 2647, pp. 1-3.

Questo modello aveva provocato degli effetti dannosi, che non potevano più essere ripetuti negli anni a venire. Bisognava abbandonare e capovolgere completamente la logica del fare business come se non esistesse un futuro. Pertanto, il paradigma su cui si fondano le considerazioni sulla sostenibilità richiede di fare business come se, invece, un domani ci sia eccome. Con questo concetto si può riassumere il nuovo approccio volto alla sostenibilità, sia in termini economici che sociali, che si traduce nella creazione di valore sostenibile e che rappresenta anche l'unica strada perseguibile⁵³.

Di conseguenza, la sostenibilità rappresenta una delle sfide più attuali per la finanza e per i mercati finanziari. Il paradigma finanziario contemporaneo è rappresentato da un approccio tridimensionale più ampio rispetto a quello della finanza tradizionale. Infatti, la grande novità consiste nel fatto che nelle decisioni finanziarie non vengono tenuti in considerazione solo i fattori economici, ma anche le ripercussioni sociali ed ambientali della scelta finanziaria intrapresa. Alla luce della menzionata crisi finanziaria globale, il nuovo paradigma sottolinea la necessità di tenere conto dei fattori di rischio e pone in primo piano gli aspetti ambientali, sociali e di gestione. Tali elementi non finanziari sono i principali responsabili della trasformazione della finanza da tradizionale a sostenibile. Nello specifico, il concetto di finanza sostenibile è coerente con l'esigenza di adattare la finanza alle specificità proprie dello sviluppo sostenibile⁵⁴. Nella letteratura, esistono molte definizioni di 'finanza sostenibile', tra cui quella più universale e diffusa che la descrive come una gestione degli impatti ambientali, sociali e di governance dei servizi finanziari⁵⁵. Inoltre, il concetto di finanza sostenibile fa riferimento ad una prospettiva finanziaria di lungo termine, che tiene conto anche della dimensione etica. A tal proposito, è utile riportarne la definizione che ne dà Soppe (2009):

⁵³ Fatemi, M.A., Fooladi I.J. (2013), "*Sustainable finance: A new paradigm*", Global Finance Journal, Elsevier Inc., Vol. 24, Issue 2, pp. 101-113.

⁵⁴ Ziolo, M., Filipiak, B.Z., Bağ, I., Cheba, K. (2019), "*How to design more sustainable financial systems: the roles of Environmental, Social, and Governance factors in the decision-making process*", Sustainability, Multidisciplinary Digital Publishing Institute, Vol. 11, No. 20: 5604, pp. 1-8.

⁵⁵ Per ulteriori approfondimenti, si veda: Gerster, R. (2011), "*Sustainable Finance: Achievements, Challenges, Outlook. Striking a Balance Ahead of Rio+20 in 2012*", Gerster Consulting, Switzerland, disponibile online in http://www.gersterconsulting.ch/docs/sustainable_finance_final_11.02.10.pdf.

«La finanza sostenibile si occupa di politiche istituzionali, o di sistemi di analisi, in cui tutte le decisioni finanziarie mirano ad un approccio integrato a lungo termine per ottimizzare la missione sociale, ambientale e finanziaria di un'azienda⁵⁶».

Dunque, è evidente che in questa accezione la redditività e la continuità finanziaria, pur essendo dei requisiti essenziali per l'esistenza dell'economia, si legano insieme alla sostenibilità, la quale si estende ben oltre questi obiettivi. Attraverso questo nuovo paradigma, si realizza un'entità sostenibile con finalità più ampie rispetto al solo successo finanziario. Pertanto, all'economia viene riconosciuto il compito di sostenere la ricchezza e la felicità della società e non viceversa⁵⁷. Quindi, nel suo significato più ampio, per finanza sostenibile si intende l'esaminazione delle tematiche ambientali e sociali nelle attività di investimento in base ad una prospettiva di lungo periodo, in cui l'utilizzo delle risorse dev'essere conforme al soddisfacimento dei bisogni delle generazioni attuali e future. Ossia, la finanza sostenibile rappresenta il paradigma dello sviluppo sostenibile applicato alle attività finanziarie⁵⁸.

Da quanto illustrato in questo paragrafo, emerge la necessità di adottare una visione integrata nell'uso dei servizi del capitale naturale, sociale e finanziario. Questo approccio indubbiamente coinvolge tutti gli attori del sistema finanziario, dalle famiglie, alle imprese, al settore pubblico e, più precisamente: aziende, investitori (*retail* e istituzionali), intermediari finanziari, regolatori e Autorità di vigilanza. Ciò comporta una necessaria evoluzione dei processi decisionali ed una nuova organizzazione dei processi di produzione e di consumo, al fine di incorporare anche i fattori non finanziari. Conseguentemente, sorge l'esigenza di riformare l'intera catena di creazione del valore nell'ottica di una visione di lungo periodo, ovvero quella coerente con lo sviluppo di un'economia sostenibile. Quello che appare è che la finanza sostenibile ha il potenziale necessario per passare dalla finanza intesa come obiettivo (ovvero, la massimizzazione del profitto) alla finanza intesa come mezzo per servire la società ed i suoi cittadini. In

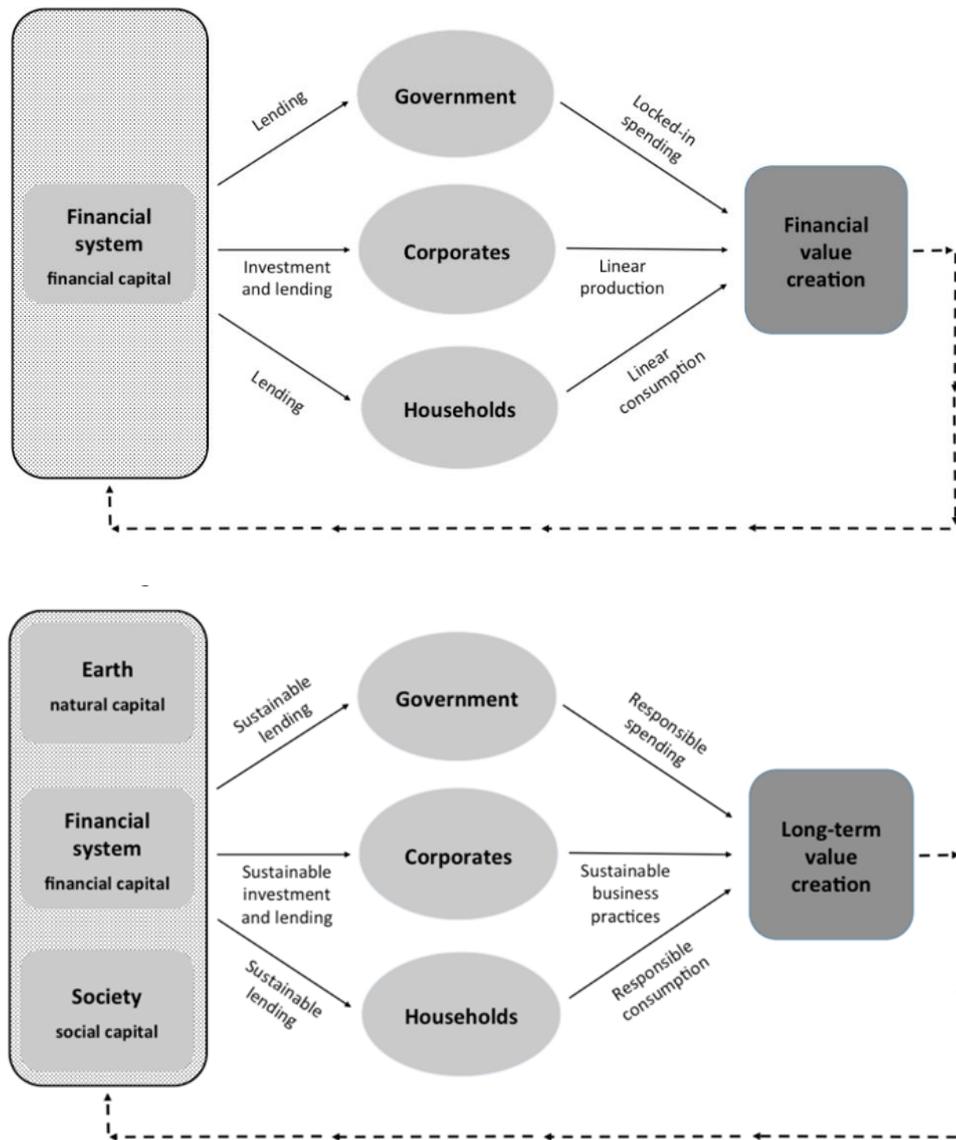
⁵⁶ Soppe, A. (2009), "Sustainable Finance as a Connection Between Corporate Social Responsibility and Social Responsible Investing", Indian School of Business WP, Indian Management Research Journal, Vol. 1, No. 3, p. 10. Si riporta il passo citato in lingua originale: "Sustainable finance deals with institutional policies, or systems of analysis, where all financial decisions aim at a long term integrated approach to optimise a firm's social, environmental and financial mission statement".

⁵⁷ Soppe, A. (2009), *op. cit.*, pp. 3-4 e p. 10.

⁵⁸ FORUM PER LA FINANZA SOSTENIBILE, "L'Unione Europea e la finanza sostenibile. Impatti e prospettive per il mercato italiano", 2019.

questo modo, la finanza può favorire la fondamentale transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio⁵⁹.

Figura 1.3. La creazione di valore nella finanza tradizionale (pan. A) e nella finanza sostenibile (pan. B).



Fonte: Schoenmaker e Schramade (2019), *op. cit.*, p. 29.

In sintesi, il passaggio dalla finanza tradizionale alla finanza sostenibile è, dunque, riepilogato nella Figura 1.3, che mostra gli input sottoforma di capitali e gli attori dell'economia per la creazione di valore. Mentre il regime della finanza tradizionale si

⁵⁹ Schoenmaker, D., Schramade, W., "Principles of Sustainable Finance", Oxford University Press, 2019, pp. 4-31.

basa su processi di produzione e consumo lineari ed è volto alla creazione di valore finanziario, quello della finanza sostenibile utilizza processi circolari ed è finalizzato alla creazione di valore a lungo termine. Quest'ultima è in grado di preservare il capitale finanziario, naturale e sociale. Ancora una volta, attraverso la finanza sostenibile viene evidenziata la necessità dell'utilizzo di un approccio tridimensionale integrato, che si basi su sostenibilità e responsabilità.

Nell'ambito del settore innovativo della finanza sostenibile, svolgono un ruolo decisivo gli investimenti sostenibili e responsabili (conosciuti anche come SRI, da *Sustainable and Responsible Investment*). Tale tipologia di investimento cerca di considerare due fondamentali componenti:

- il rendimento finanziario, che si focalizza sulla prestazione finanziaria a lungo termine al fine di creare valore per gli azionisti;
- i rendimenti non finanziari, ovvero quelli sociali ed ambientali, per tutelare gli interessi di altri *stakeholder*.

Numerosi studi affermano che gli investimenti sostenibili sono aumentati molto negli ultimi anni a livello globale e, di conseguenza, ciò dimostra che gli investitori stanno iniziando ad incorporare i temi relativi alla sostenibilità nei loro processi decisionali di investimento in misura sempre maggiore⁶⁰. In altre parole, l'investimento sostenibile rappresenta una tipologia di investimento che integra nel processo di costruzione e gestione dei portafogli i criteri ambientali, sociali e di buon governo con le tradizionali tecniche di investimento. Nel tempo, sono emerse diverse strategie di investimento sostenibile, riconosciute dalla *Global Sustainable Investment Alliance* (GSIA) e considerate degli standard globali nel settore⁶¹.

⁶⁰ Alsayegh, M.F., Abdul Rahman, R., Homayoun, S. (2020), "Corporate economic, environmental, and social sustainability performance transformation through ESG disclosure", *Sustainability*, Vol. 12, No. 9, 3910, p. 3.

⁶¹ Le maggiori strategie di investimento sostenibile sono: lo screening negativo/esclusivo; screening positivo/best-in-class; investimenti in tema sostenibilità; investimento impatto/comunità; integrazione ESG; impegno aziendale ed attivismo azionario; screening basato sulle norme. Ognuna di queste strategie persegue specifici obiettivi e utilizza diverse metodologie. Per approfondire le diverse strategie elencate, la fonte bibliografica di riferimento è: Billio, M., Costola, M., Hristova, I., Latino, C., Pelizzon, L. (2021), "Inside the ESG ratings: (Dis)agreement and performance", *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, Vol. 28, pp. 1428-1429.

Al di là delle diverse strategie, attraverso un investimento sostenibile e responsabile si punta a creare valore per l'investitore e per la società, utilizzando una strategia orientata al medio-lungo periodo.

Dopo aver dato la definizione di SRI, è bene esaminare la situazione attuale del mercato della finanza sostenibile a livello globale. Consultando l'ultima edizione disponibile della *Global Sustainable Investment Review* del 2020⁶², ovvero il report della *Global Sustainable Investment Alliance* (GSIA), all'inizio del 2020 gli investimenti SRI globali hanno raggiunto i 35mila miliardi di dollari, con un incremento del 15% negli ultimi due anni (2018-2020) e del 55% negli ultimi quattro anni (2016-2020)⁶³. I dettagli dei dati per le diverse regioni del mondo sono riportati nella Figura 1.4.

Figura 1.4. Istantanea delle attività di investimento sostenibile a livello globale, 2016-2018-2020 (miliardi di dollari).

REGION	2016	2018	2020
Europe*	12,040	14,075	12,017
United States	8,723	11,995	17,081
Canada	1,086	1,699	2,423
Australasia*	516	734	906
Japan	474	2,180	2,874
Total (USD billions)	22,839	30,683	35,301

Fonte: GSIA (2020), *Global Sustainable Investment Review 2020*, p. 9.

Per quanto concerne le variazioni che sono intervenute negli anni in analisi, il Report evidenzia che gli *asset* di investimento sostenibile stanno crescendo a livello globale, ad eccezione dell'Europa che registra una diminuzione del 13% nella crescita degli *asset* di investimento sostenibile nel periodo 2018-2020. Tuttavia, ciò è dovuto a significativi cambiamenti nel modo in cui vengono definiti gli investimenti sostenibili in base alla legislazione UE, pertanto è difficile fare confronti diretti con le regioni del mondo e con le precedenti versioni del Report della GSIA⁶⁴.

⁶² Global Sustainable Investment Alliance – GSIA (2020), *“Global Sustainable Investment Review 2020”*.

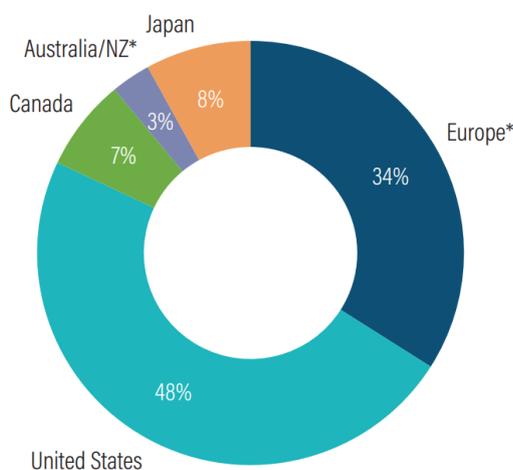
⁶³ I principali mercati coperti dal rapporto della GSIA sono 5: Europa, Stati Uniti, Canada, Australia, Nuova Zelanda e Giappone. Per quanto concerne la regione Europa, questa comprende: Austria, Belgio, Bulgaria, Danimarca, Francia, Germania, Grecia, Italia, Spagna, Paesi Bassi, Polonia, Portogallo, Slovenia, Svezia, Regno Unito, Norvegia, Svizzera, Liechtenstein.

⁶⁴ La diminuzione del 13% registrata dall'Europa nella crescita degli *asset* di investimento sostenibile nel periodo 2018-2020 viene ricondotta ad un cambiamento della metodologia di misurazione da cui sono tratti

In Canada è stato registrato l'aumento maggiore per quanto concerne il biennio 2018-2020, con una crescita di oltre il 48% delle attività gestite in modo sostenibile. Gli Stati Uniti seguono da vicino il Canada, con una crescita del 42% per lo stesso biennio. Subito dopo si trova il Giappone, che ha registrato un incremento del 34% dal 2018 al 2020. Per quanto concerne l'Australia, dal report si evince che in questa regione gli *asset* sostenibili hanno continuato ad aumentare, ma con un ritmo più lento rispetto al periodo 2016-2018, ovvero una crescita del 25% dal 2018 al 2020 rispetto al 46% del periodo 2016-2018⁶⁵.

In conclusione, i risultati principali del rapporto 2020 mostrano che gli Stati Uniti e l'Europa continuano a rappresentare più dell'80% delle attività globali per gli investimenti sostenibili nel 2018-2020. Nello stesso biennio, le quote di asset globali in investimenti sostenibili sono rimaste relativamente invariate in Canada (7%), Giappone (8%) e Australasia (3%). Tale situazione è rappresentata nella Figura 1.5.

Figura 1.5. Percentuale di asset di investimento sostenibile a livello globale per regione 2020.



* Europe and Australasia have enacted significant changes in the way sustainable investment is defined in these regions, so direct comparisons between regions and with previous versions of this report are not easily made.

Fonte: GSIA (2020), *Global Sustainable Investment Review 2020*, p. 10.

i dati europei per il report 2020. Il report chiarisce che il dato europeo riflette un periodo di transizione associato alle rinnovate definizioni di investimento sostenibile che sono state inserite nell'ambito del Piano d'azione europeo per la finanza sostenibile (ci si riferisce al *Sustainable Finance Action Plan* del 2018 e al *Sustainable Finance Disclosure Regulation, SFDR*).

⁶⁵ La causa di questo rallentamento dell'Australia e della Nuova Zelanda viene associata ad un rafforzamento degli standard di settore che definiscono ciò che costituisce un investimento sostenibile.

Un altro dato interessante che emerge dal Report 2020 è che le attività di investimento sostenibile in gestione (oltre 35mila miliardi di dollari) rappresentano il 35,9% del patrimonio totale gestito a livello professionale nelle regioni considerate in questo rapporto.

1.3.1. Le banche etiche ed il confronto con le banche convenzionali

Come precedentemente ricordato, il fallimento di Lehman Brothers nel 2008 ha sancito l'inizio della crisi finanziaria globale nei principali Paesi sviluppati, i cui effetti permangono ancora tuttora. Come riconosciuto ufficialmente dagli agenti economici, tale crisi è stata causata principalmente dalle irresponsabili politiche di cessione del credito delle banche, che hanno condotto ad una imprudente accumulazione di *assets* tossici. Questa situazione era tutt'altro che prevedibile, in quanto a quell'epoca le banche erano comunque soggette a normative rigide e, tutto sommato, trasmettevano un'immagine di sicurezza e di controllo dei rischi. Tuttavia, dopo l'inizio della crisi, molti Governi hanno dovuto necessariamente adottare delle misure straordinarie per garantire i risparmi, attraverso aiuti finanziari e nazionalizzazioni. Per di più, tra il 2012 e il 2019 è stato predisposto un sistema di regolamentazione più severo per la gestione dei rischi bancari. Tuttavia, il fatto curioso e singolare è che le banche non hanno agito illegalmente. Quindi, a questo punto ci si chiede qual è stato l'effettivo problema. Il punto focale è che le banche hanno mostrato una grave mancanza di moralità, in quanto è oramai assodato che le cause di una crisi così profonda non sono solo economiche, ma anche etiche, tra cui: fallimenti morali individuali; fallimenti etici legati al *management*; fallimenti etici sociali. Quindi, per questo motivo, elaborare solamente una normativa con maggiori vincoli non sarà sufficiente a evitare, in futuro, gli stessi problemi che si sono avuti in passato⁶⁶.

Quello che è necessario, come precedentemente evidenziato, è un vero e proprio cambio di paradigma verso un modello di banca e di finanza etica e sostenibile. Detto ciò, negli ultimi decenni, a partire dalla fine del XX secolo, si è osservato che molte banche hanno

⁶⁶ Valls Martínez, M.d.C., Cruz Rambaud, S., Parra Oller, I.M. (2020), "Sustainable and conventional banking in Europe", PLoS ONE, Vol. 15, No. 2: e0229420, pp. 1-2.

scelto un modello di *business* diverso da quello convenzionale, ovvero un modello bancario in cui il profitto è considerato un mezzo per raggiungere un fine e non un fine in sé. Queste sono, appunto, le cosiddette “banche etiche”, che, impegnandosi attivamente nel creare un mondo sostenibile, dovrebbero essere una fonte di aspirazione per l'intero settore bancario. Infatti, questo tipo di banche investe solo in attività e prodotti etici, utilizza criteri sociali e ambientali, ed offre una totale trasparenza e una gestione democratica dell'impresa⁶⁷. Sebbene l'etica sia stata connessa al settore bancario fin dalla sua nascita (le prime banche nate avevano una chiara vocazione sociale, in quanto osservavano la morale religiosa prevalente all'epoca), è stato negli ultimi tre decenni del XX secolo che sono state istituite le prime banche propriamente dette “etiche”, tra cui: South Shore Bank negli Stati Uniti (1973), Triodos Bank in Olanda (1980), The Cooperative Bank in Inghilterra (1992), Banca Popolare Etica in Italia (1995) e JAK Medlemsbank in Svezia (1997)⁶⁸. Inoltre, dopo la crisi finanziaria del 2008 e la conseguente sfiducia nel sistema finanziario convenzionale, queste banche, che considerano le persone prima del profitto economico, non hanno smesso di guadagnare consenso tra gli investitori, crescendo incessantemente in forza e in numero.

Quindi, tra i fattori che hanno contribuito allo sviluppo di questo tipo di banche c'è innanzitutto la sfiducia nei confronti delle banche convenzionali dall'inizio della crisi finanziaria globale, a causa dell'adozione di pratiche non etiche. Molte di questi istituti di credito hanno dovuto subire dei salvataggi e ciò ha portato ad una limitata crescita economica e al danneggiamento di molti risparmiatori e di altri portatori di interesse. Da qui nasce la richiesta di un operato più responsabile in ambito bancario⁶⁹. Un secondo fattore che spiega l'evoluzione delle banche etiche è riscontrabile nella sempre maggiore consapevolezza dei problemi sociali ed ambientali causati dalla crescita economica. Questo aspetto ha contribuito a far accrescere l'interesse per la sostenibilità, non solo da parte degli investitori, ma anche da parte delle imprese, dei governi e delle istituzioni. Dunque, questi attori economici si stanno interessando al passaggio dalla massimizzazione del profitto allo sviluppo socio-ambientale sostenibile all'interno delle

⁶⁷ Scheire, C., De Maertelaere, S., 2009, citato da Valls Martínez, M.d.C. et al. (2020), *op. cit.*, p. 2.

⁶⁸ Per approfondire le origini delle banche etiche, si consulti: Valls Martínez M.d.C., Cruz Rambaud, S., Parra Oller I.M. (2019), “*La banca ética en España*”, In Lena Acebo, F.J., García Ruiíz, M.E. (coord). *Education, Technology, Innovation and Development: Perspectives for a New Era*, Spain, McGraw-Hill, pp. 59–69.

⁶⁹ Asikhia, O.U. (2016), “*Ethical Banking Determinants across Nations: A Meta-Analysis*”, *Journal of Economics and Behavioral Studies*, Vol. 8, No. 3, pp. 115-126.

operazioni bancarie. Questo nuovo approccio bancario etico possiede la peculiarità di considerare non solo i costi economici delle attività intraprese, ma anche quelli sociali ed ambientali: tale elemento è molto attrattivo per gli investitori attenti alle questioni riguardanti la sostenibilità⁷⁰. Oltretutto, esistono almeno due principali fatti sulla natura commerciale di una banca legati al suo ruolo verso il raggiungimento dello sviluppo socio-ambientale sostenibile. Innanzitutto, le banche, svolgendo le proprie operazioni interne, generano un significativo impatto sia sulla società sia sull'ambiente. Si pensi, ad esempio, all'uso ingente di energia elettrica per alimentare gli edifici e i dispositivi elettronici necessari per svolgere le operazioni bancarie, nonché all'abbondanza di rifiuti commerciali prodotti, o all'esigenza di frequenti spostamenti per offrire i propri servizi. In secondo luogo, anche le attività di finanziamento, che una banca compie nel determinare la distribuzione delle risorse, hanno implicazioni sostanziali sulla società e sull'ambiente. Infatti, le banche rivestono un ruolo decisivo anche per qualsiasi operazione esterna in una nazione o nell'economia globale⁷¹. Quindi, le istituzioni finanziarie possono esercitare una notevole influenza sull'ambiente e sullo sviluppo sostenibile dell'economia e di questo gli investitori ne hanno iniziato a prendere coscienza.

Nonostante il grande potenziale intrinseco nelle banche etiche nel modificare il sistema finanziario attuale, ad oggi la ricerca accademica sulla banca etica è ancora ad uno stadio iniziale, probabilmente perché questo nuovo modello di business rappresenta solo una piccola nicchia all'interno del sistema bancario complessivo⁷². Infatti, la maggioranza degli studiosi è d'accordo nel sostenere che non esiste una chiara definizione di banca etica⁷³. Tuttavia, in linea generale, la letteratura si riferisce ad essa delineandola come una decisione, presa dalla banca stessa, di fornire prodotti e servizi ai clienti che tengono in considerazione l'impatto ambientale e sociale delle loro azioni⁷⁴. Quindi, le caratteristiche chiave includono tre importanti fattori: sviluppo sociale, economico ed ambientale.

⁷⁰ Chew, B.C., Tan, L.H., Hamid, S.R. (2016), *"Ethical banking in practice. A closer look at the Cooperative Bank UK PLC"*, Qualitative Research in Financial Markets, Vol. 8, No. 1, pp. 71-73.

⁷¹ Chew, B.C. et al. (2016), *op. cit.*, p. 72.

⁷² Valls Martínez, M.d.C. et al. (2020), *op. cit.*, p. 2.

⁷³ "Con la definizione di banca etica sono emersi alcuni termini come 'green banking' (Savu, 2012; Verma, 2012; Kaeufer, 2010; Ahmed, 2012; Schultz, 2010) e 'sustainable banking' (Jeucken e Bouma, 1999; Jeucken, 2001; Earhart et al., 2009). Ammettiamo, in una certa misura, che essi corrispondono alle caratteristiche della banca etica". Cfr. Chew, B.C. et al. (2016), *op. cit.*, p. 73.

⁷⁴ Si veda: Bouma, J. et al., 2001, citato da Chew, B.C. et al. (2016), *op. cit.*, p. 74.

Necessariamente, anche le banche etiche non sarebbero sostenibili nel tempo senza una redditività economica e, dall'altro lato, si limiterebbero ad essere solo una banca se non considerassero la dimensione socio-ambientale. Pertanto, le banche etiche devono occuparsi non solo del profitto economico, ma anche della società e dell'ambiente⁷⁵.

Più nello specifico, all'eticità bancaria sono state attribuite tre specifiche caratteristiche, che per la letteratura rappresentano i principi cardine di una banca etica: integrità, responsabilità ed affinità. Questi tre livelli di responsabilità sono stati formulati da Cowton (2002) e San-Jose et al. (2011), al fine di spiegare in che modo le banche sono tenute a dare prova di responsabilità. Pertanto, l'integrità si riferisce alla responsabilità di non escludere alcun tipo di organizzazione dal sistema finanziario, sia per la mancanza di risorse (povertà), sia per la situazione geografica, o per l'appartenenza ad un determinato gruppo sociale o etico. Il secondo principio è la responsabilità, ovvero quella posseduta dalle banche per qualsiasi conseguenza sociale ed economica derivante dai loro comportamenti. Infine, l'affinità comporta un rapporto molto stretto tra depositanti e mutuatari, reso possibile solo fornendo un elevato livello di trasparenza. In altre parole, l'affinità si riferisce alla responsabilità per le decisioni relative all'utilizzo finale dei fondi depositati⁷⁶.

Per quanto riguarda le principali differenze tra le banche etiche e quelle convenzionali, innanzitutto si menziona la trasparenza delle informazioni e dell'allocazione degli *assets*, contro l'opacità bancaria. Le banche etiche concedono prestiti a progetti che generano dei risultati di natura sociale e talvolta con tassi di interesse ridotti⁷⁷. Quindi, rispetto a quelli tradizionali, gli investimenti e le politiche di prestito sostenibili mirano a migliorare la qualità della vita di più persone possibili, cercando di far durare tali effetti positivi nel lungo termine. Inoltre, concentrandosi in attività che generano impatti positivi sull'economia reale, le banche etiche evitano qualsiasi tipo di transazione speculativa. Come accennato in precedenza, le banche etiche combattono l'esclusione finanziaria, attraverso il finanziamento di imprese e progetti che rientrano nell'economia reale, come, ad esempio, iniziative sociali ed ambientali. Ovverosia, offrono i propri servizi a persone o attività che le banche convenzionali tendono a non servire. Un'altra differenza è che le

⁷⁵ Valls Martínez, M.d.C. et al. (2020), *op. cit.*, p.4.

⁷⁶ Chew, B.C. et al. (2016), *op. cit.*, p. 75.

⁷⁷ San-José, L., Retolaza, J.L., Gutierrez-Goiria, J., 2011, in Valls Martínez, M.d.C. et al. (2020), *op. cit.*, p. 5.

banche etiche hanno un numero di filiali molto più basso rispetto alle banche convenzionali e operano principalmente tramite internet. Inoltre, le banche etiche sono piccole e specializzate in specifici settori, il che consente loro di valutare correttamente il rischio dei progetti finanziati e, di conseguenza, di mantenere un tasso di insolvenza inferiore. Da ultimo, ma non in ordine di importanza, le banche convenzionali concentrano le loro attività sulla massimizzazione del profitto, mentre l'eticità bancaria tiene conto di tre aspetti congiuntamente: profitto, persone e pianeta⁷⁸.

In conclusione, da quanto affermato in questo breve *excursus*, la banca etica rappresenta un esempio positivo per il settore finanziario e un'interessante opportunità di business che, tuttavia, non viene ancora molto recepita dalle banche tradizionali. Infatti, attualmente, le banche sostenibili detengono una bassa quota di mercato all'interno del settore bancario e, di certo, non possono da sole generare un drastico cambiamento nel settore finanziario globale. Tuttavia, nell'ottica di future crisi finanziarie, le banche etiche potrebbero servire come un modello virtuoso da imitare, in quanto sono meno speculative, più responsabili e orientate alla comunità e all'ambiente⁷⁹. In breve, costituiscono uno schema prezioso per realizzare un nuovo approccio alla finanza orientato alla sostenibilità.

1.4 Il concetto di *Corporate Social Responsibility* (CSR) e la sua evoluzione

Fortemente connesso al tema della sostenibilità è il concetto di *Corporate Social Responsibility*, conosciuta anche con l'acronimo CSR, la ovvero responsabilità sociale d'impresa (RSI). Infatti, nella prospettiva manageriale, l'elemento della sostenibilità si affianca sia alla reputazione sia alla responsabilità sociale. Dai paragrafi precedenti è emerso il cambiamento di mentalità che sta interessando l'economia, la società e tutti gli attori coinvolti, ovvero tutti gli individui del pianeta si stanno avvicinando ai temi legati alla sostenibilità. In ambito manageriale, numerosi recenti studi dimostrano che i consumatori stessi hanno cambiato mentalità e che oramai acquistano ciò di cui le aziende si fanno sostenitrici e non semplicemente ciò che commercializzano. Gli stessi studi

⁷⁸ Valls Martínez, M.d.C. et al. (2020), *op. cit.*, pp. 5-17.

⁷⁹ Valls Martínez, M.d.C. et al. (2020), *op. cit.*, p. 18.

confermano che le persone sono sempre più preoccupate ed attente verso la sostenibilità e, di conseguenza, richiedono che le imprese siano più trasparenti. Pertanto, è diventato indispensabile che le imprese elaborino le proprie strategie di responsabilità sociale (CSR) e che le comunichino attraverso i canali più adatti, gestendo in modo proattivo anche la reputazione aziendale⁸⁰.

Di fatto, nella letteratura manageriale, la sostenibilità, la responsabilità sociale e la reputazione sono considerati elementi reciprocamente interconnessi:

- Il fatto di essere socialmente responsabili permette il conseguimento di uno sviluppo sostenibile;
- tale impegno può essere misurato attraverso dei precisi parametri e può essere comunicato tramite diversi canali di comunicazione;
- i destinatari obiettivo della comunicazione, cioè i portatori d'interesse, possono costruirsi un giudizio sul livello di responsabilità sociale dell'impresa e così quest'ultima ottiene una certa reputazione sociale;
- infine, la reputazione sociale permetterebbe la realizzazione di migliori *performance* aziendali.

In aggiunta, la domanda di sostenibilità si può considerare come uno specifico pilastro della più grande categoria della responsabilità sociale delle imprese. Quindi, se un'impresa vuole ottenere un posizionamento fondato sulla responsabilità sociale, allora si dovrà necessariamente confrontare con le tematiche legate alla sostenibilità e allocare risorse per la loro gestione. In un'accezione generale, la CSR rappresenta un insieme di azioni che le imprese intraprendono per supportare i principi della sostenibilità e dello sviluppo sostenibile, ovverosia per preservare l'ambiente e per generare degli impatti positivi sulla società⁸¹. Infatti, come anche sostenuto da Soppe (2009), la sostenibilità come fenomeno sociale è inizialmente entrata nella letteratura economica degli Anni '70 ed '80 attraverso una ristretta e vigorosa interpretazione puramente ambientale. In seguito, durante gli Anni '80 e '90 del secolo scorso, la sostenibilità si è poi inserita gradualmente nella letteratura sull'etica aziendale e in quella manageriale in qualità di

⁸⁰ Per ulteriori approfondimenti si veda: "The Best, Most Reputable Companies by Forbes & Reputation Institute 2021", disponibile a <https://youmatter.world/en/most-reputable-companies-2020-forbes-reputation-institute/>.

⁸¹ Nigro, C. (2021), *op. cit.*, pp. 38-40.

una responsabilità interna delle imprese e del management, progettata come *Corporate Social Responsibility* (CSR)⁸².

Il concetto di responsabilità sociale d'impresa si è fortemente evoluto nel corso del tempo e, per questo motivo, la letteratura di riferimento offre numerose definizioni. Ciononostante, non è possibile rintracciare una singola definizione comunemente accettata dalla maggioranza degli studiosi, sebbene il dibattito sulle relazioni tra impresa e società, e sulle responsabilità che ne conseguono, è in corso da decenni. Infatti, negli ultimi tre decenni sono emerse moltissime interpretazioni diverse sulle responsabilità sociali e ambientali delle imprese nei riguardi della società⁸³. Inoltre, non esistono degli standard assoluti di responsabilità aziendale e, per di più, questi possono variare ad ogni generazione anche in termini culturali. Pertanto, i criteri della CSR possono modificarsi ed avere dei significati diversi anche a seconda della società in questione⁸⁴.

Per quanto riguarda l'evoluzione del concetto di *Corporate Social Responsibility* nella letteratura, l'idea dell'esistenza di una moralità insita nel comportamento di un'azienda nei confronti della società è seriamente emersa tra gli anni Cinquanta e gli anni Sessanta del secolo scorso, con l'espansione delle grandi aziende conglomerate. Sebbene alcuni riferimenti alla CSR siano stati fatti anche prima degli anni Cinquanta, tale decennio ha ufficialmente inaugurato un'era fondamentale per quanto riguarda la definizione del concetto di CSR. Era il 1953 quando Howard R. Bowen, economista americano, ha pubblicato "*Social Responsibilities of the Businessman*", ossia un libro in cui per la prima volta si discuteva sull'etica aziendale e sulla responsabilità sociale. Molti studiosi ritengono che quest'opera rappresenti il libro fondamentale per lo sviluppo della responsabilità sociale d'impresa, da considerarsi come parte integrante della pianificazione strategica e dei processi decisionali manageriali⁸⁵. Nello specifico, il contributo di Bowen (1953) – considerato il padre fondatore della CSR – è quello di aver introdotto il concetto di responsabilità sociale degli uomini d'affari, in un ambito più

⁸² Soppe, A. (2009), *op. cit.*, p. 3.

⁸³ Si vedano: Carroll, 1991; Jones, 1995, 1999; McWilliams e Siegel, 2001, citati da Kakabadse, N.K., Rozuel, C., Lee-Davies, L. (2005), "*Corporate social responsibility and stakeholder approach: a conceptual review*", *International Journal of Business Governance and Ethics*, Vol. 1, No. 4, p. 280.

⁸⁴ Daugherty, 2001, citato da Kakabadse, N.K., Rozuel, C., Lee-Davies, L. (2005), "*Corporate social responsibility and stakeholder approach: a conceptual review*", *International Journal of Business Governance and Ethics*, Vol. 1, No. 4, p. 280.

⁸⁵ Per approfondire, si veda: Bowen, H.R., "*Social Responsibilities of the Businessman*", New York: Harper and Row, 1953.

ampio rispetto alla mera ricerca del profitto. Secondo l'autore, ogni *businessman*, in quanto attore sociale al servizio della società, non può e non deve trascurare i valori su cui si fonda la società o mettere in primo piano i propri valori rispetto a quelli della società. Quindi, le imprese operano e sono legittimate ad agire perché generano utilità per tutta la società, non solo per sé stesse o per gli azionisti. In ogni caso, Bowen sottolinea anche che le azioni sociali poste in essere dalle imprese devono essere compiute volontariamente e cioè devono rappresentare un mezzo discrezionale, non solo per gestire il business, ma anche per contribuire allo sviluppo della società⁸⁶. È bene evidenziare che, in questa prima fase, la discussione accademica è maggiormente incentrata sulla responsabilità sociale del *businessman* e non ancora sull'intero sistema imprenditoriale.

Successivamente a questo primo intervento di Bowen, durante gli anni Sessanta ci sono state tante importanti pubblicazioni accademiche sulla responsabilità sociale. Tra queste, sicuramente è da menzionare K. Davis (1960), secondo il quale si doveva considerare come prioritario l'obiettivo della responsabilità sociale dell'impresa e non soltanto quello del risultato economico. Quindi, secondo l'autore, al centro dell'agenda manageriale dovevano esserci gli aspetti sociali, o meglio, tutti quegli aspetti che vanno oltre gli interessi prettamente economici dell'impresa⁸⁷. Nello stesso periodo, si susseguono diversi studi, dei quali ne vengono illustrati due molto significativi. Il primo è quello di William C. Frederick con "*The Growing Concern over Business Responsibility*" (1960), il quale ha messo in risalto il ruolo dell'impresa nei confronti dell'ambiente in cui essa è inserita, con il fine di migliorare il benessere sociale ed economico dell'intera società rispetto al solo interesse dei soggetti privati e delle imprese. Tre anni più tardi, nel 1963, Joseph M. McGuire in "*Business and Society*" ha ribadito esplicitamente il fatto che le imprese non devono guardare solo agli obblighi legislativi ed economici, ma anche alle responsabilità che vanno oltre a tali obblighi⁸⁸.

Durante gli anni Settanta del secolo scorso l'interesse accademico nel campo della CSR si è ulteriormente espanso. Infatti, in questi anni, il concetto di *Corporate Social*

⁸⁶ Nigro, C., Petracca, M., "*La Corporate Social Responsibility: dalle origini all'approccio situazionista. Focus sui processi di isomorfismo e di decoupling*", G. Giappichelli Editore, Torino, 2016, pp. 10-12.

⁸⁷ Per approfondire si rimanda a: Davis, K. (1960), "*Can business afford to ignore social responsibilities?*", *California Management Review*, Vol. 2(3), pp. 70-76.

⁸⁸ Nigro, C., Petracca, M. (2016), *op. cit.*, pp. 12-14.

Responsibility si afferma definitivamente e viene esaminato e discusso in modo approfondito, attraverso una notevole crescita di contributi in materia, tra cui, ad esempio: Heald, 1970; Davis, 1973; Sethi, 1975; Carroll, 1979. In aggiunta, nel 1971 la letteratura sul tema della responsabilità sociale d'impresa acquisisce un importante contributo grazie ad una pubblicazione da parte del CED (*Committee for Economic Development*)⁸⁹, ovvero un report intitolato "*Social Responsibilities of Business Corporations*". In questo lavoro, il CED segnalava il fatto che le aspettative della società stavano cambiando, che la collettività era diventata conscia dell'esistenza di numerose problematiche ambientali e che concentrava sempre maggiore attenzione sui valori umani e sugli aspetti qualitativi della vita. In altre parole, il CED constatava che i termini del rapporto tra imprese e società stavano cambiando in modo sostanziale e che, dunque, era necessario riflettere sul modo in cui le imprese potessero rispondere al meglio alle mutevoli esigenze della società⁹⁰. Conseguentemente, nel documento viene espressamente chiesto alle imprese di assumersi maggiori responsabilità nei confronti della società rispetto al passato e di soddisfare molti più valori umani, collaborando ad accrescere la qualità della vita degli operai e della società in generale, ma non più soltanto attraverso la fornitura di beni e servizi. Inoltre, dal momento che l'impresa esiste per servire la società, il suo futuro dipenderà dalla qualità della risposta del management alle mutevoli aspettative della collettività⁹¹. Quindi, queste rappresentano le premesse da cui sono scaturite le assunzioni del CED nel 1971, che vedeva la responsabilità sociale d'impresa come segue:

«Business functions by public consent and its basic purpose is to serve constructively the needs of society – to the satisfaction of society» (CED, 1971, p. 11)⁹².

⁸⁹ Il Comitato per lo sviluppo economico (CED), fondato nel 1942, è un *think tank* americano di politica pubblica, ossia è un'organizzazione senza scopo di lucro, apartitica e guidata dalle imprese. Per approfondire, si veda: <https://www.ced.org/about>.

⁹⁰ CED (1971), "*Social Responsibilities of Business Corporations*", Committee for Economic Development, A statement by the research and policy committee, p. 9 e p. 12, disponibile a <https://www.ced.org/>.

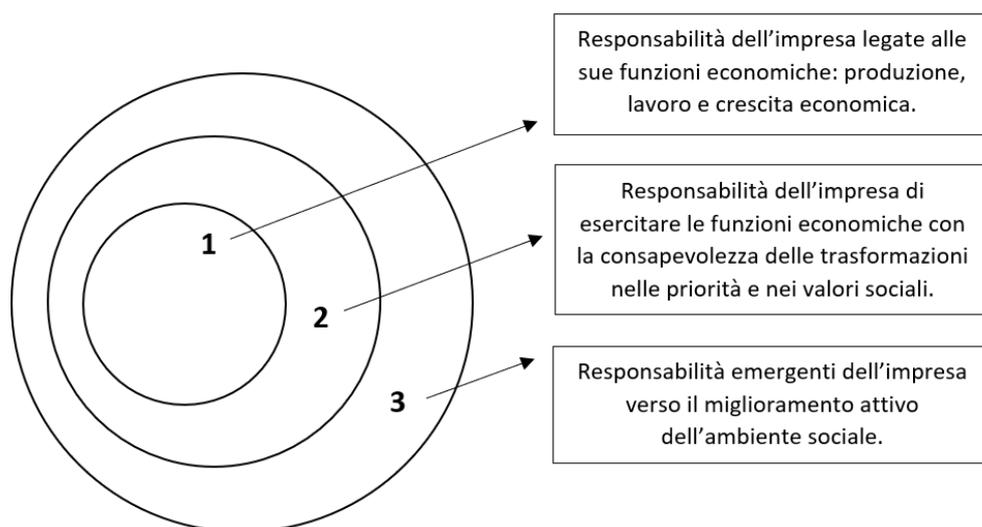
⁹¹ "*Business is being asked to assume broader responsibilities to society than ever before and to serve a wider range of human values. Business enterprises, in effect, are being asked to contribute more to the quality of American life than just supplying quantities of goods and services. Inasmuch as business exists to serve society, its future will depend on the quality of management's response to the changing expectations of the public*". Cfr. CED (1971), *op. cit.*, p. 16.

⁹² "L'impresa funziona con il consenso pubblico e il suo scopo fondamentale è quello di servire in modo costruttivo i bisogni della società - per la soddisfazione della società". Cfr. CED (1971), *op. cit.*, p. 11.

Nello stesso report, il CED riportava i risultati ottenuti da un'indagine condotta dall'*Opinion Research Corporation*⁹³ durante il 1970, mettendo nero su bianco che: la netta maggioranza dell'opinione pubblica riteneva che le aziende non si fossero sufficientemente interessate dei problemi che affliggevano la società; i due terzi degli intervistati erano del parere che le imprese avessero l'obbligo morale di aiutare le altre principali istituzioni a raggiungere il progresso sociale, anche a scapito della redditività. In sostanza, il CED riscontrava che: «*The fact is that the public wants business to contribute a good deal more to achieving the goals of a good society*⁹⁴».

Quindi, per rispondere a queste esigenze della società, il CED ha formulato una definizione di responsabilità sociale d'impresa a tre cerchi concentrici (Figura 1.6).

Figura 1.6. Modello dei tre cerchi concentrici di responsabilità.



Fonte: elaborazione su CED (1971), *op. cit.*, p. 15.

Da quanto si legge nel rapporto del CED, il cerchio più interno include le responsabilità basiche e chiaramente definite riguardanti l'esecuzione efficiente della funzione economica dell'impresa, quindi la produzione, il lavoro e la crescita economica. Il cerchio intermedio comprende la responsabilità di esercitare quella funzione economica con la

⁹³ L'*Opinion Research Corporation* (ORC) è una società, fondata nel 1938, che svolge ricerche demografiche, sanitarie e di mercato, con sede a Princeton (New Jersey).

⁹⁴ "Il fatto è che il pubblico desidera che le imprese contribuiscano molto di più al raggiungimento degli obiettivi di una buona società". Cfr. CED (1971), *op. cit.*, p. 15.

consapevolezza che le priorità sociali ed i valori della collettività stavano subendo sensibili cambiamenti. Alcuni esempi di questo livello di responsabilità riguardano: la salvaguardia dell'ambiente; le condizioni di lavoro ed i rapporti con i dipendenti; aspettative più rigorose dei clienti per quanto riguarda l'informazione, il giusto trattamento e la protezione dai danni. Infine, il cerchio più esterno rappresenta le responsabilità emergenti e quelle ancora indefinite, che le imprese dovrebbero assumersi per essere maggiormente coinvolte nel migliorare attivamente l'ambiente sociale, tra cui, ad esempio: le condizioni di sottosviluppo economico e culturale; il degrado e le problematiche urbane⁹⁵. La costruzione della CSR da parte del CED costituisce un contributo importante, in quanto rivela la prospettiva di professionisti ed imprenditori sul cambiamento del contratto sociale tra impresa e società e sulle nuove responsabilità sociali delle imprese.

Nel proseguire degli Anni '70 la letteratura sul tema della CSR si è enormemente estesa ed un apporto che si può segnalare come fondamentale per tutta la dottrina successiva è stato quello di Archie B. Carroll, nel 1979, con "*A three-dimensional conceptual model of corporate social performance*". Carroll propone una definizione della CSR in quattro parti, ovvero: responsabilità economiche, legali, etiche e discrezionali. Dunque, per poter affrontare pienamente l'intera gamma di obblighi che le imprese hanno nei confronti della società, la definizione di responsabilità sociale deve incorporare tutte e quattro le già menzionate categorie di responsabilità. Innanzitutto, l'impresa ha delle responsabilità economiche fondamentali, producendo beni e servizi chiesti dalla società, vendendoli e realizzando un profitto. In aggiunta, ci si attende che l'impresa operi nel rispetto delle leggi e dei regolamenti. In altre parole, la società si aspetta che l'impresa realizzi la propria missione economica rispettando dei vincoli di legge e sviluppando così le responsabilità giuridiche. Tuttavia, anche se queste prime due categorie di responsabilità incorporano norme etiche, esistono molti altri comportamenti, non per forza codificati dalla legge, ma comunque attesi dalla società. Quindi, siccome la società ha delle attese che vanno al di là dei requisiti legali, si può affermare che l'impresa ha anche delle precise responsabilità etiche. Infine, le responsabilità discrezionali sono quelle lasciate al giudizio e alla scelta individuale, ovvero volontarie. La decisione di adottare quest'ultime è data esclusivamente dal fatto che l'impresa vuole impegnarsi in regole sociali non obbligatorie,

⁹⁵ CED (1971), *op. cit.*, p. 15.

non richieste dalla legge e che non ci si aspetta sulla base di principi etici. Ciascuna responsabilità rappresenta una parte della responsabilità sociale d'impresa totale⁹⁶.

Sulla scia di questi sviluppi del concetto di CSR, durante gli Anni '80 gli studiosi si sono concentrati di più alla ricerca in materia di CSR e alla suddivisione delle pubblicazioni in concetti e temi alternativi, tra cui, per citarne alcuni: la Corporate Social Responsiveness⁹⁷, la Corporate Social Performance (CSP)⁹⁸, le politiche pubbliche, l'etica d'impresa, la teoria e la gestione degli stakeholder. È errato pensare che l'interesse verso la CRS si sia spento durante gli Anni '80. In verità, le questioni principali riguardanti la CSR hanno iniziato ad essere riformulate in teorie, concetti, temi e modelli alternativi⁹⁹. Un interessante contributo in questo decennio è un articolo di Thomas M. Jones, intitolato "*Corporate social responsibility revisited, redefined*" (1980). L'autore, diversamente dagli scritti precedenti degli altri studiosi, pone l'enfasi sulla CSR come processo. Partendo dal presupposto che è molto complicato raggiungere un consenso su ciò che si intende per 'comportamento socialmente responsabile', Jones riteneva che la CSR dovesse essere vista non come un insieme di risultati, quanto piuttosto come un processo. Questa nuova prospettiva costituisce quello che l'autore ha definito un concetto rivisto o ridefinito. Il contributo di Jones è stato prezioso ed innovativo, ma non ha posto fine al dibattito sul contenuto e sulla portata della CSR che ci si aspetta dalle imprese¹⁰⁰. Nel 1983, nell'articolo "*Corporate social responsibility: Will industry respond to cutbacks in social program funding?*", Carroll rivede e rielabora la propria definizione di CSR in quattro parti, riorientando la componente discrezionale come se riguardasse il volontariato e/o la filantropia. Il motivo di tale modifica è stato il fatto che si era osservato che i migliori

⁹⁶ Carroll, A.B. (1979), "*A three-dimensional conceptual model of corporate social performance*", *The Academy of Management Review*, Vol. 4, No. 4, p. 499 e p. 500.

⁹⁷ La *Corporate Social Responsiveness* è quella corrente di pensiero che si focalizza sulla capacità dell'impresa di rispondere alle pressioni sociali. William Frederick è il maggiore teorico di questa nuova corrente, che egli chiama CSR2. Cfr. Frederick, W.C. (1978/1994), "*From CSR sub 1 to CSR sub 2: the maturing of business and society thought*", *Business and Society*, Vol. 33, No. 2, pp. 150-166.

⁹⁸ Secondo Wood (1991), la *Corporate Social Performance* è un insieme di categorizzazioni descrittive dell'attività d'impresa, incentrate sugli impatti e sui risultati per la società, gli stakeholder e l'impresa stessa. Inoltre, la CSP riguarda i danni e i benefici che derivano dalle interazioni di un'organizzazione con l'ambiente circostante, comprese la dimensione sociale, culturale, legale, politica, economica e naturale. Cfr. Wood, D.J., (2010), "*Measuring Corporate Social Performance: A Review*", *International Journal of Management Reviews*, Blackwell Publishing Ltd and British Academy of Man., Vol. 12, No. 1, pp. 50-51.

⁹⁹ Carroll, A.B. (1999), "*Corporate social responsibility: Evolution of a definitional construct*", *Business & Society*, Sage Publications, Inc., Vol. 38, No. 3, p. 284.

¹⁰⁰ Carroll, A.B. (1999), *op. cit.*, p. 285.

esempi di attività discrezionali provenivano proprio dall'ambito del volontariato e della filantropia¹⁰¹.

Sempre durante gli Anni '80, la ricerca iniziava a mostrare un sempre maggiore interesse per l'operatività della CSR e, nello specifico, per le relazioni della stessa con le performance finanziarie delle imprese. Gli studiosi si stavano interessando alla questione se le imprese socialmente responsabili fossero anche redditizie. In caso affermativo, questo fattore avrebbe rappresentato un'ulteriore argomentazione a sostegno del movimento della CSR. Alcuni degli studi empirici che hanno cercato di verificare l'esistenza di una relazione tra CSR e redditività, in questi anni, sono stati quelli proposti da: Philip Cochran e Robert Wood (1984); Aupperle, Carroll e Hatfield (1985)¹⁰².

In via generale, durante gli Anni '90 sono stati pochi i contributi unici ed originali alla definizione di CSR. In questo periodo, il concetto di CSR è servito più che altro come punto di partenza per altri concetti e temi correlati, in cui la maggior parte degli scritti sono risultati coerenti con le definizioni degli anni precedenti. Il centro della scena degli Anni '90 è stato caratterizzato dalle ricerche sui temi della CSP, della Teoria degli Stakeholder e della teoria dell'etica aziendale, ciascuno dei quali presenta una propria ampia letteratura. Ad ogni modo, è interessante esporre uno studio di Carroll del 1991, nel quale egli rivede ulteriormente il proprio modello di definizione di CSR in quattro parti, che aveva elaborato per la prima volta nel 1979¹⁰³. È infatti attraverso questo lavoro che Carroll elabora la celebre "*Pyramid of Corporate Social Responsibility*", in cui alla base c'è la categoria economica (ovvero, il fondamento su cui poggiano tutte le altre), per poi salire verso l'alto attraverso le categorie legali, etiche e, infine, filantropiche (Figura 1.7)¹⁰⁴.

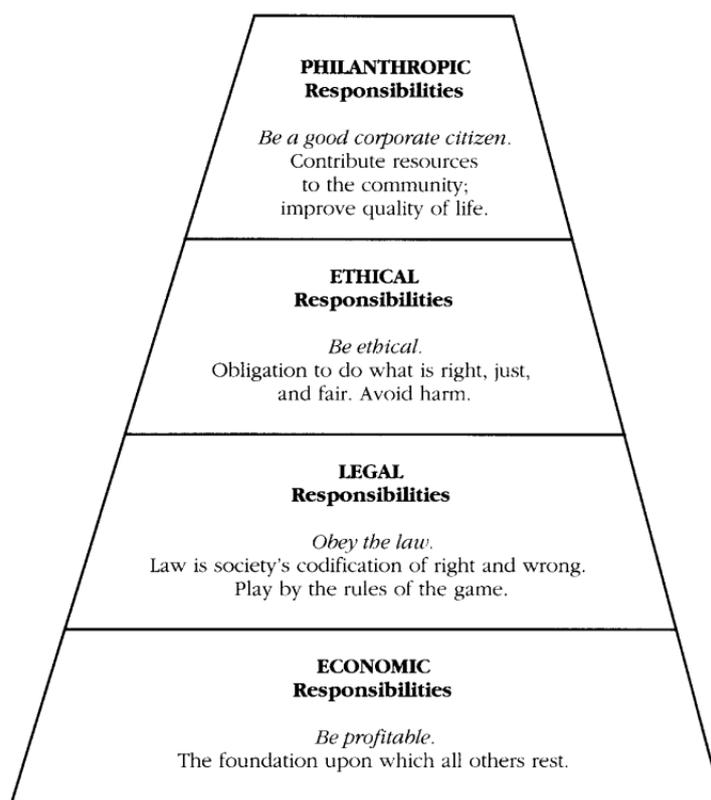
¹⁰¹ Carroll, A.B. (1999), *op. cit.*, p. 286.

¹⁰² Carroll, A.B. (1999), *op. cit.*, pp. 286-287.

¹⁰³ Carroll, A.B. (1999), *op. cit.*, p. 289.

¹⁰⁴ Carroll, A.B. (1991), "*The pyramid of corporate social responsibility: Toward the moral management of organizational stakeholders*", *Business Horizons*, Vol. 34, p. 40.

Figura 1.7. Piramide della Responsabilità Sociale d'Impresa.



Fonte: Carroll (1991), *op. cit.*, p. 42.

Quindi, la piramide della CSR è una metafora usata per rappresentare graficamente le quattro componenti della responsabilità. Si parte dal concetto di fondo che le prestazioni economiche sono alla base di tutto il resto. Allo stesso tempo, si si aspetta che le imprese rispettino la legge, in quanto la legge rappresenta la codificazione della società dei comportamenti accettabili e inaccettabili. In aggiunta, è responsabilità delle imprese comportarsi eticamente: si tratta dell'obbligo di fare ciò che è giusto, equo e corretto, e di evitare o ridurre al minimo i danni per gli stakeholder (dipendenti, consumatori, ambiente ed altri). Infine, l'impresa deve essere un buon 'cittadino aziendale'. Questo ultimo aspetto viene colto dalla responsabilità filantropica, in base alla quale le imprese sono tenute a contribuire con risorse finanziarie ed umane alla comunità e a migliorare la qualità della vita¹⁰⁵. Carroll (1991) precisa anche che l'impresa non deve eseguire questi compiti in modo sequenziale, ma piuttosto ognuno di essi deve essere soddisfatto in qualsiasi momento. Più precisamente, l'Autore afferma:

¹⁰⁵ Carroll, A.B. (1991), *op. cit.*, p. 42.

«*Stated in more pragmatic and managerial terms, the CSR firm should strive to make a profit, obey the law, be ethical, and be a good corporate citizen*¹⁰⁶».

Negli anni successivi, queste quattro categorie o domini della CSR elaborate da Carroll, su cui si basa la piramide, sono state utilizzate da diversi teorici (Swanson 1995, Wartick e Cochran 1985, Wood 1991) e ricercatori empirici (Aupperle 1984; Aupperle et al. 1985; Burton e Hegarty 1999; Clarkson 1995; Smith et al. 2001)¹⁰⁷.

Inoltre, durante gli Anni '90 inizia a diffondersi anche il concetto di *accountability*, ovvero di quelle pratiche di rendicontazione formale e di comunicazione trasparente degli impegni assunti e dei risultati ottenuti dalle imprese, in ottica di responsabilità sociale verso tutti gli *stakeholder*. Conseguentemente, le imprese sono chiamate ad adempiere ad un duplice fondamentale impegno: *in primis*, garantire un adeguato ritorno per gli azionisti; poi, garantire il perseguimento di finalità sociali, tramite la rendicontazione veritiera e la comunicazione trasparente delle proprie attività. Quindi, durante questo periodo il lessico manageriale si arricchisce di nuovi concetti collegati a quello di CSR¹⁰⁸.

Il Nuovo Millennio si apre con un forte interessamento alla tematica dell'impatto ambientale di molte attività umane. Tutti gli attori sociali di tutto il mondo cercano di conformarsi ai principi di base della sostenibilità: governi, comunità, imprese, organizzazioni e singoli individui manifestano una sempre maggiore attenzione al concetto di sostenibilità. In sostanza, l'epoca corrente può essere riepilogata da una nuova parola proposta da Paul Crutzen ed Eugene Stoermer¹⁰⁹: "Antropocene". Ufficialmente proposto in modo congiunto dai due studiosi nel 2000, il termine Antropocene viene utilizzato per definire l'epoca geologica attuale, ovvero quella in cui l'ambiente terrestre, nell'insieme delle sue caratteristiche fisiche, chimiche e biologiche, viene gravemente condizionato dagli effetti dell'azione umana. Con tale voce si vogliono, quindi, evidenziare i pesanti impatti delle attività antropiche sugli ecosistemi globali e sul cambiamento

¹⁰⁶ "In termini più pragmatici e manageriali, l'azienda che si occupa di CSR dovrebbe sforzarsi di realizzare un profitto, rispettare la legge, essere etica ed essere un buon cittadino d'impresa". Cfr. Carroll, A.B. (1991), *op. cit.*, p. 43.

¹⁰⁷ Carroll, A.B. (2016), "*Carroll's pyramid of CSR: taking another look*", International Journal of Corporate Social Responsibility, Vol. 1, No. 3, p. 2.

¹⁰⁸ Cfr. Nigro, C. (2021), *op. cit.*, p. 46.

¹⁰⁹ Paul Jozef Crutzen (3 dicembre 1933 – 28 gennaio 2021) è stato un meteorologo, ingegnere, accademico olandese e vincitore del Premio Nobel per la chimica nel 1995. Eugene Filmore Stoermer (7 marzo 1934 – 17 febbraio 2012) è stato un biologo statunitense.

climatico del sistema Terra. Viene messo in rilievo l'operato dell'essere umano, il quale, attraverso le proprie attività, riesce a influire drasticamente sui processi geologici, generando mutamenti territoriali, strutturali e climatici¹¹⁰.

Infine, per comprovare l'impatto umano nell'ecosistema globale, si può fare riferimento alla crisi finanziaria del triennio 2007-2009, discussa nel precedente paragrafo. Infatti, sulla scia di questa crisi globale, nel primo decennio del nuovo Millennio gli standard della responsabilità, dell'etica e della sostenibilità sono tornati ad essere un importante punto di riferimento per la valutazione dei comportamenti delle imprese. Infatti, come sottolineato anche da Carroll (2016), la Responsabilità Sociale d'Impresa ha avuto un passato molto intenso e ricco di contributi in letteratura. Per quanto riguarda il futuro di questa tematica, l'autore appare molto fiducioso ed ottimista, affermando che:

«The future of CSR, whether it be viewed in the four part definitional construct, the Pyramid of CSR, or in some other format or nomenclature such as Corporate Citizenship, Sustainability, Stakeholder Management, Business Ethics, Creating Shared Value, Conscious Capitalism, or some other socially conscious semantics, seems to be on a sustainable and optimistic future¹¹¹» (Carroll, 2016, *op. cit.*, p. 7).

Dunque, quello che ci si attende da qui e negli anni a venire è senza dubbio un graduale incremento nell'adozione delle pratiche di CSR da parte delle imprese dei Paesi di tutto il mondo. Infatti, la CSR come strategia di gestione è oramai diventata di uso comune, formalizzata e assimilata nelle politiche e nelle pratiche organizzative. La CSR è stata adottata come pratica vantaggiosa sia per le imprese che per le società. Inoltre, anche in questi ultimi anni, si è assistito ad una grande proliferazione accademica, attraverso un'esplosione di teorie e di ricerche sull'argomento in molte discipline e si prevede che questa tendenza continui a crescere¹¹².

¹¹⁰ Per approfondire, si veda: Crutzen, P.J., Stoermer, E.F., *The "Anthropocene"*, in IGBP Newsletter, No. 41, Maggio 2000, pp. 17-18.

¹¹¹ "Il futuro della CSR, sia che la si consideri nel costrutto definitorio in quattro parti, la Piramide della CSR, sia che la si consideri in un altro formato o nomenclatura come Cittadinanza d'Impresa, Sostenibilità, Gestione degli Stakeholder, Etica d'Impresa, Creazione di Valore Condiviso, Capitalismo Consapevole o altre semantiche socialmente consapevoli, sembra essere in un futuro sostenibile e ottimista". Cfr. Carroll, A.B. (2016), *op. cit.*, p. 7.

¹¹² Carroll, A.B. (2016), *op. cit.*, p. 7.

Ciononostante, nel periodo di sviluppo delle tematiche legate alla CSR non sono mancate delle opinioni in opposizione. Tra queste, si menziona la critica opposta da Theodore Levitt, economista tedesco, nel suo celebre articolo intitolato *"The dangers of social responsibility"* del 1958. Tramite quest'ultimo, Levitt è ricordato per aver dato avvio al dibattito sulla responsabilità sociale d'impresa, criticando questa nuova filosofia di pensiero. Secondo l'autore, infatti, la CSR rappresentava una minaccia per i presupposti del libero mercato, in quanto poteva oscurare le funzioni tipiche delle imprese e dei Governi. In altre parole, riteneva rischioso conferire dei ruoli sociali alle imprese, le quali dovevano svolgere un unico compito: generare elevati livelli di profitto¹¹³. Alcuni anni più tardi, anche l'illustre economista statunitense Milton Friedman ha appoggiato la stessa tesi. Infatti, nell'articolo *"The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits"*, pubblicato sul New York Times Magazine nel 1970, Friedman riprende la posizione di Levitt e delinea la responsabilità sociale come una teoria "sovversiva" della vera responsabilità d'impresa. Secondo l'autore, è la redditività ad essere la massima responsabilità sociale dell'impresa, se condotta in maniera etica ed in conformità alla legge. Quindi, se da un lato l'unica responsabilità d'impresa doveva essere quella di aumentare la profittabilità e la creazione di valore per gli azionisti, dall'altro lato le responsabilità per gli aspetti sociali ed ambientali verso la collettività dovevano essere assunte dallo Stato attraverso le leggi¹¹⁴. In ogni modo, è piuttosto scontato constatare che la prospettiva dell'Autore, fondata sulla massimizzazione della ricchezza degli azionisti, è stata criticata drasticamente dai principali sostenitori della CSR¹¹⁵.

In conclusione, il lavoro di Kakabadse, Rozuel, e Lee-Davies (2005) ricapitola la panoramica storica dello sviluppo del concetto di CSR e riassume in due utili tabelle le definizioni essenziali. Inoltre, gli stessi autori descrivono la CSR come un contributo delle imprese e della società civile allo sviluppo sostenibile dell'economia e fanno riferimento alle ben note responsabilità economiche, sociali ed ambientali di tali imprese¹¹⁶. Qui sotto viene riportata la prima tabella (1.1), la quale presenta alcune delle definizioni più

¹¹³ Nigro, C., Petracca, M. (2016), *op. cit.*, p. 12.

¹¹⁴ Nella posizione neoclassica di Friedman (1970) si rintraccia la logica del libero mercato e della "mano invisibile", elaborata da Adam Smith nell'opera *"An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations"* del 1776. Fonte: Nigro, C., Petracca, M. (2016), *op. cit.*, p. 15.

¹¹⁵ Per il dettaglio sulle teorie degli *shareholder* e degli *stakeholder* si rimanda al paragrafo successivo.

¹¹⁶ Kakabadse, N.K., Rozuel, C., Lee-Davies, L. (2005), *"Corporate social responsibility and stakeholder approach: a conceptual review"*, International Journal of Business Governance and Ethics, Vol. 1, No. 4, p. 281-286.

rappresentative del concetto di CSR da parte di ricercatori accademici nel corso degli ultimi cinquant'anni.

Tabella 1.1. Definizioni di CSR – ricerche accademiche.

Autore	Definizione
Bowen (1953)	[CSR] refers to the obligations of businessmen to pursue those policies, to make those decisions, or to follow those lines of action which are desirable in terms of the objectives and values of our society.
Frederick (1960)	Social responsibility in the final analysis implies a public posture toward society's economic and human resources and a willingness to see that those resources are used for broad social ends and not simply for the narrowly circumscribed interests of private persons and firms.
Friedman (1962)	There is one and only one social responsibility of business – to use its resources and engage in activities designed to increase its profits so long as it stays within the rules of the game, which is to say, engages in open and free competition without deception or fraud.
Davis and Blomstrom (1966)	Social responsibility, therefore, refers to a person's obligation to consider the effects of his decisions and actions on the whole social system.
Sethi (1975)	Social responsibility implies bringing corporate behaviour up to a level where it is congruent with the prevailing social norms, values, and expectations of performance.
Carroll (1979)	The social responsibility of business encompasses the economic, legal, ethical and discretionary expectations that society has of organisations at a given point in time.
Jones (1980)	Corporate social responsibility is the notion that corporations have an obligation to constituent groups in society other than stockholders and beyond that prescribed by law and union contract.
Wood (1991)	The basic idea of corporate social responsibility is that business and society are interwoven rather than distinct entities.
Baker (2003)	CSR is about how companies manage the business processes to produce an overall positive impact on society.

Fonte: Kakabadse, Rozuel, and Lee-Davies (2005), *op. cit.*, p. 281.

Pur essendo una componente essenziale del dibattito sul ruolo delle imprese nella società, il concetto di CSR non è facile da definire pienamente, in quanto è spesso descritto da un insieme di concetti. Pertanto, le definizioni variano da quelle fortemente concettuali a quelle più pratiche e manageriali. Nella seconda tabella (Tab. 1.2) presentata da

Kakabadse, Rozuel e Lee-Davies (2005) si trovano delle interpretazioni della CSR formulate da rappresentanti del mondo imprenditoriale e della società. Secondo questa prospettiva, il significato di *Corporate Social Responsibility* rientra nell'ambito più pratico e manageriale.

Tabella 1.2. Definizioni di CSR – rappresentanti delle imprese e della società civile.

Organizzazione	Definizione
World Business Council for Sustainable Development (WBCSD) (2003)	Corporate Social Responsibility is business' commitment to contribute to sustainable economic development working with employees, their families, the local community, and society at large to improve their quality of life.
CSR Europe (2003)	Corporate Social Responsibility is the way in which a company manages and improves its social and environmental impact to generate value for both its shareholders and its stakeholders by innovating its strategy, organisation and operations.
Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) (2003)	Corporate Responsibility involves the 'fit' businesses develop with the societies in which they operate. [...] The function of business in society is to yield adequate returns to owners of capital by identifying and developing promising investment opportunities and, in the process, to provide jobs and to produce goods and services that consumers want to buy. However, corporate responsibility goes beyond this core function. Businesses are expected to obey the various laws which are applicable to them and often have to respond to societal expectations that are not written down as formal law.
Amnesty International – Business Group (UK) (2002)	Companies [have] to recognise that their ability to continue to provide goods and services and to create financial wealth will depend on their acceptability to an international society which increasingly regards protection of human rights as a condition of the corporate licence to operate.
The Corporate Responsibility Coalition (CORE) (2003)	As an 'organ of society', companies have a responsibility to safeguard human rights within their direct sphere of operations as well as within their wider spheres of influence.
Novethic (2003)	Linked to the application by corporations of the sustainable development principle, the concept of CSR integrates three dimensions: an economic dimension (efficiency, profitability), a social dimension (social responsibility) and an environmental dimension (environmental responsibility). To respect these principles, corporations must pay more attention to all the stakeholders [...] which inform on the expectations of civil society and the business environment.
Unilever (2003)	We define social responsibility as the impact or interaction we have with society in three distinct areas: (i) voluntary contributions, (ii)

	impact of (business's direct) operations, and (iii) impact through the value chain.
Novo Nordisk (2003)	Social responsibility for Novo Nordisk is about caring for people. This applies to our employees and the people whose healthcare needs we serve. It also considers the impact of our business on the global society and the local community. As such, social responsibility is more than a virtue – it is a business imperative.

Fonte: Kakabadse, Rozuel, and Lee-Davies (2005), *op. cit.*, p. 282.

Dalle definizioni di CSR riportate sopra si può notare che, a seconda degli interessi degli stakeholder, la Responsabilità Sociale d'Impresa (RSI) è descritta in modo incentrato sull'impresa o sulla società e spesso viene collegata al concetto di sostenibilità. In ogni caso, è bene precisare che non si intende proporre una rassegna esaustiva di tutta la letteratura esistente sulla CSR, bensì ne sono state discusse alcune delle caratteristiche chiave che rendono il concetto significativo e allo stesso tempo un'area di ricerca ancora da sviluppare. L'intento è quello di cercare di evidenziare i principali fattori che hanno portato allo sviluppo e alla diffusione del concetto di CSR.

Quindi, in ultima analisi, se si volessero condensare le principali caratteristiche della *Corporate Social Responsibility* riportate nelle due tabelle, si può affermare innanzitutto che la CSR si colloca in una prospettiva di lungo periodo e si riferisce a principi etici che non sono necessariamente codificati dalla legge. Oltre a ciò, la CSR viene spesso associata al tema del 'contratto sociale' o, in alternativa, della 'licenza di operare'. Questo implica che la società permette alle imprese di operare presupponendo che si comportino in modo giusto e che si rendano responsabili delle loro azioni al di là dei requisiti legali. Inoltre, la CSR può essere considerata come un continuo processo che coinvolge vari gruppi di *stakeholder*, che possono essere identificati nella pratica e che hanno una pretesa, sia legalmente prevista che moralmente attesa, sulle attività aziendali che li riguardano. Di conseguenza, il concetto di CSR nella pratica finisce per essere molto contenutistico e altamente sensibile alle specificità ambientali, organizzative e persino individuali. Non ultimo, la CSR tende ad essere una disciplina di gestione multidisciplinare piuttosto che specifica ed autonoma, che dovrebbe essere valutata attraverso molteplici prospettive¹¹⁷.

Per concludere, al fine di rendere possibile una transizione economica e culturale in termini di sostenibilità, è necessario che la CSR si diffonda, si consolidi e si traduca in

¹¹⁷ Ougaard e Nielsen, 2002, citati da Kakabadse, Rozuel, and Lee-Davies (2005), *op. cit.*, p. 286.

comportamenti concreti. Comprendere che la responsabilità dell'impresa è Sociale, significa anche prendere atto del fatto che esiste una pluralità di soggetti cui le imprese devono necessariamente rendere conto¹¹⁸.

Nel paragrafo seguente verranno approfondite alcune delle principali teorie manageriali che hanno accompagnato lo sviluppo del dibattito sui temi ambientali, sociali e di *governance*.

1.5 Le teorie economiche sottostanti

Dopo aver esaminato ed approfondito l'evoluzione del concetto di sostenibilità e di *Corporate Social Responsibility*, evidenziandone le tappe e le caratteristiche principali e sottolineando il crescente ruolo che questi concetti assumono nel sistema economico attuale, è bene analizzare i fondamenti teorici su cui si fonda questo cambio di paradigma volto alla sostenibilità. Infatti, le teorie economiche che verranno esposte in questo paragrafo costituiscono metaforicamente delle radici, dalle quali si sono sviluppate le tematiche discusse nelle sezioni precedenti. In altre parole, rappresentano i fondamenti teorici della responsabilità sociale, della sostenibilità e degli altri temi correlati. Questo approccio della letteratura manageriale è molto valido ed utile per conoscere lo sviluppo dei concetti di CSR e di sostenibilità, in quanto, come si è detto precedentemente, spesso non esistono delle definizioni generalmente accettate e, quindi, questi concetti sono stati discussi in diversi modi attraverso l'evoluzione delle teorie economiche sottostanti. Pertanto, nel lungo percorso di evoluzione della CSR sono emerse diverse interessanti teorie, a cui ancora oggi la letteratura accademica presta molta attenzione.

In particolare, la domanda sul fatto che le aziende debbano o meno incorporare le pratiche di responsabilità sociale nelle loro strategie di gestione volte a soddisfare le aspettative dei diversi *stakeholder*, è quella che ha maggiormente portato a posizioni teoriche favorevoli e contrarie in letteratura. Effettivamente, è una questione complessa il riuscire

¹¹⁸ Si veda: Minnetti, F. (2004), "L'introduzione e la crescente rilevanza di profili etici nell'offerta di prodotti finanziaria da parte delle imprese bancarie italiane", Studi e note di economia (2), p. 144.

a delineare le aree della letteratura nel campo dell'impresa e della società, perché spesso si intrecciano¹¹⁹.

Quindi, le teorie relative alla sostenibilità, come quella degli azionisti, degli *stakeholder* e del valore condiviso, sono d'aiuto nello spiegare il cambio di rotta verso un sempre maggiore impiego di strategie sostenibili, che sta coinvolgendo le imprese e la collettività in generale. Più nello specifico, ognuna di queste teorie presenta un punto di vista diverso con riguardo al concetto della funzione sociale d'impresa nell'ambito della creazione del valore. Pertanto, il punto cruciale della questione è stabilire verso che cosa un'impresa è responsabile e, soprattutto, nei confronti di chi. In questo senso, nella dottrina accademica e nella prassi si riscontrano opinioni e interpretazioni contrastanti, che rispecchiano principalmente due filoni di studio: *shareholder theory* e *stakeholder theory*.

1.5.1 La *Shareholder Theory*

Al primo filone di pensiero appartiene la posizione di Milton Friedman (1912–2006), economista statunitense esponente della cosiddetta “scuola di Chicago¹²⁰” e vincitore del Premio Nobel per l'economia nel 1976. L'Autore, che ha ideato la *Shareholder Theory* (o Teoria del primato degli azionisti), riteneva che la responsabilità dell'impresa fosse quella di impiegare le proprie risorse in attività finalizzate a massimizzare i profitti, agendo in conformità con le regole fondamentali della società incorporate nella legge e nei costumi etici. Di conseguenza, la funzione sociale dell'impresa avrebbe dovuto essere limitata al valore dei risultati ottenuti, i quali non avrebbero dovuto essere inferiori alle risorse utilizzate. Questo risultato si otteneva quando le aziende massimizzavano i loro profitti o quando massimizzavano il valore del capitale dei proprietari o degli azionisti. Dunque, le imprese avrebbero dovuto porsi come obiettivo quello di massimizzare tale valore e, in questo modo, sarebbero riuscite ad ottimizzare il proprio contributo nei confronti della società. Per questo motivo, secondo questa posizione neoclassica, qualunque altra attività che impediva all'impresa di massimizzare il valore per gli azionisti veniva considerata una

¹¹⁹ Kakabadse, N.K. et al. (2005), *op. cit.*, p. 288.

¹²⁰ Si tratta di una scuola di pensiero economica fondata nel 1890 all'interno dell'Università di Chicago. Storicamente, rappresenta un centro di ricerca accademico eterogeneo in termini di spazio temporale ed aree di ricerca, ma può essere ricondotto ad alcuni principi chiave dell'economia di stampo liberista. Fonte: “*Chicago, scuola di*”, Matteo Pignatti - Dizionario di Economia e Finanza (2012), in www.treccani.it.

scorretta allocazione delle risorse e, quindi, inaccettabile per l'impresa. In altre parole, nell'ambito della *Shareholder Theory*, la gestione dell'azienda avrebbe dovuto occuparsi solamente dell'interesse dei suoi proprietari o azionisti¹²¹. Per questo motivo, secondo Friedman, le iniziative sociali ed ambientali (insite nelle pratiche di CSR) creavano dei costi aggiuntivi che erodevano la redditività e la competitività degli azionisti dell'impresa. Infatti, sottraendo preziose risorse alle aree principali dell'impresa, le pratiche ambientali facevano aumentare i costi di produzione e, di conseguenza, generavano scarse prestazioni economiche. In aggiunta, per quanto riguarda le *performance* di sostenibilità sociale, Friedman le considerava dannose e pregiudizievoli per gli azionisti, in quanto avevano elevati costi di attuazione e non erano in grado di portare benefici tangibili ai proprietari dell'impresa¹²².

Va precisato che il pensiero di Friedman è condensato nel lavoro per cui viene sovente citato in tutto il mondo, ovvero un breve saggio, oramai divenuto celebre, intitolato "*The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits*" ed apparso sul New York Times Magazine del 13 settembre 1970. Indubbiamente, questo testo ed il concetto del primato degli azionisti all'epoca fece molto clamore, provocando una forte reazione sia sul pensiero teorico che sui concreti comportamenti degli operatori economici. Non è certo un caso se ancora oggi, circa cinquant'anni dopo la sua pubblicazione, questo testo viene riletto, reinterpretato e ridiscusso, sia in ambito accademico che manageriale, quando si affronta il tema dei fini dell'impresa¹²³. In modo particolare, una delle frasi più rappresentative e più citata è quella che Friedman inserisce alla fine dell'articolo sopra menzionato, riportando quanto aveva scritto nel testo "*Capitalism and Freedom*" del 1962:

«[...] *there is one and only one social responsibility of business--to use its resources and engage in activities designed to increase its profits so long as it stays within the rules of the game, which is to say, engages in open and free competition without deception or fraud*¹²⁴».

¹²¹ Miralles-Quirós, M.M. et al (2019), *op. cit.*, pp. 2-3.

¹²² Alsayegh, M. F., Abdul Rahman, R., Homayoun, S. (2020), *op. cit.*, pp. 6-7.

¹²³ Donna, G. (2021) "*Milton Friedman e la buona causa (purpose) dell'impresa*", *Impresa Progetto, Electronic Journal of Management*, N. 2, pp. 1-2.

¹²⁴ "Esiste una e una sola responsabilità sociale dell'impresa: usare le sue risorse e impegnarsi in attività finalizzate ad aumentare i suoi profitti il più possibile a patto di rispettare le regole del gioco, cioè operando in libera e aperta concorrenza senza inganno né frode". Traduzione tratta da Debenedetti, F., 2021, p. 282, citato da Donna, G. (2021), *op. cit.*, p. 2.

In sostanza Friedman riteneva che il profitto fosse il riferimento prioritario a cui le imprese dovevano indirizzare i propri comportamenti e strategie. In questo senso, si riporta una seconda frase molto significativa contenuta nell'articolo del 1970, in cui Friedman delinea l'interesse primario degli azionisti, che consiste nel:

«[...] *to make as much money as possible while conforming to their basic rules of the society, both those embodied in law and those embodied in ethical custom*¹²⁵».

Va specificato che, nella visione di Friedman, gli azionisti sono considerati di diritto i proprietari dell'impresa. Il manager, o il dirigente aziendale, è immaginato come un agente dei proprietari dell'impresa e la sua primaria "responsabilità sociale" è nei confronti di questi ultimi: massimizzare gli utili a vantaggio degli azionisti e gestire l'impresa nell'interesse degli azionisti¹²⁶. Quindi, l'autore segue un'ottica di principale-agente, in cui i manager (gli agenti) sono assunti dai proprietari (i principali) al fine di arricchirli quanto possibile nell'ambito delle regole del contesto sociale, che sono quelle dell'aperta e libera concorrenza. In questo senso, è chiaro il riferimento alla Teoria dell'agenzia¹²⁷.

Tuttavia, anche se in questa seconda frase è presente un generico riferimento all'etica, la tesi sostenuta è chiara: la crescita economica di una società si accompagna ad imprese motivate dalla ricerca del profitto. Infatti, la ricerca del profitto costituisce una sorta di potente motore che consente alle imprese di generare valore e ricchezza e quindi di assolvere al ruolo di agente di sviluppo economico che è loro attribuito dal modello capitalistico¹²⁸. Tuttavia, Friedman non è necessariamente contrario all'idea che gli individui o le imprese possano perseguire degli obiettivi sociali, diversi quindi dalla massimizzazione del profitto. Infatti, l'autore ritiene che ogni azionista possa svolgere delle attività sociali (come, ad esempio, fare beneficenza), ammesso e non concesso che lo faccia a titolo personale. Più precisamente, i manager, gli azionisti, i clienti o i lavoratori

¹²⁵ "Fare più soldi possibile nel rispetto delle regole fondamentali della società in cui vivono, sia quelle incorporate nelle sue leggi, sia quelle dettate dai suoi costumi etici". Traduzione tratta da Debenedetti, F., 2021, p. 273, citato da Donna, G. (2021), *op. cit.*, p. 2.

¹²⁶ Friedman, M. (September 13, 1970), "*The social responsibility of business is to increase its profits*", The New York Times Magazine, Copyright 1970 by The New York Times Company, pp. 1-2.

¹²⁷ Per approfondire il tema del modello dell'agenzia, il riferimento bibliografico è: Jensen, M.C., Meckling, W.H. (1976), "*Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*", Journal of Financial Economics, Vol. 3, pp. 305-360.

¹²⁸ Donna, G. (2021), *op. cit.*, p. 2.

possono decidere liberamente di spendere i propri soldi in azioni socialmente responsabili, ma non nel caso si tratti dei soldi degli azionisti dell'impresa. Il punto su cui insiste è che non è compito dell'impresa l'essere interessato al bene comune, in quanto essa già si occupa di questo, attraverso il soddisfacimento dei bisogni ed elargendo stipendi, dividendi e imposte. Egli ritiene che il capitalismo di libero mercato già di per sé aumenta il benessere sociale. Quindi, l'unica motivazione che spinge un manager ad impegnarsi in attività che aumentano il benessere della società deve sempre rimanere l'aumento a lungo termine della ricchezza degli azionisti. In altre parole, Friedman non è ostile alla responsabilità sociale in sé, ma piuttosto è contrario all'idea che queste responsabilità o finalità diverse dal profitto possano essere imposte agli azionisti da altri organi¹²⁹.

Naturalmente, la critica di Friedman e della *Shareholder Theory* all'idea di Responsabilità Sociale d'Impresa va contestualizzata. Il pensiero di Friedman e l'idea stessa della massimizzazione dello *shareholder value* come obiettivo principe dell'azione del management riflettono un'ideologia a favore del libero mercato. Il motivo di questa presa di posizione è la volontà di proteggere l'USA da quello che cinquant'anni fa era considerato il terrore dell'economia americana, ovvero il socialismo reale di stampo sovietico. Infatti, l'idea di Friedman non è formulata come un teorema, ma piuttosto come una vera e propria dottrina ideologica¹³⁰. Secondo l'interpretazione che ne dà Giorgio Donna (2021), il pensiero di Friedman mira a contrastare tre cruciali pericoli. Come già anticipato, il principale è senza alcun dubbio il socialismo, che nell'ottica della *Shareholder Theory* è una minaccia alla libera impresa e alla libera società. Il secondo pericolo è rappresentato dal potere dei manager, accusati di essere troppo rivolti ai propri interessi personali e non a quelli dei loro "datori di lavoro", ovvero gli azionisti dell'impresa. In questo senso, Friedman ritiene che i manager siano propensi a perseguire le responsabilità sociali dell'impresa solamente per accrescere il proprio dominio nel definire le scelte dell'impresa. Attraverso questo comportamento, gli azionisti verrebbero privati di un buon grado di discrezionalità e potere. Infine, l'ultimo pericolo sono le rendite monopolistiche, su cui tuttavia Friedman non si dilunga, assegnando al legislatore

¹²⁹ Zingales, L., "Friedman's Principle, 50 Years Later", ProMarket, Stigler Center for the Study of the Economy and the State, 01/09/2020.

¹³⁰ Zingales, L. (2020), *op. cit.*, p. 137.

l'incarico di evitarle e contrastarle¹³¹. Come risultato di questa breve analisi, è evidente che il testo di Friedman è estremamente correlato al contesto ambientale, sociale e del tempo in cui è stato scritto. Consci di ciò, molte figure autorevoli sia in ambito accademico che manageriale hanno da subito avviato un dibattito sulla tesi friedmaniana e sulla massimizzazione dello *shareholder value*, dividendosi tra devoti seguaci e convinti oppositori. Nel complesso, gli uni sostengono che le tesi dell'autore rappresentano un necessario corollario del sistema capitalistico, gli altri invece ritengono che la massimizzazione del profitto sia il motivo principale dell'attuale degenerazione del capitalismo¹³². In ogni caso, senza entrare nel dettaglio delle diverse posizioni, si tratta di pensare al modello di *business* e alla filosofia aziendale in modi completamente diversi. In questo senso, esistono tantissime prospettive e punti di vista differenti per ogni impresa: porre i profitti al primo posto; mettere i clienti davanti agli investitori; considerare il profitto come mezzo e non come fine¹³³. Nonostante ciò, nel corso del tempo l'idea della massimizzazione del valore per gli azionisti come fine principale è diventata un paradigma socioeconomico dell'impresa e si è diffusa come dottrina nei corsi di economia aziendale di prestigiose università americane ed europee. In questo modo, tale paradigma è stato rapidamente promosso e riprodotto nelle imprese, nel sistema economico, nella politica e nella società pubblica, quale concetto alla base del capitalismo basato sul libero mercato. Lo stesso che ha determinato il florido periodo di sviluppo e progresso che ha caratterizzato gli ultimi duecento anni di storia dell'umanità¹³⁴.

Da un po' di tempo, si sta assistendo all'emergere dell'idea che la finalità dell'impresa nella teoria neoclassica, ovvero fare profitti o anche creare valore per i propri azionisti, non sia corretta e accettabile nelle società contemporanee. Per contro, il fine corretto, sostenuto oltretutto anche da ragioni di tipo etico ed ambientale, sarebbe quello di considerare tutti i portatori di un interesse (non solo di tipo economico) verso l'impresa. Quindi, la crescente attenzione agli interessi di tipo sociale e valoriale è arrivata ad un punto tale da affermare che le imprese dovrebbero rinunciare all'obiettivo del profitto, in favore invece di finalità sociali ed ambientali. Questa visione assolutamente estremizzata

¹³¹ Donna, G. (2021), *op. cit.*, pp. 3-4.

¹³² Donna, G. (2021), *op. cit.*, p. 2.

¹³³ Per approfondire, si consiglia la lettura del dibattito tra due diversi casi aziendali, contenuto in: Friedman, M., Mackey, J., Rodgers, T.J. (2005), "*Rethinking the social responsibility of business: A reason debate featuring Milton Friedman, Whole Foods' John Mackey, and Cypress Semiconductor's T.J. Rodgers*" *Reason*, 37, pp. 28-37.

¹³⁴ Si veda: Gallino, L., "*L'impresa irresponsabile*", Einaudi, Torino, 2005.

dell'orientamento al profitto e della creazione di valore per gli azionisti, che porta a ritenere di cancellare la *Shareholder Theory*, è molto pericolosa, in quanto va contro l'interesse generale e il benessere di tutta la società¹³⁵. Infatti, se non si mirasse più alla creazione di valore per i propri azionisti, in favore di un rispettabile obiettivo etico di favorire tutti i portatori di interesse, si andrebbe a pregiudicare l'essenziale ruolo dell'impresa nel sistema economico di qualsiasi società: generare ricchezza nella maniera più efficiente ed efficace, ovverosia dare il più alto valore aggiunto alle risorse produttive (scarse per loro natura) che l'impresa consuma. Il punto focale è che questa ricchezza non va solo a beneficio degli azionisti, ma piuttosto a tutta la società. Quindi, quello che viene giudicato un comportamento egoistico finalizzato al solo arricchimento personale, in realtà è fondamentale per la creazione di benessere, anche economico, per tutta la collettività¹³⁶. In altre parole, un'impresa che lavora in condizioni di economicità e che genera profitti concorre alla creazione del "bene comune". Indubbiamente, ciò deve svolgersi nel rispetto delle regole, le quali sono responsabilità dello Stato tramite l'attività legislativa e giudiziaria¹³⁷.

Per concludere, oggi si è arrivati alla consapevolezza che non bisogna considerare gli obiettivi di creazione di valore azionario in *trade-off* con gli obiettivi ambientali, sociali ed etici dell'impresa. Queste due tematiche non sono contrapposte e, dunque, andrebbero portate avanti entrambe.

1.5.2 La *Stakeholder Theory*

In contrapposizione antitetica con la concezione dell'impresa orientata unicamente alla creazione di valore per gli azionisti, si è successivamente sviluppata la visione della *Stakeholder Theory*. Con il termine "*Stakeholder Theory*" si fa riferimento a quel filone di pensiero che ha come ben noto fondatore il filosofo R. Edward Freeman con l'articolo

¹³⁵ Miglietta, A. (2021), "*ESG, CSR, Shareholder value: non è il momento per un reset del capitalismo*", *Corporate Governance and Research & Development Studies*, N. 2-2021, Franco Angeli, pp. 65-83.

¹³⁶ Tale meccanismo è stato spiegato da Adam Smith (1776), in riferimento al libero scambio. Si tratta del principio della "Mano invisibile", che opera oltre la volontà di ogni singolo attore del mercato e, a partire da comportamenti unicamente egoistici, genera benessere e migliora la condizione di utilità anche per altri. Questa osservazione di Smith è quella che gli oppositori dell'economia di mercato hanno maggiormente cercato di annullare, non riuscendo a smontarla scientificamente. Cfr. Miglietta, A. (2021), *op. cit.*, pp. 71-72.

¹³⁷ Miglietta, A. (2021), *op. cit.*, pp. 80-81.

“*Stockholders and stakeholders: a new perspective on corporate governance*” del 1983, scritto insieme a David Reed. In questo articolo, Freeman avanza l’idea che l’impresa non appartiene solo ad una singola persona (il proprietario o l’azionista), ma piuttosto deve essere intesa considerando anche la pluralità degli agenti che vi sono coinvolti e che ne determinano l’esistenza. In questo senso, l’obiettivo dell’azienda non dovrebbe essere quello di massimizzare il valore per gli azionisti, ma al contrario l’azienda dovrebbe creare valore per tutti gli *stakeholder* tra cui: azionisti, finanziatori, dipendenti, consumatori, clienti, comunità locali, risorse naturali o ambientali ed altri gruppi di interesse che possono influenzare le prestazioni dell’azienda o che sono influenzati dai risultati dell’organizzazione¹³⁸. In breve, secondo questa visione, le imprese hanno la fondamentale responsabilità di operare nell’interesse di tutti i loro *stakeholder*¹³⁹. Inoltre, nel caso in cui uno qualsiasi dei gruppi di interesse dell’azienda non venga soddisfatto dal management, si possono generare degli impatti negativi sui risultati finanziari o addirittura può essere messa a rischio la sopravvivenza dell’azienda¹⁴⁰. Quindi, questa teoria si focalizza sulla relazione tra l’impresa ed i suoi *stakeholder*, i quali devono essere presi tutti in considerazione e soddisfatti in egual misura al fine di creare un valore sostenibile nel lungo periodo, attraverso lo sviluppo di appropriate norme etiche aziendali. Solo in questo modo si ottiene il vero successo di un’azienda¹⁴¹.

Un fondamentale contributo per la diffusione globale della Teoria degli *stakeholder* è stato sicuramente la pubblicazione del libro di Freeman, intitolato “*Strategic Management: A Stakeholder Approach*” nel 1984¹⁴², in cui l’autore presenta la sua teoria come nuovo approccio alla gestione strategica dell’impresa. Per essere precisi, l’uso del termine “*stakeholder*” ha origine nel 1963, quando per la prima volta è stato utilizzato in un lavoro dello *Stanford Research Institute* (oggi SRI International, organizzazione ed istituto di ricerca scientifica americana) per descrivere quei gruppi che sostengono un’impresa e senza i quali si metterebbe a repentaglio l’esistenza stessa dell’organizzazione. Nel suo libro, Freeman (1984) impiega il termine “*stakeholder*” per indicare “qualsiasi gruppo o individuo che può influenzare o essere influenzato dal raggiungimento degli obiettivi

¹³⁸ Miralles-Quirós, M.M. et al. (2019), *op. cit.*, p. 3.

¹³⁹ Freeman, R.E., 1984, citato da Taliento, M., Favino, C., Netti, A. (2019), “*Impact of Environmental, Social, and Governance Information on Economic Performance: Evidence of a Corporate ‘Sustainability Advantage’ from Europe*”, *Sustainability* 2019, Vol. 11, No. 6, 1738, p. 3.

¹⁴⁰ Clarkson, M.E., 1995, citato da Taliento, M. et al. (2019), *op. cit.*, p. 3.

¹⁴¹ Freeman, R.E. et al., 2010, citato da Taliento, M. et al. (2019), *op. cit.*, p. 3.

¹⁴² Freeman, R.E., “*Strategic management: A stakeholder approach*”, Marshfield: Pitman Publishing, 1984.

dell'impresa"¹⁴³. Quindi, nell'accezione di Freeman, *stakeholder* e impresa devono interagire per conseguire gli obiettivi aziendali. L'idea che l'impresa istituisce relazioni di varia natura con i propri *stakeholder* e che questi ultimi partecipano al processo di definizione degli obiettivi aziendali era molto innovativa all'epoca. A tal proposito, Freeman (1983) approfondisce tale concetto, suddividendo tra:

- *stakeholder* primari, cioè gli "*stakeholder* in senso stretto", che sono "tutti quegli individui o gruppi ben identificabili da cui l'impresa dipende per la sua sopravvivenza (dipendenti, segmenti di clientela, determinati fornitori, agenzie governative chiave, azionisti, determinate istituzioni finanziarie, ed altri)";
- *stakeholder* secondari, ovvero "*stakeholder* in senso ampio", che sono "tutti quegli individui o gruppi ben identificabili che possono influenzare o essere influenzati dal raggiungimento degli obiettivi delle attività proprie dell'organizzazione (gruppi di interesse pubblico, movimenti di protesta, agenzia governative, associazioni imprenditoriali, concorrenti, sindacati, così come i dipendenti, segmenti di clienti e azionisti)"¹⁴⁴.

Questa concezione di Freeman ha contribuito a modificare la visione sugli *stakeholder*, che infatti diventano soggetti chiave, totalmente attivi, nella creazione di valore aziendale e nel processo di gestione strategica e di pianificazione dell'impresa. Quindi, si tratta di attori sociali che entrano in relazione con l'impresa. Secondo questa teoria, la responsabilità del management si deve ampliare anche verso tutti i portatori di interesse coinvolti nell'impresa e non più solo verso gli azionisti. È in questo ambito che nasce il concetto di "*stakeholder management*", ovvero la consapevolezza che gli interlocutori socioeconomici ed istituzionali sono di primaria importanza per la vita stessa dell'entità aziendale, la quale ha la responsabilità di gestire i rapporti con qualsiasi gruppo o individuo portatore di interessi e di soddisfare le loro aspettative. In quest'ottica, è compito del management considerare finalità, risorse e strategie dei gruppi di *stakeholder* che sono parte integrante della gestione aziendale. In questo senso, il concetto di impresa si configura come un sistema di relazioni dinamiche¹⁴⁵.

¹⁴³ Freeman, R.E. (1984), *op. cit.*, p. 46.

¹⁴⁴ Freeman, R.E., Reed, D.L. (1983), "*Stockholders and stakeholders: a new perspective on corporate governance*", *California Management Review*, Vol. 25, No. 3, p. 91.

¹⁴⁵ Sicca, L., "*La gestione strategica dell'impresa. Concetti e strumenti*", Cedam, 1998, pp. 53-54.

Quindi, mentre in precedenza le imprese si concentravano prevalentemente sugli azionisti, oggi giorno anche gli altri *stakeholder* sono considerati importanti. Nel complesso, per riepilogare i concetti generali contenuti nella Teoria degli stakeholder, si richiamano all'attenzione quattro principali affermazioni alla base di questa teoria, che provengono da un lavoro di Jones e Wicks (1999): "(1) l'impresa ha delle relazioni con dei gruppi costituenti (*stakeholder*); (2) i processi ed i risultati connessi a queste relazioni sono di interesse; (3) gli interessi di tutti gli stakeholder legittimi hanno un valore; (4) la teoria degli *stakeholder* si concentra su processo decisionale manageriale¹⁴⁶".

Inoltre, è bene sottolineare che la Teoria degli *stakeholder* non rifiuta lo scopo aziendale della redditività, ma piuttosto mira ad ampliare il modello fondato sulla predominanza degli azionisti. In altre parole, attraverso il modello degli *stakeholder* vengono riconosciute le legittime pretese degli azionisti, ma si mette in discussione l'idea che questi ultimi debbano essere gli unici o i privilegiati rispetto agli interessi di altri legittimi portatori d'interesse¹⁴⁷. In tal senso, le imprese devono svolgere un duplice ruolo, ovvero cercare di raggiungere i propri obiettivi vitali (come la profittabilità) e, allo stesso tempo, soddisfare in modo equo le legittime rivendicazioni e i bisogni di tutti i propri *stakeholder*.

Per quanto concerne le responsabilità del management, è interessante l'osservazione che riporta Carroll (1991), il quale chiarisce che: «[...] *There is a natural fit between the idea of corporate social responsibility and an organization's stakeholders*». Osservando che il termine "sociale" nella definizione di CSR era stato criticato perché privo di specificità nei confronti di chi l'azienda debba essere responsabile, l'autore afferma che il concetto di *stakeholder* personalizza le tanto discusse responsabilità sociali o societarie. Infatti, il termine reso celebre da R. Edward Freeman individua i gruppi o le specifiche persone che l'impresa dovrebbe considerare nel suo orientamento e nelle sue attività di CSR. Così facendo, il concetto di *stakeholder* dà "un nome ed un volto" ai soggetti e ai gruppi della società che sono più importanti per le imprese e ai quali esse devono rispondere¹⁴⁸.

Insieme a Carroll, sono tanti gli accademici che successivamente hanno ampiamente accettato la sua relazione esplicita tra responsabilità sociale d'impresa e il concetto di

¹⁴⁶ Si vedano Jones e Wicks (1999) e Hillman et al. (2001), citati da Kakabadse, N.K., et al. (2005), *op. cit.*, pp. 289-290.

¹⁴⁷ Si vedano Hummels (1998) ed Emiliani (2001), citati da Kakabadse, N.K., et al. (2005), *op. cit.*, p. 291.

¹⁴⁸ Carroll, A.B. (1991), *op. cit.*, p. 43.

stakeholder. Infatti, i due concetti sono correlati, in quanto la CSR intende definire le responsabilità che l'impresa deve assolvere, mentre il concetto di *stakeholder* affronta la questione di chi l'impresa dovrebbe essere responsabile¹⁴⁹.

Sono moltissimi gli studiosi che, a partire dagli assunti di Freeman, hanno approfondito i concetti legati alla Teoria degli *stakeholder* attraverso varie e diverse analisi. In particolare, nell'ambito della letteratura manageriale di matrice nordamericana sono stati esaminati diversi filoni di studio. Ad esempio, Jones et al. (2002) hanno evidenziato i maggiori ambiti teorici che hanno portato allo sviluppo del concetto di *stakeholder*, ovvero la CSR, la pianificazione aziendale, la teoria dei sistemi e la teoria dell'organizzazione. Ogni filone di studio ha, quindi, studiato il concetto di *stakeholder* attraverso una specifica lente e determinati assunti. Altri studi (Wood, 1991) evidenziano che ogni *stakeholder* può sviluppare un'idea diversa su ciò che si aspettano dall'impresa in relazione alla CSR. Di conseguenza, per l'impresa non è certo facile riuscire a creare un risultato equilibrato ed accettabile da parte di tutti gli *stakeholder*, in quanto questi possono avere diversi sistemi valoriali e diverse posizioni ideologiche. Per le imprese, l'approccio degli *stakeholder* rappresenta una sfida e anche un'abilità da possedere, dal momento che oggi le imprese operano in un ambiente molto esteso, in cui le relazioni con i propri *stakeholder* influenzano, positivamente o negativamente, la creazione di ricchezza aziendale¹⁵⁰.

Inoltre, un altro notevole lavoro è quello di Donaldson e Preston (1995), i quali hanno identificato quattro idee al centro della Teoria degli *stakeholder*: descrittiva, strumentale, normativa e manageriale¹⁵¹. Gli approcci strumentale e manageriale possono essere considerati complementari, in quanto il primo sottolinea che la Teoria degli *stakeholder* si presenta come mezzo per migliorare i risultati aziendali (principalmente, la redditività), mentre il secondo delinea i metodi strategici d'intervento. In questo senso, si esplica la strumentalità manageriale della teoria in questione. Inoltre, secondo i due

¹⁴⁹ Kakabadse, N.K., et al. (2005), *op. cit.*, p. 289.

¹⁵⁰ Per approfondire, si consigliano le seguenti fonti bibliografiche: Jones, T.M., Wicks, A.C., Freeman, R.E. (2002), "*Stakeholder theory: the state of the art*", in N.E. Bowie (Ed.) *The Blackwell Guide to Business Ethics*, Oxford: Blackwell; Wood, D.J. (1991), "*Corporate social performance revisited*", *The Academy of Management Review*, Vol. 16, No. 4, pp. 691-718; Post, J.E., Preston, L.E. and Sachs, S. (2002), "*Managing the extended enterprise: the new stakeholder view*", *California Management Review*, Vol. 45, No. 1, pp. 6-28.

¹⁵¹ Il lavoro in questione è: Donaldson, T., Preston, L.E. (1995), "*The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence and Implication*", *The Academy of Management Review*, Academy of Management, Vol. 20, No. 1, pp. 65-91.

studiosi statunitensi, la Teoria degli *stakeholder* è anche descrittiva, in quanto presenta una descrizione della struttura dell'impresa, pensata come una rete di portatori d'interesse interdipendenti, in cui il raggiungimento degli obiettivi di un soggetto è correlato con quello degli altri soggetti d'impresa. Attraverso l'interpretazione descrittiva, il concetto di *business* si allarga oltre la sua matrice economica ed arriva a definire la funzione aziendale in termini di massimizzazione del valore di tutti gli *stakeholder*¹⁵². Infine, secondo gli autori, la base fondamentale della teoria degli *stakeholder* è normativa e per loro questo implica l'accettazione di due tesi fondamentali: "(a) gli *stakeholder* sono persone o gruppi che hanno interessi legittimi in aspetti procedurali e/o sostanziali dell'attività corporativa e sono identificati in base ai loro interessi nell'azienda, indipendentemente dal fatto che l'azienda abbia un interesse funzionale corrispondente nei loro confronti; (b) gli interessi di tutti gli *stakeholder* hanno un valore intrinseco. Ovvero, ogni gruppo di *stakeholder* merita di essere preso in considerazione per il proprio interesse in sé – nel processo decisionale manageriale – e non solo per la sua capacità di favorire gli interessi di qualche altro gruppo, come gli azionisti¹⁵³". Attraverso l'uso normativo, la teoria viene impiegata per interpretare la funzione dell'impresa, compresa l'identificazione di linee guida morali o filosofiche per l'operatività e la gestione delle imprese. In altre parole, la teoria normativa prevede che i manager trattino tutti gli *stakeholder* in base a principi etici e morali, i quali trovano giustificazione in quanto forniscono un fondamento per l'azione manageriale e la *corporate governance*¹⁵⁴. Quindi, si può osservare che, attraverso la teoria normativa degli *stakeholder*, la legittimità etica delle pretese dei portatori di interesse sullo scopo aziendale viene riconosciuta come fondamentale.

In conclusione, la Teoria degli *stakeholder* si accompagna all'idea di un nuovo approccio al capitalismo manageriale, in cui tutti i portatori d'interesse verso l'azienda possono conseguire in ugual misura i propri bisogni, facendo parte di un mondo nel quale il business non va separato dall'etica¹⁵⁵.

¹⁵² Saulle, R. (2011), "La teoria degli *stakeholder*: approccio manageriale e fondamenti normativi", Mercati ed intermediari finanziari, Dirigenza bancaria, n. 147, pp. 26-28.

¹⁵³ Donaldson, T., Preston, L.E. (1995), *op. cit.*, p. 67.

¹⁵⁴ Donaldson, T., Preston, L.E. (1995), *op. cit.*, pp. 71-72.

¹⁵⁵ Saulle, R. (2011), *op. cit.*, p. 30.

1.5.3 Il concetto di *Shared Value*

Da quanto è stato trattato nel corso di questo paragrafo è evidente il cambio di paradigma per cui si è passati dall'idea che l'impresa dovesse assumersi delle responsabilità verso la società in maniera generale, per arrivare ad una visione in cui ci si focalizza sulle istanze provenienti da specifici gruppi di interesse (gli *stakeholder*). Tale cambiamento di prospettiva è radicale, nel senso che va oltre alla generalizzazione legata al 'bene comune', chiarisce le istanze maggiormente significative per la creazione di valore e applica un principio di rilevanza degli *stakeholder* in base al potere dell'interlocutore e alla legittimità o all'urgenza delle sue pretese¹⁵⁶.

Inoltre, è indubbio che la responsabilità aziendale nei confronti degli *stakeholder* sia collegata al valore aziendale e alla creazione di tale valore. In quest'ottica, recentemente, è stato teorizzato un nuovo modello di creazione del valore, che si focalizza sulle connessioni tra il progresso sociale e quello economico. Si tratta del modello denominato "Valore condiviso d'impresa" (*Corporate Shared Value, CSV*) di Porter e Kramer¹⁵⁷.

I due noti autori statunitensi, durante lo scorso decennio, hanno introdotto per la prima volta tale nuovo modello, conosciuto anche come "*corporate shared value theory*" (teoria del valore condiviso aziendale). Porter e Kramer descrivono tale concetto come un insieme di politiche, pratiche operative e strategie di gestione, con le quali le imprese creano valore economico con dei benefici per la società. Per fare un esempio, Porter e Kramer citano il caso in cui un'azienda aumenta il proprio valore economico (riducendo dei costi), diminuendo le sue esternalità negative (come, per esempio, riducendo la produzione di rifiuti)¹⁵⁸. Quindi, creare valore condiviso significa essenzialmente creare politiche e pratiche aziendali che consentano alle imprese di massimizzare il loro valore economico, risolvendo al contempo le sfide e i bisogni della società. Più nello specifico, tale teoria incorpora le questioni sociali nelle strategie e nelle operazioni dell'impresa,

¹⁵⁶ Nigro, C. (2021), *op. cit.*, p. 45.

¹⁵⁷ Taliento, M., Favino, C., Netti, A. (2019), "*Impact of Environmental, Social, and Governance Information on Economic Performance: Evidence of a Corporate 'Sustainability Advantage' from Europe*", *Sustainability* 2019, Vol. 11, No. 6, 1738, p. 3.

¹⁵⁸ Porter, M.E. e Kramer, M.R., 2011, citato da Alsayegh, M. F., Abdul Rahman, R., Homayoun, S. (2020), *op. cit.*, p. 2.

rafforzando la posizione competitiva dell'impresa e migliorando le *performance* di sostenibilità aziendale (economiche, ambientali e sociali) nelle comunità in cui opera. I due celebri autori statunitensi specificano che le imprese possono creare valore condiviso (*shared value*) in tre modi diversi, ovvero:

- riconcepire prodotti e mercati;
- ridefinire la produttività nella catena del valore, che include il miglioramento delle pratiche per un utilizzo più efficiente dei materiali, delle risorse finanziarie e delle competenze dei dipendenti;
- condivisione delle conoscenze e supporto attraverso lo sviluppo e la costruzione di *cluster* locali¹⁵⁹.

In sostanza, il concetto di Valore Condiviso rappresenta un modo diverso di distribuire la ricchezza economica attraverso la creazione di benefici sociali, in cui la competitività e il profitto aziendale sono guidati dalla soddisfazione dei bisogni della società¹⁶⁰.

Il principio del *Shared Value*¹⁶¹ ed i suoi assunti di base sono stati teorizzati da Porter e Kramer nel celebre articolo "*The Big Idea: Creating Shared Value. How to reinvent capitalism—And unleash a wave of innovation and growth*", pubblicato nel 2011. Considerando che il sistema capitalistico attuale inizia a mostrare dei segnali di cedimento, che il *business* viene percepito come la più grande causa dei problemi sociali, ambientali ed economici e che le imprese vengono viste come se stessero prosperando a spese della comunità, i due autori propongono una nuova soluzione, ovvero il menzionato "principio del valore condiviso". Secondo Porter e Kramer, l'errore maggiore delle aziende risiede nell'essere rimaste intrappolate in un approccio obsoleto alla creazione del valore. Ciò implica che le aziende concepiscono la creazione del valore in modo ristretto, limitandosi ad ottimizzare i risultati finanziari di breve termine, ignorando le esigenze dei clienti o le influenze più vaste e generali che determinano il loro successo nel lungo periodo. Per questi motivi, gli autori sostengono con fermezza che le aziende devono

¹⁵⁹ Per approfondire i modi in cui si può generare il valore condiviso, si veda: Porter, M.E. e Kramer, M.R., 2011, citato da Alsayegh, M. F., Abdul Rahman, R., Homayoun, S. (2020), *op. cit.*, p. 4.

¹⁶⁰ Porter, M.E. e Kramer, M.R., 2011, citato da Taliento, M., et al. (2019), *op. cit.*, p. 3.

¹⁶¹ Tuttavia, nell'articolo del 2011 gli autori specificano che l'idea del valore condiviso è stata inizialmente esplorata in un altro articolo che Michael E. Porter e Mark R. Kramer hanno scritto nel dicembre 2006, ovvero: "*Strategy and Society: The Link Between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility*", pubblicato nell'*Harvard Business Review*.

assumere un ruolo guida nel riavvicinare nuovamente il *business* alla società¹⁶². In questo senso, gli autori riconoscono il fatto che molti *leader* aziendali e politici stanno prendendo consapevolezza dell'esistenza di questi problemi e che stanno emergendo nuovi modelli di business per risolverli, come ad esempio la responsabilità sociale d'impresa. Tuttavia, Porter e Kramer segnalano che manca ancora un quadro generale per guidare il cambiamento e che la logica della responsabilità sociale non è sufficiente, in quanto pone le questioni sociali alla periferia dell'impresa e non nel "*core business*". Conseguentemente, Porter e Kramer presentano il concetto di *Shared Value*, concepito come un nuovo modo per raggiungere il successo economico e che si riferisce al centro (*core*) dell'azienda¹⁶³.

È proprio su questo punto che gli autori evidenziamo le principali differenze tra il concetto di *Shared Value* e quello di Responsabilità Sociale d'Impresa (RSI, o CSR con l'acronimo inglese). Infatti, essi ritengono che la creazione di *Shared Value* (CSV) dovrebbe prevalere sulla CSR, in quanto le attività proprie di quest'ultima si concentrano soprattutto sulla reputazione aziendale e hanno un legame limitato con il business. Per contro, la creazione di valore condiviso (CSV) è parte integrante della redditività e della posizione competitiva di un'azienda, ovvero si riferisce al "*core business*" dell'impresa¹⁶⁴. Il punto nuovo e fondamentale di questo ragionamento è che si passa dall'agire in modo separato dall'attività chiave dell'azienda (agendo come enti di beneficenza o filantropi) ad includere le questioni dell'impatto sociale ed ambientale direttamente nel *core business* aziendale, fermo restando l'obiettivo essenziale di creare valore economico creando valore sociale. Infatti, generare valore condiviso implica comunque generare profitto per gli azionisti¹⁶⁵.

¹⁶² Anche se il focus principale è sulle aziende, i principi del valore condiviso si applicano anche ai governi e alle ONG. Cfr. Porter, M.E., Kramer, M.R. (2011), "*The Big Idea: Creating Shared Value. How to reinvent capitalism—And unleash a wave of innovation and growth*", Harvard Business Review, Vol. 17. Boston, MA, USA: FSG, pp. 3-4 e p. 12.

¹⁶³ Secondo Porter e Kramer, il nuovo approccio fondato sulla creazione di valore condiviso guiderà la prossima ondata di innovazione e crescita della produttività nell'economia globale. Inoltre, rimodellerà il capitalismo ed il suo rapporto con la società. Di seguito, si riporta un passo importante dell'articolo: «[...] *Every firm should look at decisions and opportunities through the lens of shared value. This will lead to new approaches that generate greater innovation and growth for companies—and also greater benefits for society*». Cfr. Porter, M.E., Kramer, M.R. (2011), *op. cit.*, pp. 4-5.

¹⁶⁴ Porter, M.E., Kramer, M.R. (2011), *op. cit.*, p. 16.

¹⁶⁵ Digital4, "*Michael Porter: «Le aziende devono creare valore condiviso: sociale e ambiente al cuore delle strategie»*", Digital4 executive, 30/11/2020, disponibile a: <https://www.digital4.biz/executive/michael-porter-sociale-e-ambiente-devono-entrare-nel-core-business/>.

A tal proposito, Porter e Kramer sostengono che “il Valore Condiviso concentra le aziende sulla giusta tipologia di profitti, ovvero quelli che creano benefici per la società piuttosto che ridurli¹⁶⁶”. In questo modo, il capitalismo potrà evolversi in una forma più sofisticata e caratterizzata da uno scopo sociale. Attenzione però, tale scopo sociale non è legato al concetto di beneficenza o di carità, ma bensì ad una più approfondita comprensione della concorrenza e della creazione di valore economico. Gli autori si mostrano fiduciosi del fatto che la creazione di valore condiviso sia la strada giusta da percorrere per ottenere un cambiamento radicale del contesto socioeconomico. Infatti, fattori come la crescente sensibilità sociale di dipendenti e cittadini, o la sempre maggiore scarsità di risorse naturali, sono la prova concreta di quanto sia necessaria tale transizione¹⁶⁷.

In conclusione, Porter e Kramer precisano che indubbiamente le soluzioni di valore condiviso aziendale non sono in grado di risolvere tutti i problemi che affliggono la società. Nonostante ciò, questo modello offre comunque un significativo e singolare contributo al progresso sociale, con l’auspicio che le aziende possano riconquistarsi il rispetto della società.

1.6 La nascita, il significato e la funzione dei fattori ESG

Dopo aver discusso del concetto di sostenibilità, di sviluppo sostenibile, del nuovo approccio della finanza sostenibile, di investimenti socialmente responsabili (SRI), di responsabilità sociale d’impresa (RSI) e delle teorie accademiche che hanno contribuito ad accrescere l’attenzione verso le questioni ambientali, sociali e di buon governo, è arrivato il momento di entrare nel tema centrale del presente lavoro e, dunque, di approfondire i tre elementi della sostenibilità: i fattori ESG.

Il termine “ESG” è stato ufficialmente concepito nel 2004, con la pubblicazione del celebre rapporto “*Who Cares Wins*” dell’iniziativa *Global Compact* delle Nazioni Unite. Tale rapporto si poneva quale obiettivo quello di raggruppare i tre principali pilastri della

¹⁶⁶ «*Shared value focuses companies on the right kind of profits—profits that create societal benefits rather than diminish them*». Cfr. Porter, M.E., Kramer, M.R. (2011), *op. cit.*, p. 17.

¹⁶⁷ Porter, M.E., Kramer, M.R. (2011), *op. cit.*, p. 17.

finanza etica, i quali comprendono diverse tematiche e presentano un obiettivo di valutazione specifico¹⁶⁸. Il rapporto “*Who Cares Wins*” deriva dalla conferenza che l’allora Segretario Generale delle Nazioni Unite – Kofi Annan (con mandato dal 1997 al 2006) – svolse con oltre cinquanta CEOs delle maggiori istituzioni finanziarie provenienti da tutto il mondo, in linea con il *Global Compact* di pochi anni prima e con il supporto dell’*International Finance Corporation* e del governo svizzero. Dopo questa conferenza, è stato pubblicato il report “*Who Cares Wins: Connecting Financial Markets to a Changing World*” da parte di diciotto istituzioni finanziarie, con lo scopo di “sviluppare linee guida e raccomandazioni su come integrare meglio le questioni ambientali, sociali e di *corporate governance* [ESG] nella gestione degli *asset*, nei servizi di intermediazione di titoli e nelle funzioni di ricerca associate”¹⁶⁹. In breve, si voleva integrare l’ESG nel settore finanziario, ovvero nei mercati dei capitali. Al contempo, i sottoscrittori del rapporto evidenziano l’importante convinzione secondo cui le aziende più attente a queste tematiche possono aumentare il valore per gli azionisti – gestendo adeguatamente i rischi, anticipando gli interventi normativi o l’accesso a nuovi mercati – e, oltretutto, possono contribuire allo sviluppo sostenibile delle società in cui operano. Inoltre, l’interesse verso i fattori ESG può avere un forte impatto sulla reputazione e sul marchio, ovvero sulle parti fondamentali del valore aziendale. Quindi, attraverso questo rapporto, si mira a rendere maggiormente consapevoli tutti gli attori dei mercati finanziari della necessità di avviare una discussione più ampia su questi temi, favorendo una migliore comprensione reciproca, una collaborazione attiva ed un dialogo costruttivo¹⁷⁰.

In sostanza, tramite le significative raccomandazioni¹⁷¹ sulle tematiche ESG contenute nel rapporto, le istituzioni sostenitrici si impegnano per raggiungere i seguenti macro-

¹⁶⁸ Billio, M., Costola, M., Hristova, I., Latino, C., Pelizzon, L. (2021), “*Inside the ESG ratings: (Dis)agreement and performance*”, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, Vol. 28, No. 5, p. 1427.

¹⁶⁹ UN (2004), “*Who cares wins: Connecting financial markets to a changing world*”. Tech. rep., United Nations Global Compact, p. i.

¹⁷⁰ UN (2004), *op. cit.*, pp. i-ii.

¹⁷¹ Di seguito, una sintesi delle raccomandazioni contenute nel Report, in lingua originale: “**Analysts** are asked to better incorporate environmental, social and governance (ESG) factors in their research where appropriate and to further develop the necessary investment know-how, models and tools in a creative and thoughtful way. [...] **Financial institutions** should commit to integrating environmental, social and governance factors in a more systematic way in research and investment processes. [...] **Companies** are asked to take a leadership role by implementing environmental, social and corporate governance principles and policies and to provide information and reports on related performance. [...] **Investors** are urged to explicitly request and reward research that includes environmental, social and governance aspects and to reward well-managed companies. Asset managers are asked to integrate research on such aspects in investment decisions. [...] **Pension fund trustees** and their **selection consultants** are encouraged to consider environmental, social and governance issues in the formulation of investment mandates and the selection of investment managers.

obiettivi: “1) mercati finanziari più forti e resistenti; 2) contributo allo sviluppo sostenibile; 3) consapevolezza e comprensione reciproca delle parti interessate; 4) miglioramento della fiducia nelle istituzioni finanziarie” (UN, 2004).

La diffusione e la nascita della nozione di ESG si basa sul filone degli investimenti sostenibili e responsabili (SRI, acronimo di *Sustainable and Responsible Investment*), che esistono da molto più tempo. Tuttavia, a differenza degli SRI, che si basano su criteri etici e morali e utilizzano per lo più *screen* negativi (come il divieto di investire in aziende che operano nel settore dell'alcol, del tabacco o delle armi da fuoco), gli investimenti ESG si fondano sul presupposto che i fattori ESG abbiano una rilevanza finanziaria. Infatti, i fattori ESG comprendono un esteso spettro di questioni che tradizionalmente non sono oggetto dell'analisi finanziaria, ma che possono avere una notevole rilevanza finanziaria. Come si vedrà meglio successivamente, questo può includere questioni quali, ad esempio: il modo in cui le aziende reagiscono ai cambiamenti climatici, quanto sono virtuose nella gestione dell'acqua, quanto si impegnano nella salute e nella sicurezza dei dipendenti e nella protezione dagli incidenti, o come trattano i loro fornitori¹⁷². Per inciso, nello stesso periodo del rapporto “*Who Cares Wins*”, l'UNEP *Finance Initiative* (UNEP FI) ha pubblicato il cosiddetto “Rapporto *Freshfield*”¹⁷³, il quale ha dato prova che le questioni ESG sono rilevanti per la valutazione finanziaria¹⁷⁴. Infatti, negli anni a seguire sono stati numerosi gli studi accademici che hanno dimostrato che una buona *performance* di sostenibilità aziendale è associata a buoni risultati finanziari. Ad esempio, si citano lavori di George Serafeim, Bob Eccles e Ioannis Ioannou, che verranno trattati nel proseguo del presente lavoro¹⁷⁵.

[...] **Governments and multilateral agencies** are asked to proactively consider the investment of their pension funds according to the principles of sustainable development. [...] **Consultants and financial advisers** should help create a greater and more stable demand for research in this area. [...] **Regulators** are invited to shape legal frameworks in a predictable and transparent way as this will support integration in financial analysis. [...] **Stock exchanges** are invited to include environmental, social and governance criteria in listing particulars for companies. [...] Similarly, other self-regulatory organizations, [...] accounting standard-setting bodies, public accounting entities, and rating agencies and index providers should all establish consistent standards and frameworks in relation to environmental, social and governance factors”. Cfr. UN (2004), *op. cit.*, pp. ii-iv.

¹⁷² Kell, G., “*The Remarkable Rise Of ESG*”, Forbes, 11/07/2008.

¹⁷³ UNEP FI (2005), “*A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment*”. Produced for the Asset Management Working Group of the UNEP Finance Initiative”, Freshfields Bruckhaus Deringer, October 2005.

¹⁷⁴ I due rapporti sopramenzionati (UN, 2004 e UNEP FI, 2005) sono considerati il fondamento per il lancio dei Principi per l'Investimento Responsabile (PRI) presso la Borsa di New York nel 2006 e della *Sustainable Stock Exchange Initiative* (SSEI) l'anno successivo. Cfr. Kell, G., *op. cit.*, 11/07/2008.

¹⁷⁵ Kell, G., *op. cit.*, 11/07/2018.

Attualmente, infatti, uno dei principali filoni della letteratura accademica è rappresentato dallo studio della rilevanza dell'ESG sulla *performance* finanziaria e sulla redditività delle imprese. Sia considerando i Paesi industrializzati che le economie emergenti, la maggior parte degli studi è d'accordo nel ritenere che gli impegni e la divulgazione (*disclosure*) in ambito ESG generano degli impatti positivi sulla *performance* finanziaria delle imprese¹⁷⁶. Tutto ciò ha naturalmente contribuito ad accrescere la consapevolezza sull'importanza delle informazioni ESG per la valutazione dei rischi, delle strategie e delle prestazioni operative aziendali.

Veniamo ora al significato della sigla "ESG". Innanzitutto, tale acronimo si riferisce a tre distinte parole, ciascuna delle quali contempla tre universi diversi di sensibilità sociale: "E" per *Environmental* (ambiente); "S" per *Social* (sociale); "G" per *Governance* (governo societario). Tale acronimo è oggi considerato uno standard per definire un orientamento sostenibile agli investimenti. In sostanza, la sigla ESG indica il paradigma in base al quale si rende necessario valutare gli investimenti in base a criteri ambientali, sociali e di buon governo d'impresa¹⁷⁷. Tuttavia, il concetto di ESG non ha una definizione univoca e viene utilizzato in diversi contesti. Tipicamente, viene impiegato nelle procedure aziendali per identificare un insieme di elementi rilevanti – di natura ambientale, sociale e di *governance* – che permettono di misurare la sostenibilità a lungo termine degli investimenti, integrandoli con i tradizionali parametri economico-finanziari¹⁷⁸. Dall'altro lato, ignorare i fattori ESG comporta il pericolo di trascurare una serie di opportunità e rischi per l'azienda e per i suoi *stakeholder*, che lo stesso ESG è invece in grado di intercettare adeguatamente. In sostanza, la dimensione ESG, se gestita in modo innovativo e responsabile, aspira a diventare un *asset* imprescindibile dell'impresa moderna. Infatti, le responsabilità ambientali, sociali e di *governance* operano come un insieme di capacità dinamiche che costituiscono un nuovo fattore competitivo delle imprese¹⁷⁹.

Sempre per quanto concerne il significato del concetto di ESG, è bene evidenziare che la comunità accademica utilizza i termini CSR (responsabilità sociale d'impresa), ESG e ESGEE (sostenibilità economica, di *governance*, sociale, etica e ambientale) in modo intercambiabile, in quanto – come constatato da Basen, A., et al. (2008) – il concetto di ESG

¹⁷⁶ Billio, M., et al. (2021), *op. cit.*, p. 1427.

¹⁷⁷ Silano, S., "Cosa significa ESG", Morningstar, 21/03/2016.

¹⁷⁸ Taliento, M., et al. (2019), *op. cit.*, p. 3.

¹⁷⁹ Taliento, M., et al. (2019), *op. cit.*, pp. 20-21.

non possiede una definizione univoca. Ad ogni modo, uno dei quadri di riferimento maggiormente citati per la definizione dei fattori ESG è quello dei Principi per l'investimento responsabile delle Nazioni Unite (UN PRI, *Principles for Responsible Investment*)¹⁸⁰, il quale è stato utilizzato come riferimento in molte relazioni, tra cui le direttive e i regolamenti del Parlamento europeo e della Commissione europea. Infatti, i PRI delle Nazioni Unite forniscono indicazioni sulla definizione dei tre ambiti dei fattori ESG e sulle questioni da includere in ciascuno di essi, incoraggiando le istituzioni finanziarie a integrare tali fattori nei propri processi decisionali¹⁸¹. In tali Principi, i fattori ambientali, sociali e di *governance* si riferiscono a tre campi diversi, anche se correlati, appartenenti all'ambito della "consapevolezza sociale"¹⁸².

In altre parole, i fattori ESG rappresentano i tre elementi della sostenibilità (ambientale, sociale ed economica), che, grazie ad essi, vengono introdotti nell'ambito finanziario. Ad oggi, l'acronimo ESG inizia ad essere sempre più familiare anche al di fuori del mondo strettamente finanziario, interessando sempre più categorie di individui della società in generale. Le tre dimensioni incluse nell'acronimo ESG (*environmental, social e governance*) svolgono una cruciale funzione nel verificare, misurare, monitorare e appoggiare l'impegno nei riguardi della sostenibilità di un'impresa o di un'organizzazione, considerando principalmente l'acquisto di prodotti o le scelte di investimento. In sostanza, i criteri ESG sono utilizzati per misurare e monitorare le *performance* delle imprese in relazione al loro impatto ambientale, sociale e alla qualità delle pratiche di gestione interna. Più specificatamente, l'ESG si riferisce ad una serie di standard e criteri di misurazione delle attività ambientali, sociali e di buon governo di una organizzazione. Nel concreto, tali criteri rappresentano degli standard operativi su cui devono basarsi le attività e i processi di un'azienda, al fine di conseguire determinati obiettivi di sostenibilità: ambientale, sociale e di *governance*. La loro fondamentale

¹⁸⁰ I PRI (*Principles for Responsible Investment*) delle Nazioni Unite rappresentano uno strumento internazionale promosso dall'Iniziativa per la Finanza delle Nazioni Unite (UNEP FI) e dal Global Compact. Questi sei principi delle Nazioni Unite sono stati istituiti nel 2006 per incoraggiare le istituzioni finanziarie ad integrare i fattori ESG nel processo decisionale. In sostanza, rappresentano sei impegni ad adesione libera e volontaria degli investitori istituzionali. L'iniziativa si propone di impegnare gli aderenti ad integrare le questioni ESG nelle proprie politiche e decisioni di investimento, promuovendo i valori dello sviluppo sostenibile e di una gestione d'impresa responsabile. Gli ultimi dati disponibili (luglio 2022) evidenziano che i Principi sono stati sottoscritti da 5179 firmatari, che rappresentano 121 miliardi di dollari di AUM. Cfr. UNPRI, *About the PRI*, <https://www.unpri.org/about-us/about-the-pri>.

¹⁸¹ Alsayegh, M.F., et al. (2020), *op. cit.*, p. 3.

¹⁸² Taliento, M., et. al. (2019), *op. cit.*, p. 3.

importanza deriva dal fatto che gli investitori impiegano tali criteri per valutare e, successivamente, decidere le proprie scelte di investimento¹⁸³. Inoltre, il grande beneficio dei fattori ESG è che permettono di misurare le prestazioni ambientali, sociali e di *governance* in modo preciso e attraverso parametri standardizzati e riconosciuti, ovvero garantendo l'oggettività della valutazione ed il confronto dei risultati ottenuti¹⁸⁴.

Per riepilogare, i criteri ESG vengono impiegati nel mondo finanziario per la valutazione delle performance ambientali, sociali e di *governance* delle imprese e per la valutazione della sostenibilità degli investimenti. Inoltre, come sottolineato da Aguinis (2011), l'ESG può essere considerato come l'evoluzione del concetto di CSR (*corporate social responsibility*), in ragione del fatto che specifica tre tipologie fondamentali di relazioni tra gli *stakeholder* e l'impresa, ovvero quelle ambientali, sociali e di *governance*. In tal senso, sono molti gli studiosi che affermano che l'ESG può essere pensato come la moderna "idea" di responsabilità sociale¹⁸⁵.

Lo sviluppo e la sempre maggiore diffusione degli investimenti guidati dai criteri ESG possono essere visti anche come un segnale di come i mercati e la società in generale stiano attraversando un periodo di transizione *green*, in cui anche i concetti di valutazione si stanno adattando a tale cambiamento. Attraverso l'attenzione ai fattori ESG, le aziende abbandonano i modelli tipici dell'era industriale, in cui l'inquinamento non era un aspetto allarmante, la manodopera era considerata solo come un fattore di un costo e la strategia dominante era orientata ai massimi profitti nel più breve tempo possibile. Per contro, il nuovo panorama aziendale promuove prodotti e servizi più intelligenti, sani e rispettosi dell'ambiente. Dal lato degli investitori, i dati ESG sono fondamentali per poter riconoscere le imprese più virtuose e sicure nel lungo termine, evitando quelle che rischiano di sottoperformare o fallire. Grazie agli investimenti ESG, gli individui possono esprimere i propri valori e vedere i propri risparmi ed investimenti riflessi direttamente nelle loro preferenze. Per i responsabili politici e per i governi l'impegno in ambito ESG

¹⁸³ ESG360, "ESG: tutto quello che c'è da sapere per orientarsi su Environmental, Social, Governance", Network Digital 360, 30/01/2021, disponibile a: <https://www.esg360.it/environmental/esg-tutto-quello-che-ce-da-sapere-per-orientarsi-su-environmental-social-governance/>.

¹⁸⁴ ESG360, *op. cit.*, 30/01/2021.

¹⁸⁵ Le fonti bibliografiche di riferimento sono: Hassel & Semenova (2013), Barnett (2007), Carroll (1991), Clarkson (1995), Donaldson & Preston (1995), Wood (1991), citati da La Torre, M., Leo, S., Panetta, I.C. (2021), *op. cit.*, p. 1621.

rappresenta la possibilità di uno sviluppo guidato dal mercato che il 'bene comune' non vada a perdersi nella corsa al profitto a breve termine¹⁸⁶.

A partire dall'introduzione del concetto di ESG nel 2004, queste tematiche si sono diffuse in modo crescente in tutto il mondo e questa tendenza sembra essere in continuo aumento. Se in Europa l'attenzione ai criteri ESG è da anni all'ordine del giorno, ora sta assumendo un ruolo sempre maggiore anche in Asia. Per fare un esempio, in Cina nel 2009 l'80% delle aziende ha pubblicato rapporti ESG, rispetto ad appena il 4% nel 2005. Inoltre, un'indagine di Klynveld Peat Marwick Goerdeler (KPMG, *Survey of Corporate Sustainability Reporting*, 2017) ha affermato che molti dei Paesi con i più alti livelli di *report* sulla responsabilità d'impresa – in cui la divulgazione e l'informativa ESG sono considerate parti integranti – si collocano nella regione dell'Asia Pacifica (Asia e Oceania). La stessa indagine ha indicato anche che il tasso complessivo di rendicontazione della responsabilità sociale nell'area dell'Asia Pacifica rappresenta il 78% rispetto al tasso di *reporting* mondiale (rispetto al 52% del Medio Oriente e dell'Africa). Inoltre, si rivela anche il fatto che è aumentato il numero di investitori asiatici che incorporano i fattori ESG nelle loro analisi e scelte di investimento, anche in ragione del fatto che ciò può attrarre investitori stranieri e quindi aumentare i rendimenti. In linea generale, quello che si può notare è l'attuale crescente consapevolezza da parte dell'opinione pubblica e delle aziende circa le tematiche ambientali, sociali e di buon governo. Dal 2004 ad oggi è significativamente aumentato il numero di imprese che adottano strategie di sostenibilità e divulgano le loro informazioni ESG a livello globale. Infatti, a questa pratica possono accompagnarsi delle grandi opportunità per le aziende, come l'ottenimento di un vantaggio competitivo, di una maggiore efficienza operativa, di una più elevata reputazione, la riduzione degli sprechi, migliorando il valore condiviso e le *performance* di sostenibilità aziendale¹⁸⁷. Quindi, gli investimenti fondati sui criteri ESG limitano l'esposizione ad una vasta serie di rischi e aumentano la resilienza dei portafogli.

Inoltre, è dimostrato che i criteri ESG stanno piacendo sempre di più agli investitori, non solo per i benefici concreti in termini di *performance*, ma anche per quelli di tipo reputazionale. Quindi, il mondo della finanza li sta utilizzando nelle proprie scelte di investimento in maniera sempre più consistente. Tuttavia, ognuna delle tre dimensioni

¹⁸⁶ Kell, G., *op. cit.*, 11/07/2018.

¹⁸⁷ Alsayegh, M.F., et al. (2020), *op. cit.*, p. 3.

della sostenibilità possiede un proprio percorso evolutivo. Recentemente, la ricerca “*Sustainability goes Mainstream*” eseguita da BlackRock nel 2020 rivela che, tra i tre criteri (ambiente, sociale e governance), la dimensione ambientale è quella prevalente. Infatti, i 425 investitori interessati dalla ricerca (attivi in 27 Paesi e rappresentanti di 25 trilioni di dollari) evidenziano che tale prevalenza del criterio “E (*environmental*)” crescerà nei 3-5 anni successivi dall’88% all’89%. Nello stesso periodo di tempo, si prevede che il criterio sociale crescerà dal 52% al 58%. Infine, per quanto riguarda il criterio della governance, si stima che questo subirà un calo di attenzione dal 60% al 53%¹⁸⁸.

Passiamo ora, nel proseguo di questo paragrafo, alla trattazione dei singoli criteri ESG.

1.6.1 Il contributo della dimensione E (*Environmental*)

I criteri che attengono alla lettera “E” di “*Environmental*” della sigla ESG sono quelli ambientali e misurano l’impegno di un’azienda nei confronti dell’ambiente, nonché gli impatti che la stessa genera sull’ambiente in cui opera. In altre parole, il pilastro ambientale si concentra su questioni quali, ad esempio: il cambiamento climatico, le emissioni di CO₂, la deforestazione, l’inquinamento dell’aria e dell’acqua, lo sfruttamento del suolo e la perdita di biodiversità. Quindi, in pratica, questo criterio valuta gli impegni di un’azienda o di un’organizzazione relativamente all’efficienza energetica, alle emissioni di gas serra, allo smaltimento dei rifiuti, all’utilizzo dell’acqua e alla gestione delle risorse¹⁸⁹. In sostanza, il criterio *Environmental* misura i rischi e le opportunità per le aziende dovuti agli aspetti ambientali appena menzionati.

Probabilmente, il criterio ambientale è quello che attira la maggiore attenzione, in quanto i gravi problemi a cui oggi l’ambiente è sottoposto sono sotto gli occhi di tutti. Purtroppo, se ci si ferma a riflettere solo un istante, ogni giorno ognuno di noi è testimone di almeno una conseguenza (secondo una visione ottimista) dei problemi ambientali che affliggono il nostro Pianeta. Inoltre, il fattore ambientale è quello su cui anche i media pongono

¹⁸⁸ ESG360, *op. cit.*, 31/01/2021.

¹⁸⁹ La letteratura si è concentrata molto sulla qualità della relazione tra *performance* ambientale e finanziaria. Ad esempio, Derwall et al. (2004) hanno riscontrato che le imprese più eco-compatibili beneficiano di rendimenti azionari più elevati rispetto alle proprie controparti meno eco-compatibili. Manrique and Martí-Ballester (2017) hanno ottenuto le stesse conclusioni analizzando un campione di 2982 grandi imprese di Paesi sviluppati e Paesi in via di sviluppo. Cfr. Billio, M., et al. (2021), *op. cit.*, p. 1427.

maggior attenzione. Si pensi, ad esempio, ai movimenti di protesta per la tutela dell'ambiente come il "Fridays for Future", fondato nel 2018 da Greta Thunberg.

L'European Banking Authority (EBA, 2020)¹⁹⁰ definisce i rischi di tipo ambientale come i rischi finanziari derivanti dalle esposizioni degli istituti di credito nei confronti di controparti che possono potenzialmente contribuire o essere influenzate dal cambiamento climatico o da altre forme di degrado ambientale (inquinamento atmosferico, idrico, scarsità di acqua dolce, contaminazione dei terreni, perdita di biodiversità, deforestazione). Similmente, i rischi legati al clima sono i rischi finanziari che derivano dall'esposizione delle banche a controparti che possono potenzialmente contribuire ai cambiamenti climatici o subirli¹⁹¹. Inoltre, l'EBA (2020) afferma che esiste una connessione e, in qualche misura, una sovrapposizione tra i rischi climatici e quelli ambientali e che i secondi includono i primi. Infatti, il cambiamento climatico porta anche al degrado ambientale, ma non tutto il degrado ambientale è il risultato dei cambiamenti climatici¹⁹².

È interessante notare che i rischi ambientali possono concretizzarsi attraverso tre principali canali di trasmissione, ovvero "physical, transition and liability transmission channels" (EBA, 2020)¹⁹³:

- i canali di trasmissione fisici/rischi fisici riguardano gli effetti fisici dei cambiamenti climatici o dei fattori ambientali, che si dividono in: a) "effetti fisici acuti", ovvero quelli che derivano da eventi particolari, come gli eventi meteorologici estremi (tempeste, inondazioni, incendi), oppure ondate di calore che possono danneggiare gli impianti produttivi e interrompere le catene del valore; b) "effetti fisici cronici", ovvero quelli derivanti da tendenze a più lungo termine (variazione delle temperature, innalzamento del livello del mare, riduzione della disponibilità di acqua, perdita di biodiversità e così via);

¹⁹⁰ EBA (ottobre 2020), *Discussion paper on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms*, pp. 1-154, disponibile a: <https://www.eba.europa.eu/calendar/discussion-paper-management-and-supervision-esg-risks-credit-institutions-and-investment>.

¹⁹¹ Ad esempio, si pensi ai danni per le imprese o per i cittadini generati da eventi meteorologici estremi o al probabile declino del valore degli asset di un'azienda che opera in settori ad alta intensità di carbonio. Cfr. EBA (ottobre 2020), *op. cit.*, p. 30.

¹⁹² Il degrado ambientale può derivare anche da altri fattori. Ad esempio, l'aumento della popolazione e del reddito comporta necessariamente una maggiore domanda di acqua. È evidente che questo fattore porterà gran parte del mondo e dei suoi abitanti a subire uno stress idrico. Cfr. EBA (ottobre 2020), *op. cit.*, p. 30.

¹⁹³ Per approfondire i tre diversi tipi di rischio, si veda: EBA (ottobre 2020), *op. cit.*, pp. 31-33, 35-37, 46-47.

- i canali di trasmissione di transizione/rischi di transizione riguardano la transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio, resiliente al clima o sostenibile dal punto di vista ambientale. Nascono dalle politiche governative, dai cambiamenti tecnologici e dalle aspettative degli *stakeholder*, che costringono le imprese o le industrie a cambiare modello di business, con conseguenti perdite di valore degli asset, maggiori costi di gestione e minori margini di guadagno;
- i canali di trasmissione delle passività/rischi di passività sono i rischi derivanti dall'esposizione delle banche a controparti che possono essere potenzialmente ritenute responsabili dell'impatto negativo delle loro attività sull'ambiente, sulla società e sui loro fattori di governance. In sostanza, tale rischio indica i rischi derivanti da persone o imprese che chiedono un risarcimento per le perdite subite a causa dei fattori ESG.

Quindi, i rischi fisici e di transizione hanno un impatto diretto nel valore delle attività materiali e immateriali, che si riducono. Per di più, conducono anche a registrare costi più elevati e ricavi più bassi. È evidente che queste dinamiche giocano un ruolo fondamentale nella valutazione della stabilità finanziaria di un'impresa e, quindi, sulla sua affidabilità creditizia¹⁹⁴.

Considerando che questo lavoro di tesi si focalizza sull'impatto dei fattori ESG sul credito bancario e, quindi, tratta della relazione tra banca e impresa, nel proseguire saranno questi gli ambiti che verranno approfonditi in maniera maggiore. In questo senso, dal lato degli istituti finanziari, questi sono diventati sempre più attenti ai rischi fisici e di transizione correlati al cambiamento climatico a cui sono esposti i loro portafogli. Inoltre, numerosi studi evidenziano che le perdite connesse al cambiamento climatico potrebbero essere molto ingenti:

- considerando i grandi gruppi bancari quotati dell'eurozona, Battiston, et al. (2017) stimano che il rischio climatico potrebbe generare perdite totali per circa il 30% del capitale delle banche;

¹⁹⁴ AIFIRM (giugno 2021), "*L'integrazione dei fattori ESG nella valutazione del rischio di credito*", Position Paper n. 29, Associazione Italiana Financial Industry Risk Managers, DOI 10.47473/2016ppa00029, ISBN 979-12-80245-07-6, p. 20.

- la Commissione Europea (8 marzo 2018, *Action plan: financing sustainable growth*) avvisa che almeno la metà degli attivi delle banche della zona Euro sono soggetti ai rischi collegati ai cambiamenti climatici;
- guardando all'incidenza del cambiamento climatico sulle attività finanziarie a livello globale, Dietz et al. (2016) indicano che il valore a rischio di tali attività è pari a 2,5 trilioni di dollari, secondo lo scenario di un sostanziale aumento medio della temperatura globale a fine secolo¹⁹⁵.

In riferimento alla *performance* ambientale delle imprese e all'accesso al credito, una ricerca di Capasso et al. (2020) – che ha studiato la relazione tra l'entità di emissioni di CO₂ e la 'distanza dal *default*' di 458 imprese tra il 2007 e il 2017 – riportano che il rischio di fallimento maggiore è associato alle imprese con un livello più alto di emissioni di CO₂ per unità di prodotto¹⁹⁶.

Infine, sempre per quanto riguarda la relazione tra il solo fattore ambientale ed il costo del debito, alcuni autori l'hanno esaminata utilizzando dati relativi ai *green bond*¹⁹⁷. Ad esempio, Gianfrate e Peri (2019) osservano che i green bond possiedono spread inferiori rispetto ad uguali obbligazioni tradizionali, studiando un campione di obbligazioni di imprese europee emesse tra il 2013 e il 2017. Ciò potrebbe indicare che i progetti sostenibili sottesi ai green bond vengano avvertiti come meno rischiosi da parte degli investitori. Un altro studio interessante è quello di Eichholtz et al. (2019), i quali hanno indagato la stessa relazione, ma su un campione di società di investimento immobiliare. I risultati evidenziano che i mutui commerciali garantiti da immobili aventi un certificato

¹⁹⁵ AIFIRM (giugno 2021), *op. cit.*, p. 22.

¹⁹⁶ La spiegazione di questo risultato si riferisce al fatto che: «[...] le imprese maggiormente *carbon-intensive* dovranno sottostare a politiche di mitigazione sempre più stringenti e, di conseguenza, dovranno incrementare gli investimenti dedicati all'abbattimento delle emissioni. Quelle più esposte al rischio fisico dovranno far fronte a maggiori esborsi monetari connessi, ad esempio, alla riparazione di impianti danneggiati oppure, in agricoltura, a perdite dovute alla distruzione dei raccolti. Gli investitori, considerando la maggiore volatilità dei flussi di cassa di tali imprese, richiederanno conseguentemente rendimenti superiori e/o maggiori garanzie». Cfr. AIFIRM (giugno 2021), *op. cit.*, p. 23.

¹⁹⁷ I *green bond* (o obbligazioni verdi) sono strumenti finanziari, obbligazioni, la cui emissione è correlata a progetti che hanno un impatto positivo per l'ambiente, come, ad esempio: l'efficienza energetica, la produzione di energia da fonti pulite, l'uso sostenibile del suolo, il controllo e la prevenzione dell'inquinamento, il trattamento dell'acqua e dei rifiuti, e così via. Tali strumenti permettono di finanziare diversi progetti con caratteristiche di sostenibilità ambientale. Fonte: Borsa Italiana, "Cosa sono i Green Bond", disponibile a <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/green-bond-definizione.htm>.

di natura ambientale hanno tassi di interesse mediamente inferiori in relazione a quelli con immobili non certificati¹⁹⁸.

Da questa breve analisi risulta evidente il fatto che il fattore ambientale ricopre un ruolo fondamentale e di predominanza nell'analisi dell'impegno alla sostenibilità di imprese ed organizzazioni. In sostanza, l'adozione di un comportamento e di una politica non attenta agli impatti ambientali può produrre gravi difficoltà ad un'impresa, generando delle ripercussioni negative anche dal lato dei finanziamenti bancari.

1.6.2 Il contributo della dimensione S (*Social*)

I criteri associati alla lettera "S" di "*Social*" nella sigla ESG si riferiscono all'ambito sociale, ovvero all'impatto sociale dell'impresa, e misurano la sua relazione con aspetti quali, ad esempio: il territorio, le persone, i dipendenti, i fornitori, i clienti e le comunità con cui questa opera o si relaziona¹⁹⁹. In sostanza, questo universo di sensibilità sociale include: le politiche di genere, la tutela dei diritti umani, gli standard lavorativi, la sicurezza dei prodotti, le politiche in materia di salute e sicurezza per la protezione dagli incidenti, i rapporti con le comunità civili, la salute pubblica e la distribuzione del reddito²⁰⁰. Tutti questi elementi vanno ad influire sulla soddisfazione dei dipendenti. Quindi, il fattore sociale riguarda essenzialmente il rapporto dell'impresa o della società con i suoi dipendenti, ma anche le relazioni che intrattiene con i soggetti esterni (comunità, sindacati, clienti, fornitori). Anche questi temi, come quelli ambientali, possono rappresentare sia rischi che opportunità e la loro misurazione è fondamentale per la valutazione delle aziende.

I rischi sociali sono più difficili da identificare, rispetto a quelli ambientali. I rischi sociali sono definiti dall'EBA (2020) come rischi posti dalle esposizioni di una banca verso controparti che possono essere influenzate in maniera negativa dai fattori sociali²⁰¹. Conseguentemente, i fattori sociali sono aspetti correlati ai diritti, al benessere e agli

¹⁹⁸ Per altro, lo stesso studio indica anche che le società di investimento immobiliare che hanno in portafoglio una quota maggiore di immobili aventi delle certificazioni ambientali ottengono spread inferiori sulle obbligazioni, specialmente sul mercato secondario. Cfr. AIFIRM (giugno 2021), *op. cit.*, p. 24.

¹⁹⁹ ESG360, *op. cit.*, 31/01/2021.

²⁰⁰ Silano, S., *op. cit.*, Morningstar, 21/03/2016.

²⁰¹ EBA (ottobre 2020), *op. cit.*, p. 39.

interessi degli individui e delle comunità che possono avere un effetto sulle attività delle controparti delle banche. Oggigiorno, tali tematiche costituiscono oggetto di crescente considerazione nelle strategie aziendali e nelle attività operative delle imprese, delle banche e delle loro controparti²⁰².

Il fattore sociale è stato oggetto di numerosi studi accademici, i quali hanno presentato notevoli risultati empirici circa la relazione tra i fattori sociali ed il capitale di debito. Nello specifico, la maggior parte degli studi fa riferimento alla responsabilità sociale delle imprese. In questo senso, lo studio di Goss e Roberts (2011), che utilizza un campione di 3996 prestiti ad imprese statunitensi, segnala che le imprese con problemi di responsabilità sociale sostengono un costo per il denaro più elevato (tra i 7 e i 18 punti base in più) rispetto alle imprese più responsabili socialmente²⁰³. Questo risultato è coerente con un altro significativo lavoro di Cooper e Uzun (2015) su un ampio campione di aziende statunitensi appartenenti a vari settori nel periodo dal 2006 al 2013. I due autori documentano che le imprese con una forte CSR hanno un costo del finanziamento del debito inferiore. Questo risultato è valido in tutti i settori, anche se è particolarmente pronunciato nel settore manifatturiero e in quello finanziario. Inoltre, analizzando l'impatto della proprietà manageriale sulla reazione CSR/costo del debito, i due autori segnalano che, per ridurre il costo del finanziamento del debito, sarebbe vantaggioso per le imprese rafforzare l'impegno nelle attività di CSR. Invece, i vantaggi offerti da una forte CSR sul costo del debito vengono indeboliti nelle imprese in cui i manager detengono una quota rilevante della proprietà²⁰⁴.

Il fattore sociale è stato analizzato dalla letteratura anche attraverso un altro importante filone di studi, che è quello dell'effetto della CSR sui rating di credito delle imprese. A tal proposito, Attig et al. (2013) scoprono che le agenzie di rating tendono ad assegnare rating relativamente alti alle imprese che presentano buone *performance* sociali. I loro risultati mostrano che le *performance* di responsabilità sociale delle imprese trasmettono importanti informazioni non finanziarie, le quali vengono utilizzate dalle agenzie di rating

²⁰² AIFIRM (giugno 2021), *op. cit.*, p. 20.

²⁰³ Lo stesso studio evidenzia che i mutuatari (le imprese) con profili di rischio più alti che si impegnano in spese discrezionali per la CSR si trovano ad affrontare spread più elevati e scadenze più brevi. Di contro, gli istituti di credito sono indifferenti agli investimenti in CSR dei mutuatari di maggiore qualità creditizia. Fonte: Goss, A., Roberts, G.S. (2010), "The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans", *Journal of banking & finance*, Vol. 35 (7), pp. 1794-1810.

²⁰⁴ Cooper, E.W., Uzun, H. (2015), "Corporate Social Responsibility and the Cost of Debt", *Journal of Accounting & Finance*, Vol. 15(8), pp. 2158-3625.

nella valutazione del merito di credito delle imprese. Inoltre, questo lavoro dà evidenza del fatto che gli investimenti in CSR possono portare a minori costi di finanziamento, derivanti da un più alto rating di credito²⁰⁵. Sempre per quanto riguarda l'impatto della CSR sui rating del credito, Dorfleitner et al. (2020) riscontrano dei risultati differenti a seconda che si stia considerando il Nord America, l'Europa o l'Asia. Più precisamente, le differenze sono relative all'entità dell'impatto, mentre l'effetto di attenuazione del rischio si osserva per tutte le variabili della CSR. In questo senso, gli autori spiegano che nelle imprese del Nord America e dell'Europa i fattori sociali hanno un'incidenza maggiore sui rating del credito. Viceversa, l'impatto è più lieve per le imprese asiatiche²⁰⁶.

Un altro studio interessante è quello di Fatemi et al. (2015), i quali dimostrano che, in determinate condizioni, le spese sostenute in materia di CSR creano valore per l'impresa. In questo senso, affermano che la CSR ripaga sotto forma di creazione di valore²⁰⁷. In via generale, molte ricerche suggeriscono che la CSR, grazie alla sua capacità di costruire una forte immagine e reputazione aziendale, migliora efficacemente la *performance* di un'impresa. Il lavoro di Sun et al. (2014) esamina empiricamente la relazione tra la CSR ed un importante indicatore finanziario dell'impresa: il rischio di *default*. I risultati ottenuti confermano che la CSR possiede un forte effetto sulla riduzione del rischio di insolvenza di un'impresa. Secondo gli autori, l'impiego di attività socialmente utili, pur comportando dei costi, produce guadagni complessivi grazie a un costo del debito più basso e a un rating di credito più elevato²⁰⁸. Infatti, questo è in linea con quello che affermano Porter e Kramer (2002, p. 5), ovvero che “nel lungo periodo... gli obiettivi sociali e gli obiettivi economici non sono intrinsecamente in conflitto, ma sono strettamente connessi...”. In altre parole, se le attività economiche guidano i cambiamenti sociali, un impegno di responsabilità sociale da parte di un'azienda spesso produce guadagni economici. È questa la celebre logica del “fare bene facendo del bene” (“*doing well by doing good*”), che nel lavoro di Sun et al. (2014) viene illustrata nell'ambito del rischio di insolvenza delle imprese²⁰⁹.

²⁰⁵ Attig, N., El Ghouli, S., Guedhami, O., Suh, J. (2013), “*Corporate Social Responsibility and Credit Ratings*”, *Journal of Business Ethics*, Vol. 117 (4), pp. 679–694.

²⁰⁶ AIFIRM (giugno 2021), *op. cit.*, p. 26.

²⁰⁷ Per approfondire, si veda: Fatemi, M.A., Fooladi, I.J., Tehranian, H. (2015), “*Valuation effects of corporate social responsibility*”, *Journal of Banking & Finance*, Elsevier, Vol. 59, pp. 182-192.

²⁰⁸ Sun, W., Cui, K. (2014), “*Linking corporate social responsibility to firm default risk*”, *European Management Journal*, Vol. 32, Issue 2, pp. 275-287.

²⁰⁹ Porter e Kramer (2002), citato da Sun, W., Cui, K. (2014), *op. cit.*, p. 282.

Dunque, gli studi discussi indicano che potenziare il coinvolgimento, l'impegno e la divulgazione del fattore sociale è vantaggioso per le imprese, in quanto esso genera benefici in termini di accesso al credito e di riduzione del costo del capitale di debito.

1.6.3 Il contributo della dimensione G (*Governance*)

L'ultimo criterio è quello a cui si riferisce la "G" di "*Governance*" della sigla ESG, il quale riguarda l'ambito della gestione aziendale ispirata a pratiche giuste e a principi etici. Il criterio della *governance* è legato ad aspetti quali, ad esempio: l'indipendenza e la composizione del consiglio di amministrazione, il rispetto dei diritti degli azionisti, le politiche di remunerazione dei dirigenti, le procedure di controllo, le pratiche anticoncorrenziali, la trasparenza delle decisioni e delle scelte aziendali, il rispetto delle minoranze e della legge²¹⁰. In sostanza, il terzo universo della sigla ESG si riferisce alle pratiche di governo societarie, le quali possono avere un significativo impatto sulle imprese.

Come per i fattori sociali, il riconoscimento dell'impatto dei fattori e dei rischi di *governance* non è concettualmente semplice. Secondo l'EBA (2020)²¹¹, i rischi di *governance* derivano dall'esposizione di una banca verso controparti che possono essere potenzialmente influenzate negativamente da fattori di *governance*. I fattori di *governance* si riferiscono alle scelte di *governance* delle controparti degli istituti di credito, incluso l'inserimento dei fattori ESG nelle loro pratiche e politiche di *governance*. Tuttavia, i fattori di *governance* possono portare a rischi di *governance* in molti modi diversi. Siccome l'ambito di questo fattore è difficile da descrivere, si propongono alcuni esempi tratti dal *Discussion Paper* dell'EBA (2020). Quindi, il fatto che un codice di condotta sia inadeguato, o che in una determinata azienda manchino delle azioni di antiriciclaggio, può ostacolare la capacità di generare rendimenti positivi e di ottenere risorse finanziarie, innescando dei rischi di tipo reputazionale. Inoltre, se tale codice di condotta diventasse pubblico, i clienti e gli investitori perderebbero la fiducia

²¹⁰ Billio, M., et al. (2021), *op. cit.*, p. 1427.

²¹¹ EBA (ottobre 2020), *op. cit.*, p. 45.

nell'azienda, verrebbero applicate sanzioni e spese legali e ciò pregiudicherebbe la sua capacità di condurre gli affari nel lungo periodo²¹².

In aggiunta, la governance ricopre un ruolo fondamentale nell'assicurare l'inclusione di considerazioni ambientali e sociali. Infatti, il riconoscimento dell'impatto potenziale dei cambiamenti climatici e ambientali e dei rischi fisici, di transizione e di responsabilità ad essi associati è inteso come un segno di buona governance. Viceversa, se si trascurano questi potenziali impatti nella pianificazione strategica, si possono creare ulteriori rischi di governance. Le banche, quindi, devono essere in grado di riconoscere gli impatti e i rischi derivanti da tali fattori. Dall'altro lato, le imprese hanno la responsabilità di includere considerazioni ambientali e sociali nella propria governance, promuovendo una cultura aziendale che rispetti l'uguaglianza, l'inclusione, gli standard lavorativi equi e il sostegno alle comunità. Solo in questo modo un'impresa darà segnali di buona governance²¹³.

Per quanto concerne la letteratura accademica esistente nell'ambito del contributo del fattore di governance, molti studiosi si sono concentrati sul rapporto tra i fattori di governance e il costo dei finanziamenti per le imprese. Ad esempio, Bradley et al. (2011) illustrano che adottare politiche che incrementano la responsabilità dei dirigenti (come gli indennizzi per responsabilità professionale) fa ottenere rating creditizi più alti e spread di rendimento inferiori alla società. Tali misure, infatti, incentivano gli amministratori aziendali ad evitare possibili contenziosi, mettendo in atto strategie a rischio basso e, in tal modo, avvantaggiando anche gli investitori²¹⁴. Inoltre, un lavoro di Zhu (2014) dimostra che le imprese con una buona *corporate* governance sono associate a un minor costo del capitale proprio e del capitale di debito in un contesto internazionale. Tuttavia, la relazione tra *corporate* governance e costo del debito è più forte nei Paesi caratterizzati da una debole protezione legale, scarsa trasparenza e scarsa qualità del governo²¹⁵.

²¹² EBA (ottobre 2020), *op. cit.*, p. 44.

²¹³ Di contro, condizioni negative per i dipendenti, trattamento iniquo dei clienti o scarso interesse per il contributo alla società possono comportare ulteriori rischi di governance per un'impresa. Cfr. EBA (ottobre 2020), *op. cit.*, p. 45.

²¹⁴ AIFIRM (giugno 2021), *op. cit.*, p. 27.

²¹⁵ Invece, lo studio di Zhu (2014) indica che l'associazione tra *corporate* governance e costo del capitale è più pronunciata nei Paesi con sistemi giuridici forti, ampie pratiche di divulgazione e buona qualità del governo. Cfr. AIFIRM (giugno 2021), *op. cit.*, p. 27.

Un altro filone di ricerca si concentra sugli effetti sui rating creditizi provocati dai fattori di governance e dalla CSR. Ad esempio, uno studio di Lin et al. (2020) inerente alle imprese di Taiwan rileva che, per migliorare il proprio rating di credito, un'impresa dovrebbe praticare una buona *corporate governance* e impegnarsi in attività di CSR. Tuttavia, lo stesso studio precisa che i vantaggi in termini di migliori rating creditizi sono molto più marcati per le grandi imprese, piuttosto che per quelle più piccole o familiari²¹⁶.

In conclusione, anche se la letteratura esistente nell'ambito dei fattori ESG è straordinariamente vasta, si cita un interessante recente studio di Derbali et al. (2020), i quali si chiedono se i creditori considerano o meno le caratteristiche di governance dell'impresa nel decidere il costo del debito, utilizzando un campione di 486 imprese americane nel periodo 1998-2017. I risultati a cui giungono suggeriscono che la qualità della revisione contabile e la competenza finanziaria sono degli importanti strumenti informativi per i creditori, in quanto trasmettono dati sulla qualità e sull'affidabilità delle informazioni finanziarie. La presenza di questi aspetti influenza negativamente e significativamente il costo del debito. Infine, gli autori indicano che i creditori apprezzano maggiormente l'esistenza di amministratori indipendenti nel consiglio di amministrazione e ciò riduce il costo dell'indebitamento richiesto²¹⁷.

1.7 I fattori ESG dal lato delle imprese

Dopo aver compreso il significato del concetto di "fattori ESG" ed aver approfondito le tre diverse dimensioni di sostenibilità, ora ci si focalizzerà ad esaminarli nell'ambito delle imprese. In effetti, con riferimento alle imprese, le tematiche ESG sono molto di attualità e aumentano progressivamente quelle che soddisfano tali criteri o che si stanno impegnando in tal senso.

Di fatto, negli ultimi due decenni, le aziende hanno iniziato a rafforzare sempre di più la sostenibilità aziendale con una visione lungimirante, puntando su obiettivi ambientali,

²¹⁶ AIFIRM (giugno 2021), *op. cit.*, p. 27.

²¹⁷ Derbali, A., Jamel, L., Chenguel, M.B. (2022), "The nexus between governance structure and cost of debt", *International Journal of the Economics of Business*, Vol. 29, Issue 1, pp. 119-136.

sociali, di governance e finanziari. In questo modo, la sostenibilità aziendale è diventata uno dei principali argomenti di ricerca sia in prospettiva manageriale che finanziaria²¹⁸. Dal punto di vista della ricerca manageriale, esistono molte ricerche che evidenziano che le questioni ambientali, sociali e di governance (ovvero, i criteri ESG) portano importanti benefici sia sul valore dell'impresa che sulla sua *performance* finanziaria²¹⁹. Da un punto di vista finanziario, la maggioranza dei ricercatori e degli studiosi sottolineano la necessità di integrare gli obiettivi ESG nelle valutazioni del *credit scoring* – il sistema automatizzato adottato dalle banche e dagli intermediari finanziari per valutare le richieste di finanziamento dei propri clienti – e nelle politiche di prestito adottate dagli operatori finanziari. In sostanza, le evidenze dimostrano che gli impegni ESG assunti da un'impresa possono contribuire a mitigare il rischio sul rating del credito in due modi principali: i fattori ESG influenzano i flussi di cassa dei mutuatari e la stima della probabilità di *default* delle imprese. Di conseguenza, la prestazione ESG dovrebbe avere un impatto positivo sui rating creditizi delle imprese, in quanto una buona prestazione ESG porta a rating di livello superiore. In altre parole, le banche possono fissare un prezzo più basso per le imprese che dimostrano il valore aggiunto e la sostenibilità derivante dagli impegni ESG, mentre le imprese possono accedere al credito ad un tasso conveniente e ripagare finanziariamente le loro attività ESG²²⁰.

Oggi, gli obiettivi ambientali, sociali e di governance assumono un ruolo cruciale per le imprese che si trovano ad affrontare l'imperativo di perseguire allo stesso tempo performance ambientali, sociali, di governance e finanziarie che portino al miglioramento della sostenibilità aziendale. Infatti, nell'ultimo decennio è stata migliorata anche la rendicontazione di sostenibilità con riferimento ai fattori ESG, soprattutto attraverso le

²¹⁸ Devalle, A., Fiandrino, S. e V. Cantino (2017), "The linkage between ESG performance and credit ratings: A firm-level perspective analysis", *International Journal of Business and Management*, Published by Canadian Center of Science and Education, Vol. 12, No. 9, p. 53.

²¹⁹ Per approfondire si vedano: Fatemi, Glaum, & Kaiser (2017); Harrison & Wicks (2013); Friede, Busch & Bassen (2015); Lins & Servaes (2017) citati da Devalle, A., et al. (2017), *op. cit.*, p. 53.

²²⁰ Devalle, A. et al. (2017), *op. cit.*, pp. 53-54, 60-61.

linee guida della *Global Reporting Initiative* (GRI)²²¹, che favoriscono la divulgazione e la rendicontazione delle performance ESG²²².

Quindi, la gestione della sostenibilità aziendale si occupa dell'orientamento etico della sostenibilità in termini di utilizzo sostenibile delle risorse, di conservazione e salvaguardia degli ecosistemi, di prospettiva basata sui diritti dell'uomo e di ecologia profonda. In pratica, le decisioni strategiche di un'impresa nell'ambito dell'allocazione delle risorse dovrebbero passare da un approccio strumentale in cui vengono computati gli interessi sociali, umani e ambientali ad un atteggiamento intrinseco che crea valore per tutti gli *stakeholder*. Dunque, la sostenibilità si basa sulla sinergia tra il miglioramento sociale, economico ed ambientale e sui criteri di equità ed etica. Questa prospettiva dovrebbe essere incorporata nel patrimonio organizzativo di un'impresa attraverso un approccio sinergico che includa tutti i suoi stakeholder. Di conseguenza, per essere sostenibili e adottare una prospettiva di lungo termine, le imprese dovrebbero fissare sia obiettivi finanziari sia obiettivi ESG e cercare di ridurre il rischio aziendale complessivo. Più precisamente, gli obiettivi ambientali, sociali, di governance e finanziari che un'impresa si pone vengono realizzati adottando criteri di efficacia (raggiungimento dell'impegno stabilito) e di efficienza (allocazione delle risorse finanziarie). È evidente che questi concetti teorici sono correlati tra loro, in quanto parlare di sostenibilità aziendale significa parlare del sostentamento dell'impresa stessa, dal punto di vista etico, economico e finanziario²²³. Infatti, come specificano Sharfam e Fernando (2008), "se l'impresa fa un uso più 'verde' (cioè più efficiente) delle proprie risorse, generando meno inquinamento e rifiuti dalle risorse impiegate, sarà economicamente più efficace"²²⁴.

Nell'ambito della sostenibilità, la questione più difficile per un'impresa è stabilire un certo processo decisionale di investimento, bilanciando insieme aspetti ambientali, sociali, di governance e finanziari, secondo una visione orientata al lungo periodo. Quindi, cosa

²²¹ Il *Global Reporting Initiative* (GRI) è un ente internazionale senza scopo di lucro fondato nel 1997, con lo scopo di elaborare gli standard per la rendicontazione della performance sostenibile di aziende e organizzazioni di tutti i Paesi del mondo e di qualunque settore e dimensione. Il GRI, dal 2000, si occupa della formulazione dei *GRI Standards*, ovvero il punto di riferimento globale per la rendicontazione di sostenibilità. Fonte: <https://www.globalreporting.org/about-gri/>.

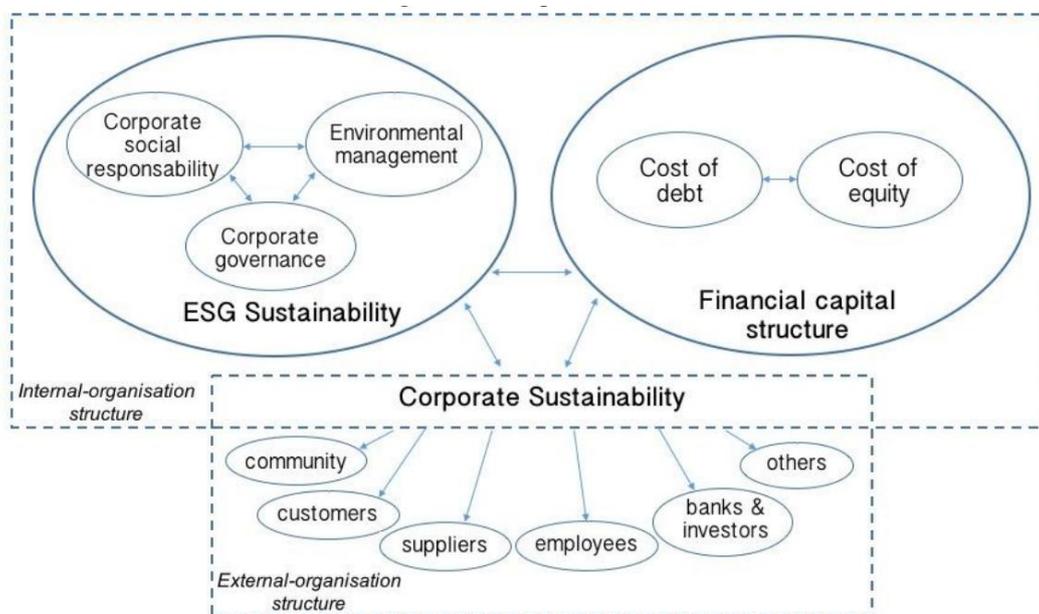
²²² Devalle, A., Fiandrino, S., Cantino, V. (2017), "ESG Sustainability and Financial Capital Structure: Where they Stand Nowadays", *International Journal of Business and Social Science*, Vol. 8, No. 5, p. 116.

²²³ Devalle, A., Fiandrino, S., Cantino, V. (2017), *op.cit.*, p. 117.

²²⁴ Sharfman, M.P., Fernando, C. (2008), "Environmental Risk Management and the Cost of Capital", *Strategic Management Journal*, John Wiley & Sons Ltd, Vol. 29, Issue 6, pp. 569-592.

dovrebbero fare le imprese per riuscire a perseguire questo arduo obiettivo? Le imprese dovrebbero attuare delle strategie di investimento rispettando il *capital budgeting*, assicurando almeno il ritorno finanziario del capitale investito e prestando particolare attenzione alle conseguenze delle loro decisioni di investimento rispetto alla società circostante. Per chiarezza espositiva, la Figura 1.8 sintetizza la struttura organizzativa interna delle imprese in cui gli obiettivi finanziari, ambientali, sociali e di governance sono tra loro allineati, al fine di superare la semplice massimizzazione del profitto e migliorare la sostenibilità dell'impresa stessa coinvolgendo gli interessi di tutti gli *stakeholder*.

Figura 1.8. Quadro concettuale della struttura interna delle imprese sostenibili.



Fonte: Devalle, A. et al. (2017), *op. cit.*, p. 118.

Da questa figura risulta più chiaro il quadro di riferimento della sostenibilità nelle imprese. Da una parte, le imprese integrano nel proprio processo di investimento gli obiettivi ambientali, sociali e di governance (ESG), ovvero informazioni qualitative non quantificabili immediatamente in termini monetari. Dall'altra parte, la struttura del capitale finanziario, che include il finanziamento del capitale proprio e il finanziamento tramite debito, consente all'impresa di raccogliere il denaro necessario per svolgere la propria attività²²⁵.

²²⁵ Devalle, A. et al. (2017), *op. cit.*, p. 118.

Dunque, ora ci si chiede cosa differenzia un'impresa sostenibile da una tradizionale dal lato pratico. Naturalmente, le attività proprie di questa condizione riguardano tutti i tre versanti della sostenibilità. Lo status di azienda sostenibile presuppone, ad esempio: l'utilizzo degli scarti di altri processi come input; la riduzione o l'eliminazione dell'impiego di nuovi materiali ricavati dalla terra; la creazione di prodotti o output che possono essere usati anche in altri processi; l'eliminazione dalle catene di produzione dei rifiuti che non è possibile riutilizzare o riportare allo stato naturale; l'impiego della minor quantità possibile di energia; l'utilizzo di energia essenzialmente prodotta da fonti rinnovabili²²⁶. Indubbiamente, per un'impresa non è certo semplice ottenere tali risultati, tuttavia i consumatori e la società in generale sembrano apprezzare sempre di più le imprese che adottano tali politiche di sostenibilità e che quindi sono attive in ambito ESG²²⁷. Infatti, oggi è ormai appurato che la sostenibilità sia un aspetto strategico in grado di dare un grande contributo nella competizione aziendale.

In questo senso, si distinguono le "pioniere", ovvero quelle aziende che hanno attivato strategie sostenibili visionarie e coraggiose, e le "nuove arrivate", che hanno iniziato da poco il loro percorso verso la sostenibilità. Le prime, che non rappresentano neanche il 10% del totale e che hanno integrato nelle proprie strategie di business i criteri ESG attraverso una politica lungimirante, stanno iniziando ad ottenere i primi frutti del loro impegno sostenibile, tra cui: riduzione dei costi, efficientamento dei processi, migliore reputazione e vantaggio competitivo. In via generale, i vantaggi di cui beneficia un'azienda sostenibile possono essere quelli in termini di sostenibilità sociale, ovvero la maggiore fiducia degli *stakeholder* interni ed esterni verso l'impresa, e quelli in termini di sostenibilità ambientale, derivanti dalle decisioni *green* e a basso impatto con ricadute vantaggiose sui costi. In altre parole, la sostenibilità in ambito imprenditoriale consente di integrare la propria strategia, i propri prodotti e i propri processi con questioni ambientali, sociali e di governance in grado di creare valore aziendale aggiuntivo attraverso una prospettiva orientata al lungo periodo²²⁸.

²²⁶ Balocco, V., "Sostenibilità: significato, obiettivi e perché è importante", in ESG360, 06/09/2021, si veda: <https://www.esg360.it/esg-world/sostenibilita-significato-obiettivi-e-perche-e-importante/>.

²²⁷ Secondo un report di Nielsen – società americana leader nelle indagini di mercato – attualmente il 52% dei consumatori è propenso a spendere di più se il brand è attivo in ambito ESG e si dichiara, quindi, sostenibile. Fonte: Balocco, V., *op. cit.*, 06/09/2021.

²²⁸ Per approfondire, si veda: Balocco, V., *op. cit.*, 06/09/2021.

È bene evidenziare che, per un'impresa, fare sostenibilità non è affatto semplice. Essere un'impresa sostenibile non significa solo installare dei pannelli fotovoltaici sul tetto delle fabbriche, sviluppare un sistema efficace di raccolta differenziata o organizzare cene aziendali di beneficenza e così via. Quello che spesso accade è che la sostenibilità rimane confinata nelle pratiche di risparmio energetico, nella gestione rifiuti o nell'eco-compatibilità, ovvero si blocca al solo aspetto ambientale. Questo non è sbagliato, ma limita la portata dirompente che un approccio pervasivo alla sostenibilità può offrire alla società in generale. La vera sostenibilità non è una moda, una tendenza passeggera o una semplice dichiarazione di intenti. Oggigiorno, per un'impresa, la sostenibilità ambientale, sociale e di buon governo è una scelta necessaria per stare al passo con un consumatore sempre più attento a queste tematiche e con un quadro normativo sempre più rigido. Questo nuovo approccio aziendale è assolutamente rivoluzionario, nel senso che impatta in modo significativo il modello di business, i processi e i prodotti dell'impresa. In altre parole, essere sostenibili è una vera e propria filosofia aziendale, che impone una trasformazione profonda di tutta l'impresa in un'ottica di sviluppo sostenibile. Inoltre, questo approccio deve tenere conto di tutte e tre le dimensioni della sostenibilità (economica, ambientale e sociale) in modo correlato, in quanto le une dipendono dalle altre. Ad esempio, la sostenibilità ambientale e sociale, aumentando la reputazione aziendale e la fiducia verso il brand, possono diventare una leva che distingue l'impresa dai suoi concorrenti e che, quindi, potenzialmente migliora il fatturato e i margini aziendali²²⁹.

Quello descritto fino qui è anche conosciuto come il modello della "*sustainable corporation*" e cioè "quell'azienda che fonda la sua azione su mission, filosofia, valori, strategie, politiche, processi, interazioni, relazioni e prodotti fortemente orientati alla sostenibilità ambientale e sociale"²³⁰. In questa descrizione di impresa sostenibile sono facilmente riscontrabili le tre "P" formulate nel modello della "*triple bottom line*" di Elkington (1997), ovvero *Profit, Planet, People*. Infatti, il modello dell'azienda sostenibile prevede:

²²⁹ Rossi, F. (2017), "*Marketing e comunicazione della sostenibilità. Un nuovo vantaggio competitivo tra etica e nuovi modelli di business*", pp. 79-82, contenuto in Fasan, M., Bianchi, S. (a cura di), "*L'azienda sostenibile. Trend, strumenti e case study*", I libri di Ca' Foscari 4, Edizioni Ca' Foscari – Digital Publishing, I ed., Venezia, 2017.

²³⁰ Elkington (1994), citato da Rossi, F. (2017), *op. cit.*, p. 82.

- una riformulazione del modello di business dell'impresa ("P" di *Profit*), ovvero perseguendo la sostenibilità economica dell'azienda e, al contempo, sviluppando un nuovo approccio ambientale e sociale. Inoltre, anche la missione aziendale può essere ridefinita, andando oltre all'utile economico e focalizzandosi anche sul concetto di benessere condiviso;
- una revisione dei prodotti e dei processi lungo tutta la catena di creazione del valore aziendale ("P" di *Planet*). L'impresa sostenibile presuppone un'ottimizzazione dei prodotti e degli impatti ambientali derivanti dai processi produttivi, attraverso un efficientamento delle tecnologie utilizzate dall'impresa. L'ottica di riferimento lungo tutta la filiera deve essere quella dell'economia circolare;
- l'adozione di uno scopo sociale ("P" di *People*), ovvero integrando la mission aziendale con una visione orientata al benessere di tutti gli *stakeholder*. In questo modo, l'impresa sostenibile sarà in grado di creare valore condiviso, migliorando non solo le performance economiche, ma anche quelle ambientali e sociali.

Di conseguenza, coinvolgere le questioni legate alla sostenibilità in un'impresa si traduce in un progetto di lungo periodo, che necessita di investimenti, di partecipazione, di tempo e di coraggio. Altrimenti, si rischia di cadere nella trappola del *greenwashing*²³¹.

Per un'impresa, la sostenibilità deve rappresentare una scelta consapevole, ovvero una reazione strategica per rimanere su un mercato che sta cambiando, così come i suoi clienti. Infatti, oggi i consumatori si affidano per lo più ai brand compatibili con i propri sistemi valoriali, tra cui spiccano il rispetto per l'ambiente e per le persone, lo sviluppo sostenibile dell'economia e della società, l'etica e così via. Quindi, le imprese devono essere consapevoli di questi cambiamenti e adattare il proprio modello di business fino ad arrivare ad un nuovo modello economico sostenibile, in cui non ci si focalizza solo sulla sfera economica e finanziaria, ma si tiene conto anche degli impatti ambientali e sociali delle decisioni aziendali. L'elemento importante è che questo approccio non va seguito solo per essere in pace con sé stessi o per alleviare il senso di colpa per aver contribuito ai gravi e numerosi problemi che affliggono la nostra società

²³¹ Rossi, F. (2017), *op. cit.*, in Fasan, M., Bianchi, S. (a cura di), pp. 82-83.

ed il nostro Pianeta. Al contrario, la sostenibilità aziendale e l'impegno ESG vanno intesi come una reale leva competitiva aggiuntiva²³².

Il cambiamento che la società e noi tutti stiamo vivendo è radicale e senza precedenti e le imprese, grazie all'importante ruolo che rivestono nell'economia di ogni Paese, devono trainare attivamente questa evoluzione, che va compiuta qui e ora e da cui dipende il nostro futuro.

1.8 Il ruolo delle banche nella transizione sostenibile

Dopo aver esaminato i fattori ESG considerando il lato delle imprese, in questo paragrafo si tratterà del sistema bancario, alla luce del suo fondamentale ruolo nell'erogazione di fondi alle imprese. Dunque, quello che ci si chiede è come sta cambiando il settore bancario in risposta alle nuove sfide introdotte dalla sostenibilità e dall'impegno ESG.

Storicamente, il settore bancario ha risposto molto più lentamente rispetto ad altri settori. Questo potrebbe derivare dal fatto che le banche si considerano un settore abbastanza rispettoso dell'ambiente, ad esempio in termini di emissioni o di inquinamento. Tuttavia, anche se la loro potenziale esposizione al rischio è notevole, in modo sorprendente sono state lente e riluttanti nell'esaminare le prestazioni ambientali dei propri clienti, in quanto tale esame richiederebbe di interferire con le attività della clientela²³³. Nonostante ciò, oggi tale situazione è cambiata.

Come si è visto nei paragrafi precedenti, il settore finanziario sta diventando sempre più consapevole del fatto che le questioni legate alla sostenibilità comportano nuovi rischi ed opportunità. Infatti, per quanto riguarda i rischi, dalla fine degli Anni '80 negli Stati Uniti si è assistito ad un'enorme crescita delle preoccupazioni. In base al CERCLA (*Comprehensive Environmental Response, Compensation and Liability Act*)²³⁴, le banche

²³² Rossi, F. (2017), *op. cit.*, in Fasan, M., Bianchi, S. (a cura di), pp. 83-84.

²³³ Secondo una ricerca empirica del 1990 (*Tomorrow 1993*), le banche europee non erano per niente interessate alla propria situazione ambientale né a quella dei propri clienti. Fonte: Jeucken, M.H.A., Bouma, J.J. (1999), "*The changing environment of banks*", *Greener management international*, Vol. 27, p. 22.

²³⁴ La CERCLA o *Superfund* è una legge degli Stati Uniti, istituita nel 1980, sui siti contaminati per evitare che i costi di imponenti bonifiche ambientali ricadessero sui contribuenti. Fonte: <https://lexambiente.it>.

potevano essere ritenute direttamente responsabili dell'inquinamento ambientale dei propri clienti e obbligate a pagare i costi di bonifica. A causa di questo schema, alcune banche sono addirittura fallite. Dunque, in virtù di questi sviluppi, le banche americane sono state le prime a riflettere sulle proprie politiche ambientali, con particolare riferimento ai rischi di credito. Invece, le banche europee non erano esposte a tali rischi e quindi hanno iniziato a sviluppare delle politiche ambientali solo a partire dalla metà degli Anni '90. In questo caso, l'attenzione si è concentrata meno sulla valutazione del rischio e più sullo sviluppo di nuovi prodotti, come i fondi di investimento ecologici. Nonostante queste premesse storiche, oggi sia i rischi che le opportunità stanno diventando elementi consolidati nelle politiche bancarie verso l'ambiente. Ad esempio, molte banche in tutto il mondo oggi effettuano la valutazione dei rischi ambientali, istituiscono dipartimenti dedicati all'ambiente e sviluppano standard e prodotti ecologici. Inoltre, anche il lancio del "*Dow Jones Sustainability Group Index*" (DJSGI) nel 1999 ha dato prova del fatto che la sostenibilità ha oramai raggiunto la comunità finanziaria tradizionale²³⁵.

Relativamente al ruolo delle banche, come sostiene un Report del gennaio 2008 del gruppo Ceres su banche e cambiamenti climatici: "Le banche sono la spina dorsale dell'economia globale e forniscono capitali per l'innovazione, le infrastrutture, la creazione di posti di lavoro e la prosperità generale. Le banche svolgono inoltre un ruolo fondamentale nella società, influenzando non solo la spesa dei singoli consumatori, ma anche la crescita di interi settori industriali. Mentre l'impatto del riscaldamento globale, dovuto ai gas tossici rilasciati dalle centrali elettriche, dai veicoli e da altre fonti, prende piede nella vita di tutti i giorni, le banche non sono mai state così importanti per tracciare il futuro. Le aziende che le banche decideranno di finanziare saranno il perno per rallentare il riscaldamento della Terra e per spostare l'economia mondiale dai combustibili fossili alle tecnologie più pulite" (Cogan, D.G., 2008, p. i)²³⁶. Le banche, da sempre, svolgono un ruolo attivo nello sviluppo economico e sociale dei Paesi, avendo la capacità di selezionare i progetti di investimento, gestire i rischi e decidere chi ha accesso ai capitali e quali sono le attività da finanziare. Risulta evidente che, svolgendo questa

²³⁵ Jeucken, M.H.A., Bouma, J.J. (1999), *op. cit.*, p. 22.

²³⁶ Cogan, D.G. (2008) citato da Stephens, C., Skinner, C. (2013), "*Banks for a better planet? The challenge of sustainable social and environmental development and the emerging response of the banking sector*", Environmental Development, Elsevier, Vol, 5(0), p. 176.

funzione, queste istituzioni hanno un enorme impatto sulla società e, di conseguenza, sullo sviluppo sostenibile²³⁷.

Dunque, la funzione delle banche nella transizione ambientale e nel contribuire allo sviluppo sostenibile è potenzialmente considerevole e ciò discende dal loro ruolo di intermediario nell'economia tra soggetti con carenze ed eccedenze di capitale. In quanto intermediario finanziario tra gli attori del mercato, una banca svolge quattro importanti funzioni: trasforma il denaro in termini di scala; trasformano il denaro in base alla durata; trasformano il denaro in base alla posizione spaziale (luogo); agiscono come valutatori del rischio e sono in grado di distribuire meglio i rischi. Quindi, le banche influiscono in maniera importante sullo sviluppo economico delle nazioni, sia in termini quantitativi, ma anche in termini qualitativi perché possono influenzare il ritmo e la direzione della crescita economica²³⁸.

Per il raggiungimento di una società sostenibile, un ruolo decisivo è svolto dalla quarta funzione chiave delle banche, cioè quella legata ai rischi. Infatti, le banche possiedono ampi ed efficienti sistemi di valutazione del credito e pertanto hanno un vantaggio comparativo in termini di conoscenza (come le informazioni specifiche del settore, la legislazione e gli sviluppi del mercato). Tale conoscenza dei rischi ambientali e finanziari permette alle banche di ridurre l'asimmetria informativa tra le parti del mercato. A tale riduzione di incertezza la banca attribuirà un prezzo, ad esempio applicando i suoi tassi di interesse. Quindi, la differenziazione tariffaria per la sostenibilità può essere giustificata dal punto di vista del rischio: i clienti con elevati rischi ambientali pagheranno un tasso di interesse più alto²³⁹. In sostanza, tenendo conto delle condizioni sociali, etiche e ambientali nell'erogazione dei finanziamenti, questi intermediari finanziari richiedono ulteriori requisiti rispetto alle modalità con cui l'imprenditore realizza e gestisce

²³⁷ Miralles-Quirós, M.M. et al. (2019), *op. cit.*, p. 1.

²³⁸ Jeucken, M.H.A., Bouma, J.J. (1999), *op. cit.*, pp. 22-24.

²³⁹ "Attraverso il loro ruolo di intermediazione, le banche possono essere in grado di sostenere i progressi verso la sostenibilità da parte della società nel suo complesso, ad esempio adottando un approccio 'bastone e carota', in cui i primi classificati in campo ambientale pagheranno un interesse inferiore al prezzo di mercato per il prestito di capitale, mentre i ritardatari in campo ambientale pagheranno un tasso di interesse molto più alto. Questo può comportare, almeno inizialmente, una perdita di redditività, ma di certo non richiede una perdita di continuità" Cfr. Jeucken, M.H.A., Bouma, J.J. (1999), *op. cit.*, p. 25.

l'impresa e queste informazioni hanno un grande ruolo nello studio della capacità dell'impresa di onorare i propri obblighi di prestito²⁴⁰.

È bene ricordare che le banche sono inclini all'assunzione di rischi a causa della loro elevata leva finanziaria, della limitata disciplina del mercato dei creditori (che riflette l'assicurazione dei depositi e le garanzie "*too-big-to-fail*") e perché possono aumentare rapidamente ed in modo opaco la rischiosità delle loro attività²⁴¹. A seguito della crisi finanziaria globale del 2007-2009, che si ritiene essere stata causata da un accumulo di rischio eccessivo da parte del settore bancario, si è molto discusso sulla misura in cui le carenze di governance abbiano contribuito all'eccessiva esposizione al rischio delle banche, considerato che i fallimenti bancari possono essere costosi per il contribuente e avere degli effetti negativi sull'economia reale. A tal proposito, in una recente rassegna della letteratura su governance e rischio, Srivastav e Hagendorff (2016) affermano che l'assunzione di rischi da parte delle banche è aggravata da una governance incentrata sugli azionisti, ma soprattutto che occorrono dei meccanismi per salvaguardare gli interessi di altri *stakeholder*. Di fatto, uno di questi potenziali meccanismi è rappresentato dalle attività ambientali, sociali e di governance (ESG), se queste contengono l'assunzione di rischi da parte del *management* bancario per bilanciare meglio gli interessi degli *stakeholder* che investono e di quelli che non investono nella banca. Quindi, la governance bancaria basata sull'ESG risulterebbe molto in linea con la visione orientata agli *stakeholder* delle attività ESG introdotta da Freeman (1984), secondo cui queste dovrebbero migliorare la soddisfazione degli *stakeholder*, le performance finanziarie e il valore dell'impresa²⁴².

Come sostenuto da Weber et al. (2008), l'integrazione dei rischi ambientali²⁴³ nell'intero processo di gestione del rischio di credito delle banche è importante perché solo in questo

²⁴⁰ Scholtens, B. (2009), "*Corporate Social Responsibility in the International Banking Industry*", *Journal of Business Ethics*, Vol. 86, p. 162.

²⁴¹ Di Tommaso, C., Thornton, J. (2020), "*Do ESG scores effect bank risk taking and value? Evidence from European banks*", *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, Wiley, Vol. 27, Issue 5, p. 2286.

²⁴² Di Tommaso, C., Thornton, J. (2020), *op. cit.*, p. 2286.

²⁴³ I rischi ambientali (o i cosiddetti fattori non finanziari) possono essere una fonte di rischio nella gestione del credito. In questo ambito, "sono stati individuati i seguenti tipi di rischio ambientale: a) siti utilizzati come garanzia che risultano contaminati, in quanto ciò influisce sul valore della garanzia in modo significativo; b) investimenti indotti dalla normativa, ovvero ad esempio quando un'impresa viene obbligata ad investire in tecnologie ambientali per via di una normativa e avere per questo problemi finanziari; c) cambiamenti di mercato. L'atteggiamento ambientale dei consumatori o delle industrie può cambiare e alcuni prodotti potrebbero non essere più venduti (lo stesso può accadere quando cambiano le normative);

modo viene garantita un'adeguata gestione del rischio. Secondo gli autori, le banche che migliorano le proprie prestazioni nella gestione dei rischi ambientali nell'attività creditizia hanno buone possibilità di ottenere un vantaggio competitivo, perché perfezioneranno la gestione del rischio e subiranno meno inadempienze creditizie. Al contrario, le banche che continuano ad ignorare l'impatto dei rischi ambientali finiranno per subire uno svantaggio competitivo nel futuro causato dalla selezione avversa, in quanto assumono rischi che non sono in grado di gestire. Quindi, i rischi ambientali, come tutti gli altri rischi di credito, hanno un'influenza su tutte le parti del processo di gestione del rischio di credito di una banca e il rischio di controparte indicato come ambientale deve essere riflesso in tutte le fasi del processo²⁴⁴. Di conseguenza, i rischi ambientali non devono essere solo valutati (nella fase di *rating*), ma devono essere stimati anche i costi e il prezzo del prestito deve dipendere anche dal rischio ambientale. Oltre a ciò, il rischio deve essere anche monitorato, in quanto i cambiamenti causati, ad esempio, da azioni legislative devono essere controllati. In sostanza, secondo gli autori, l'integrazione dei rischi ambientali nel processo di gestione del credito delle banche è motivata innanzitutto da ragioni finanziarie, che si riferiscono ad una migliore gestione del rischio di controparte. Un secondo motivo è che, in questo modo, le banche dimostrano che le loro attività commerciali non si basano su prestiti a soggetti che causano impatti ambientali negativi. Infine, la terza motivazione è quella di soddisfare le esigenze dei propri stakeholder, come i clienti, gli azionisti o la società in generale²⁴⁵. Dunque, è bene sottolineare il fatto che le banche non sono interessate dai rischi ESG solo in quanto aziende, ma sono influenzate anche dai rischi ESG dei loro clienti²⁴⁶.

Nello specifico, la variabile ambientale (E) misura il contributo delle banche in termini di minimizzazione delle risorse, riduzione delle emissioni e innovazione di prodotto. La variabile della performance sociale (S) valuta le azioni di CSR adottate dalle banche in

d) rischio di reputazione. Le banche hanno una cattiva reputazione se fanno affari con aziende in difficoltà a causa di problemi ambientali o sociali, o se finanziano progetti che sono visti come problematici dal punto di vista ambientale o sociale dagli stakeholder". Cfr. Weber, O., Fenchel, M., Scholz, R.W. (2008), "Empirical Analysis of the Integration of Environmental Risks into Credit Risk Management Process of European Banks", *Business Strategy and the Environment*, Vol. 17(3), pp. 150-151.

²⁴⁴ "Ad esempio, se una banca valuta il rischio ambientale di un'azienda, ma la valutazione del rischio non ha conseguenze sulla determinazione del costo e del prezzo del prestito, il rischio non viene gestito in modo efficiente". Cfr. Weber, O. et al. (2008), *op. cit.*, p. 151.

²⁴⁵ Weber, O. et al. (2008), *op. cit.*, p. 152.

²⁴⁶ Neitzert, F., Petras, M. (2022), "Corporate social responsibility and bank risk", *Journal of Business Economics*, Springer, Vol. 92, p. 398.

relazione alla fornitura ai clienti di prodotti e servizi finanziari che integrano i principi etici, l'impegno verso la comunità, la creazione di un'atmosfera di lavoro sana e sicura per i dipendenti, il rispetto delle diversità, i diritti umani e le pari opportunità. Infine, la performance di corporate governance (G) misura come le banche includono i valori della CSR nella vision e nella strategia, nei processi decisionali e nelle pratiche di comunicazione in termini di elaborazione e divulgazione dei rapporti di sostenibilità. Tra i tre fattori della sostenibilità, per gli investitori e gli altri *stakeholder* di una banca assumono particolare importanza le prestazioni ambientali²⁴⁷.

Come sostengono Jeucken e Bouma (1999), al fine di conoscere gli effetti ambientali delle banche, è necessario distinguere tra le questioni interne, ovvero quelle legate ai processi aziendali all'interno delle banche, e le questioni esterne, cioè quelle relative ai prodotti bancari. Per quanto concerne il livello interno, le banche sono un settore abbastanza pulito, in quanto l'onere ambientale del loro consumo di elettricità, di acqua e di carta non è di certo paragonabile a quello di molti altri settori dell'economia. Ad ogni modo, le dimensioni del settore bancario nel suo complesso sono tali da rendere l'impatto ambientale significativo. Quindi, l'adozione di iniziative *green* nell'uso dell'energia, dell'acqua e nelle politiche di trasporto fa comunque ottenere notevoli risparmi economici e minori impatti ambientali. Per quanto riguarda gli impatti ambientali esterni, i due autori sottolineano il fatto che, diversamente da altri settori dell'economia, i prodotti delle banche stesse non inquinano. Piuttosto, sono i clienti di questi prodotti ad avere un impatto sull'ambiente²⁴⁸. Ad ogni modo, indipendentemente dal fatto che le banche siano ritenute responsabili dell'inquinamento ambientale dei loro clienti o che questi stessi si prendano tale responsabilità, i rischi dei clienti sono anche i rischi delle banche. In altre parole, se la continuità di un cliente è minacciata da una nuova legislazione ambientale, anche la continuità della banca ne risentirà²⁴⁹.

Da quanto è emerso fin ora risulta chiaro che le banche hanno la possibilità di incoraggiare e sostenere le imprese nel loro percorso verso la sostenibilità, attraverso le loro attività

²⁴⁷ Miralles-Quirós, M.M. et al. (2019), *op. cit.*, p. 5.

²⁴⁸ Questo fatto rende molto difficile stimare l'impatto ambientale delle attività esterne delle banche. Per di più, le banche ritengono che questa analisi e la conseguente cura dell'ambiente esterno richiederebbero di interferire nell'attività dei loro clienti e, per questo motivo per anni sono state riluttanti a promuovere l'attenzione verso l'ambiente. Tuttavia, negli ultimi anni la situazione è cambiata. Cfr. Jeucken, M.H.A., Bouma, J.J. (1999), *op. cit.*, pp. 26-27.

²⁴⁹ Jeucken, M.H.A., Bouma, J.J. (1999), *op. cit.*, p. 28.

di prestito, investimento e consulenza. A tal proposito, nel settembre 2019 sono stati lanciati i “*Principles for Responsible Banking*” (PRB o “Principi per l’attività bancaria responsabile”)²⁵⁰ nel corso dell’Assemblea Generale annuale delle Nazioni Unite. Si tratta di sei principi o impegni che mirano a trasformare l’industria bancaria, per consentirle di svolgere un ruolo di primo piano nel raggiungimento degli obiettivi espressi negli SDGs e nell’Accordo di Parigi sul clima. I Principi, frutto di un lungo lavoro che ha coinvolto le Nazioni Unite – in particolare la *United Nations Environment Programme Finance Initiative* (UNEP FI) – e una fetta consistente della comunità bancaria, rappresentano il più importante quadro bancario sostenibile del mondo. In sostanza, tali Principi sono stati pensati per accelerare la transizione globale verso la sostenibilità per le persone e il pianeta, proponendo l’integrazione delle questioni socio-ambientali nel settore bancario. I sei Principi per l’attività bancaria responsabile sono i seguenti²⁵¹:

- *Alignment*: le strategie aziendali devono essere allineate con gli obiettivi espressi dagli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (SDGs), dall’Accordo di Parigi sul clima e altri rilevanti quadri di riferimento nazionali e regionali;
- *Impact & Target Setting*: aumentare gli impatti positivi, ridurre quelli negativi e gestire i rischi per le persone e per l’ambiente derivanti dalle proprie attività, prodotti e servizi;
- *Clients & Customers*: lavorare responsabilmente con i propri clienti e consumatori, per incoraggiare pratiche sostenibili e rendere possibili attività economiche che creino prosperità condivisa per le generazioni presenti e future;
- *Stakeholders*: consultare, coinvolgere e collaborare in modo proattivo e responsabile con i portatori di interesse per realizzare gli obiettivi della società;
- *Governance & Culture*: implementare l’impegno verso la realizzazione di questi Principi attraverso una governance efficace e una cultura dell’attività bancaria responsabile;
- *Transparency & Accountability*: operare una revisione periodica (individuale e collettiva) dell’implementazione dei Principi, garantendo trasparenza sui propri impatti (positivi e negativi) e sul proprio contributo agli obiettivi della società.

²⁵⁰ UNEP FI (2019), *Principles for Responsible Banking*, <https://www.unepfi.org>.

²⁵¹ UNEP FI (2019), *The Principles Signature Document, containing the six Principles for Responsible Banking and their Preamble*, si veda: <https://www.unepfi.org/wordpress/wp-content/uploads/2019/07/FINAL-PRB-Signature-Documents-2-Interactive-22-07-19.pdf>.

I firmatari fondatori, ovvero le banche che hanno siglato il documento nel 2019, sono 132, mentre attualmente le banche firmatarie sono oltre 300 e detengono *assets* per circa 84,7 trilioni di dollari (ovvero il 45% circa degli *assets* bancari globali)²⁵². Infine, nell'ambito delle istituzioni finanziarie, dal 2003 esistono anche gli "*Equator Principles*" (EP), ovvero dieci principi o linee guida volontarie che promuovono la sostenibilità e che le istituzioni finanziarie possono scegliere di utilizzare quando sviluppano il finanziamento di progetti. In sostanza, rappresentano un quadro di gestione del rischio adottato dalle istituzioni finanziarie per determinare, valutare e gestire i rischi ambientali e sociali nell'ambito del *project finance*²⁵³.

A conclusione di questa analisi, è evidente che nel mondo bancario, come anche in quello imprenditoriale, si è diffusa la consapevolezza che il "*business as usual*" non è un'opzione valida ed è questa la lezione da imparare: meno breve termine, meno individualismo e più futurismo in tutti i settori e in tutte le discipline. Per dare uno spunto di riflessione sui temi analizzati, di seguito si riporta una frase molto significativa che riassume tutto ciò:

«Siamo stati tutti noi a creare questa situazione. Ma tutti noi dobbiamo al futuro un'eredità di cose buone, non solo di problemi»²⁵⁴.

Alla fine, come sostengono Stephens e Skinner (2013, p. 178), dopo aver compreso gli errori passati e le problematiche attuali, è importante guardare al futuro. Quindi, dalla crisi ambientale, sociale ed economica di oggi, è necessario, faticosamente ma con creatività, costruire in modo urgente un nuovo mondo per proteggere il nostro pianeta, i suoi popoli e l'ambiente presenti e futuri.

²⁵² UNEP FI, *Signatories*, <https://www.unepfi.org/banking/prbsignatories/>.

²⁵³ Equator Principles. Per approfondire: <https://equator-principles.com/about-the-equator-principles/>.

²⁵⁴ "*We all have created this. But we all owe the future a legacy of good, not just one of problems*". La frase in questione è quella di un banchiere che ha partecipato al SIBOS 2012. Cfr. Stephens, C., Skinner, C. (2013), *op. cit.*, p. 178.

Capitolo 2 – IL QUADRO NORMATIVO: L’IMPEGNO UE VERSO LA FINANZA SOSTENIBILE

2.1 Un’introduzione sul tema

Oggi il tema della sostenibilità sta diventando sempre più decisivo nell’economia e, in particolar modo, nel mondo finanziario. Come si è visto nel capitolo precedente – presentando lo sviluppo del concetto di sostenibilità – l’Unione Europea ed i suoi Stati membri sono assolutamente intenzionati a mettere al primo posto di interesse nelle proprie agende politiche i temi riguardanti la sostenibilità e lo sviluppo sostenibile.

Infatti, tramite importantissime iniziative degli ultimi anni – come l’Accordo di Parigi sul clima, l’Agenda 2030 delle Nazioni Unite con i suoi 17 Obiettivi per lo Sviluppo Sostenibile, il Green Deal europeo, il Piano d’azione per la finanza sostenibile – l’UE ha intrapreso un ambizioso percorso a favore di un’economia e di una società più pulite e sostenibili. Inoltre, come ribadito più volte, il ruolo dell’Unione Europea si sta rivelando determinante nella lotta contro il cambiamento climatico e, in generale, nel raggiungimento degli obiettivi di sostenibilità prefissati nei già menzionati accordi, fungendo anche da modello per gli altri Stati del mondo. Di fatto, la necessaria transizione verso modelli di crescita che tengano conto delle tematiche di sostenibilità, riassunte dalla sigla ESG, è ufficialmente in atto.

Recentemente, ovvero il 6 luglio 2021, la Commissione europea ha comunicato di voler intensificare ancora di più gli sforzi in materia di finanza sostenibile, evidenziando la sua posizione di leadership mondiale nella definizione di norme internazionali per lo sviluppo

della finanza sostenibile²⁵⁵. La necessità e l'urgenza di queste nuove azioni si deve al fatto che, dal 2018 – anno in cui la Commissione ha elaborato il celebre “Piano d’Azione per finanziare la crescita sostenibile”, che verrà discusso nei paragrafi successivi – ad oggi, il contesto globale è radicalmente cambiato. Per questo, la Commissione crede che sia necessario ridefinire l'impianto strategico per finanziare la crescita sostenibile²⁵⁶.

Quindi, l'UE ha ribadito l'importanza della sostenibilità e del settore finanziario nel raggiungere gli obiettivi ambientali e climatici stabiliti negli ultimi anni. Nell'ambito dell'ambiziosa tabella di marcia sulla finanza sostenibile, l'odierna strategia delineata dalla Commissione europea identifica sei principali linee di intervento²⁵⁷:

1. “ampliare l'attuale arsenale legislativo sulla finanza sostenibile per facilitare l'accesso al finanziamento della transizione;
2. rendere la finanza sostenibile più inclusiva nei confronti di PMI e consumatori dotandoli degli strumenti e degli incentivi giusti per accedere al finanziamento della transizione;
3. rafforzare la resilienza del sistema economico e finanziario ai rischi che incombono sulla sostenibilità;
4. aumentare il contributo del settore finanziario alla sostenibilità;
5. garantire l'integrità del sistema finanziario dell'UE e monitorarne la transizione ordinata verso la sostenibilità;
6. creare iniziative e norme internazionali di finanza sostenibile e sostenere i paesi partner dell'UE”.

Entro la fine del 2023, la Commissione darà informazioni sullo stato dell'attuazione di tale linea strategica, garantendo un sostegno costante ai suoi Stati membri nel raggiungere la finanza sostenibile.

Nei paragrafi successivi vengono ripercorsi i principali eventi che descrivono l'impegno dell'Unione europea nell'ambito della finanza sostenibile, studiandone il contesto

²⁵⁵ Commissione europea, “La Commissione presenta una nuova strategia per rendere il sistema finanziario dell'UE più sostenibile e propone una nuova norma europea per le obbligazioni verdi”, Comunicato stampa, Bruxelles, 6 luglio 2021, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/ip_21_3405.

²⁵⁶ Pezzuto, A., “L'azione delle istituzioni europee a sostegno della finanza sostenibile”, In Diritto bancario Tidona, Diritto finanziario Tidona, Magistra Banca e Finanza, 23/03/2022, disponibile all'indirizzo: <https://www.tidona.com/lazione-delle-istituzioni-europee-a-sostegno-della-finanza-sostenibile/>.

²⁵⁷ Commissione europea, *op. cit.*, Bruxelles, 6 luglio 2021.

normativo di riferimento. Verrà posta particolare attenzione sul Piano d'Azione della Commissione europea, in quanto si ritiene che il suo lancio, nel 2018, costituisca un momento di svolta imprescindibile per i mercati europei nello sviluppo della finanza sostenibile attualmente in atto.

2.2 Dall'Accordo di Parigi all'Action Plan on Financing Sustainable Growth

Alla luce della sottoscrizione degli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (SDGs) nell'ambito dell'Agenda 2030 delle Nazioni Unite nel settembre 2015, l'Unione Europea ha intrapreso una propria strada di integrazione delle tematiche riguardanti la sostenibilità nel mondo finanziario, siglando l'Accordo di Parigi sul clima nel dicembre dello stesso anno.

L'Accordo di Parigi è il primo trattato internazionale giuridicamente vincolante sul clima e sui cambiamenti climatici ed è stato stipulato in occasione della Conferenza sul clima di Parigi (nell'ambito della COP21²⁵⁸), nel dicembre 2015, tra gli Stati membri della Convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici (UNFCCC). Il suo obiettivo primario è quello di limitare il riscaldamento globale a ben meno di 2, preferibilmente a 1,5 gradi Celsius, rispetto ai livelli preindustriali. Di fatto, per raggiungere tale obiettivo a lungo termine, i Paesi mirano a realizzare il prima possibile il picco globale delle emissioni di gas serra per ottenere un mondo neutrale dal punto di vista climatico entro la metà del secolo. La fondamentale importanza dell'Accordo di Parigi nel processo multilaterale sul cambiamento climatico è data dal fatto che costituisce un accordo vincolante che unisce tutte le nazioni in una causa comune per intraprendere sforzi ambiziosi per combattere il cambiamento climatico e adattarsi ai suoi effetti. In altre parole, per la prima volta quasi tutte le nazioni del mondo si uniscono per combattere insieme il cambiamento climatico ed i suoi catastrofici effetti²⁵⁹. Nello specifico, l'Accordo di Parigi è stato adottato dai 197 Stati membri della Convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici (UNFCCC) il 12 dicembre 2015,

²⁵⁸ La COP 21 rappresenta la ventunesima sessione annuale della Conferenza delle Parti della Convenzione Quadro delle Nazioni Unite sui Cambiamenti Climatici (UNFCCC), che si è tenuta a Parigi dal 30 novembre al 12 dicembre del 2015. Fonte: <https://unfccc.int/event/cop-21>.

²⁵⁹ United Nations – Climate Change, *The Paris Agreement*, <https://unfccc.int/process-and-meetings/the-paris-agreement/the-paris-agreement>.

mentre oggi, secondo quanto riferito dalle Nazioni Unite, fanno ufficialmente parte di quel patto 191 Stati (su 195 firmatari), tra cui anche gli Stati membri dell'Unione Europea²⁶⁰.

L'Accordo di Parigi è stato stipulato da questi Stati del mondo al fine di delineare un piano d'azione per contrastare e limitare il riscaldamento globale, il cambiamento climatico ed i suoi gravi effetti. In questo senso, i Governi partecipanti si sono accordati su alcune tematiche principali, tra cui²⁶¹:

- *La mitigazione del clima e la riduzione dei gas serra*: l'obiettivo a lungo termine (Articolo 2 dell'Accordo di Parigi), che si sono imposti, è quello di riuscire a mantenere l'aumento della temperatura media globale ben al di sotto dei 2°C rispetto ai livelli preindustriali e dunque, in particolare, di limitare l'aumento a 1,5°C, per evitare che gli effetti del surriscaldamento globale si verifichino con più frequenza. A tal fine, si sottolinea la necessità di cercare di raggiungere il prima possibile il picco mondiale delle emissioni (Articolo 4) – anche se ciò richiederà più tempo per i Paesi in via di sviluppo – e di intraprendere rapide riduzioni in seguito, anche grazie all'aiuto delle migliori conoscenze scientifiche, per raggiungere un equilibrio tra le fonti di emissioni e gli assorbimenti antropogenici di gas a effetto serra nella seconda metà del corrente secolo. Inoltre, i Paesi che hanno aderito all'Accordo hanno il compito di presentare dei piani d'azione nazionali per il clima (Articolo 3), chiamati anche “Contributi determinati a livello nazionale” (*nationally determined contributions*, NDC).
- *La trasparenza* (Articolo 13) e *il bilancio globale* (Articolo 14): i Paesi aderenti all'Accordo si impegnano a riunirsi ogni cinque anni per valutare i progressi collettivi ottenuti e gli obiettivi raggiunti per garantire il controllo e la trasparenza delle azioni intraprese, informando anche l'opinione pubblica. In aggiunta e successivamente, le informazioni reperite andranno a configurare un bilancio globale, il quale tiene traccia dei progressi compiuti rispetto agli impegni assunti.
- *L'adattamento* (Articolo 7): è necessario che i Paesi rafforzino la resilienza e riducano la vulnerabilità ai cambiamenti climatici in atto, contribuendo allo

²⁶⁰ Balocco, V., “Accordo sul clima di Parigi: che cos'è, cosa chiede, come sta evolvendo”, in ESG360, 16/03/2021, <https://www.esg360.it/normative-e-compliance/accordo-sul-clima-di-parigi-che-cose-cosa-chiede-come-sta-evolvendo/>.

²⁶¹ Le tematiche discusse nell'elenco sono state reperite da: Commissione Europea, *Accordo di Parigi*, https://climate.ec.europa.eu/eu-action/international-action-climate-change/climate-negotiations/paris-agreement_it.

sviluppo sostenibile. Inoltre, i Paesi in via di sviluppo devono ricevere un sostegno internazionale continuo anche ai fini dell'adattamento, in quanto sono i più fragili e i meno dotati di risorse.

- *Le perdite e i danni* (Articolo 8): tramite l'Accordo di Parigi, si riconosce l'importanza di saper prevenire, minimizzare ed affrontare le perdite ed i danni correlati agli effetti negativi dei cambiamenti climatici, implementando anche dei sistemi di allerta e delle assicurazioni contro i rischi.
- *Il ruolo delle città, delle regioni e delle autorità locali*: i soggetti non appartenenti alle Parti – le città, altre autorità subnazionali, la società civile, il settore privato e altri soggetti – sono chiamati ad intensificare gli sforzi per raggiungere gli obiettivi e a sostenere le azioni di riduzione delle emissioni, promuovendo la cooperazione regionale ed internazionale.
- *Il supporto*: l'UE e gli altri Paesi sviluppati si impegnano a sostenere l'azione per il clima per ridurre le emissioni e a rafforzare la resilienza agli effetti dei cambiamenti climatici nei Paesi in via di sviluppo. Inoltre, rimane saldo l'obiettivo collettivo dei Paesi sviluppati di mobilitare 100 miliardi di dollari all'anno entro il 2020, estendendolo fino al 2025, periodo dopo il quale verrà fissato un nuovo e maggiore obiettivo.

È evidente che, per raggiungere gli obiettivi dell'Accordo di Parigi, sia necessario intensificare pesantemente gli interventi in materia di cambiamento climatico. Dal 2015, ovvero l'anno della sua entrata in vigore, sono già nate molte soluzioni a basse emissioni di carbonio e nuovi mercati più green, grazie al virtuoso impegno di numerosi Paesi, regioni, città e aziende in termini obiettivi di *carbon neutrality*. Tali soluzioni a impatto zero di carbonio vengono adottate con sempre maggiore frequenza, tanto da diventare un vero e proprio elemento distintivo in termini di competitività in tutti i settori economici, ma con maggiore intensità soprattutto nei settori chiave dell'energia e dei trasporti²⁶².

L'UE è da sempre all'avanguardia negli sforzi internazionali per la lotta ai cambiamenti climatici, sia per l'intermediazione dell'Accordo di Parigi sia per il ruolo guida che tutt'oggi ricopre in questo campo. L'Accordo è stato formalmente ratificato dall'Unione Europea il 5 ottobre 2016 e questo ha fatto sì che trenta giorni dopo – il 4 novembre 2016 – entrasse in vigore. Infatti, per fare in modo che l'Accordo di Parigi fosse valido e potesse

²⁶² United Nations – Climate Change, *The Paris Agreement*, op. cit.

entrare in vigore, era necessaria la presenza di almeno 55 Paesi (o Parti) della Convenzione (UNFCCC), che dovevano rappresentare complessivamente almeno il 55% delle emissioni globali di gas a effetto serra e depositare i loro strumenti di ratifica, accettazione, approvazione o adesione presso il Depositario²⁶³. Ad oggi, l'UE e tutti i suoi Stati membri hanno firmato e ratificato tale Accordo, con l'intenzione e l'impegno di diventare la prima economia e società ad impatto climatico zero entro il 2050. Per fare ciò, nel quadro dell'Accordo di Parigi, la Commissione Europea è convenuta sull'esigenza di raggiungere tre importanti obiettivi²⁶⁴ entro il 2030, attraverso il Regolamento UE 2018/1999²⁶⁵:

- riduzione delle emissioni di gas ad effetto serra di almeno il 40% rispetto ai livelli del 1990, con target differenti a seconda dello Stato (per l'Italia la riduzione è del 33% rispetto al livello nazionale del 2005);
- incremento della percentuale di consumo energetico soddisfatto attraverso fonti rinnovabili di almeno il 32%;
- miglioramento dell'efficienza energetica di almeno il 32,5% rispetto al 1990, con obblighi specifici di risparmio energetico per ciascuno degli Stati membri.

Allo scopo di raggiungere tali obiettivi, lo stesso Regolamento UE individua cinque macroaree o dimensioni dell'energia di manovra, ovvero: sicurezza energetica; mercato interno dell'energia; efficienza energetica; decarbonizzazione; ricerca, innovazione e competitività.

In questo senso, il ruolo del settore finanziario è fondamentale nel raggiungimento degli obiettivi sopra menzionati dell'Unione Europea in termini di riduzione delle emissioni di gas ad effetto serra e di efficienza energetica, nell'ambito della transizione verso

²⁶³ United Nations - Climate Change, *Paris Agreement - Status of Ratification*, <https://unfccc.int/process/the-paris-agreement/status-of-ratification>.

²⁶⁴ Al fine di raggiungere questi specifici target energetici e climatici, la Commissione Europea ha stimato che saranno necessari €180 miliardi di investimenti annui aggiuntivi rispetto a quelli già stanziati. Fonte: FORUM PER LA FINANZA SOSTENIBILE, "L'Unione Europea e la finanza sostenibile. Impatti e prospettive per il mercato italiano", 2019, p. 11.

²⁶⁵ REGOLAMENTO (UE) 2018/1999 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO dell'11 dicembre 2018 sulla governance dell'Unione dell'energia e dell'azione per il clima che modifica le direttive (CE) n. 663/2009 e (CE) n. 715/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio, le direttive 94/22/CE, 98/70/CE, 2009/31/CE, 2009/73/CE, 2010/31/UE, 2012/27/UE e 2013/30/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, le direttive del Consiglio 2009/119/CE e (UE) 2015/652 e che abroga il regolamento (UE) n. 525/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio.

un'economia più sostenibile. Per questo, le istituzioni europee hanno deciso di riformare i mercati finanziari. Nello specifico, nel dicembre 2016, la Commissione Europea ha costituito un gruppo di esperti tecnici sulla finanza sostenibile, ovvero l'*High-Level Expert Group on Sustainable Finance* (HLEG), che ha il compito di delineare linee guida e raccomandazioni funzionali allo sviluppo della finanza sostenibile in Europa²⁶⁶.

Un ulteriore passo fondamentale nell'ambito delle politiche dell'Unione Europea è stato il report "*Financing a sustainable European Economy*", pubblicato dall'HLEG il 31 gennaio 2018, il quale evidenzia due fondamentali necessità per il sistema finanziario europeo:

1. il miglioramento del contributo della finanza alla crescita sostenibile e inclusiva e alla mitigazione dei cambiamenti climatici;
2. il rafforzamento della stabilità finanziaria attraverso l'integrazione dei fattori ambientali, sociali e di governance (fattori ESG) nelle decisioni di investimento.

Questi due imperativi messi in rilievo dall'HLEG sono particolarmente pressanti, in quanto i rischi legati al clima, al degrado dell'ambiente e degli altri aspetti della sostenibilità sono sempre maggiori e non si possono più ignorare²⁶⁷.

In risposta e sulla base di queste raccomandazioni dell'HLEG, l'8 marzo 2018 la Commissione Europea ha elaborato il piano d'azione comunitario per finanziare la crescita sostenibile, cioè il celebre "*Action Plan on Financing Sustainable Growth*"²⁶⁸: una tabella di marcia contenente una serie di misure, attività ed azioni specifiche, con le relative scadenze, che coinvolge tutti gli attori del mercato finanziario (investitori, gestori e intermediari). L'obiettivo primario del "Piano d'Azione per finanziare la crescita sostenibile" è quello di aumentare e sostenere gli investimenti in progetti sostenibili, favorendo l'integrazione dei criteri ESG, per ottenere un sistema finanziario che sia in grado di promuovere lo sviluppo sostenibile. In altre parole, il Piano d'Azione della

²⁶⁶ Tale gruppo di esperti in finanza sostenibile (HLEG) ha il compito di fornire consulenza alla Commissione Europea sull'orientamento del flusso di capitali pubblici e privati verso investimenti sostenibili, sull'identificazione delle misure da adottare per proteggere la stabilità del sistema finanziario dai rischi ambientali e sull'attuazione di tali politiche in tutta Europa. Fonte: European Commission, *High-Level Expert Group on sustainable finance* (HLEG), <https://finance.ec.europa.eu/publications/high-level-expert-group-sustainable-finance-hleg-en>.

²⁶⁷ EU High-Level Expert Group on Sustainable Finance, *Financing a sustainable European economy*, Final Report 2018, disponibile all'indirizzo: <https://finance.ec.europa.eu/system/files/2018-01/180131-sustainable-finance-final-report-en.pdf>.

²⁶⁸ Commissione Europea, "*Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*", COM (2018) 97, Bruxelles, 8 marzo 2018, disponibile a: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/it/ALL/?uri=CELEX:52018DC0097>.

Commissione Europea costituisce un primo passo fondamentale per la sostenibilità, che si esplica in un mezzo per poter mettere in atto l'Accordo di Parigi sul clima e l'Agenda 2030 delle Nazioni Unite con i suoi 17 obiettivi di sviluppo sostenibile (SDGs), adottati entrambi nel 2015²⁶⁹.

Attraverso il Piano d'Azione sulla finanza sostenibile, la Commissione Europea mira al raggiungimento di tre fondamentali obiettivi²⁷⁰, ovvero:

1. Si vogliono riorientare i flussi di capitali verso investimenti sostenibili o attività economiche sostenibili, al fine di riuscire a costruire una crescita ed un'economia maggiormente sostenibile ed inclusiva.

Infatti, il divario annuo di investimenti registrato dall'Europa è di quasi €180 miliardi per conseguire gli obiettivi climatici ed energetici dell'UE entro il 2030. Inoltre, una stima della Banca europea per gli investimenti (BEI) indica che il divario complessivo nei settori dei trasporti, dell'energia e dell'infrastruttura di gestione delle risorse è arrivato alla cifra annua di 270 miliardi di euro. Quindi, gli investimenti attuali sono insufficienti e non riescono a sostenere un'economia sostenibile dal lato ambientale e sociale²⁷¹.

2. Si desidera limitare e gestire i rischi di tipo finanziario derivanti dai problemi ambientali e sociali, come ad esempio il cambiamento climatico, l'esaurimento delle risorse, il degrado ambientale e le diseguaglianze sociali.

Ad oggi, i rischi ambientali e, soprattutto, quelli climatici non vengono presi in considerazione con la dovuta attenzione dal settore finanziario. A causa dell'aumento delle catastrofi naturali che affliggono l'ambiente, le banche sono esposte a maggiori perdite, in quanto le imprese più colpite dai cambiamenti climatici o dipendenti da risorse naturali in via di esaurimento generano minore redditività. Infatti, tra il 2007 e il 2016, le perdite economiche causate dalle condizioni metereologiche estreme nel mondo sono aumentate dell'86% (nello specifico, 129 miliardi di dollari nel 2016). Si tratta di un dato estremamente preoccupante²⁷².

²⁶⁹ Commissione Europea, "Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile", *op. cit.*, pp. 1-2.

²⁷⁰ Commissione Europea, "Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile", *op. cit.*, p. 2.

²⁷¹ Commissione Europea, "Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile", *op. cit.*, pp. 2-3.

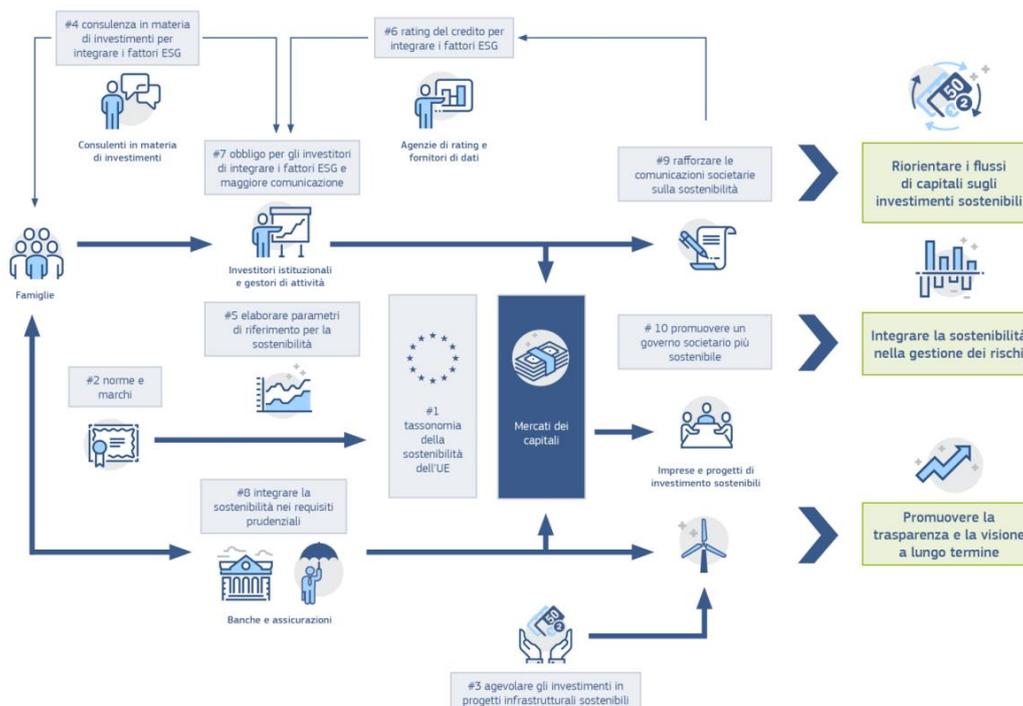
²⁷² Commissione Europea, "Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile", *op. cit.*, p. 3.

3. Si vuole migliorare, rafforzare e promuovere la trasparenza ed un approccio di lungo periodo nelle attività economico-finanziarie, che implica l'adozione di decisioni con obiettivi o conseguenze a lungo termine.

Per un corretto funzionamento del sistema finanziario, le attività degli attori del mercato devono essere trasparenti. Sotto questo punto di vista, la trasparenza delle imprese sulle questioni legate alla sostenibilità è fondamentale perché, ad esempio, consente agli attori del mercato di fare valutazioni adeguate sulla creazione di valore a lungo termine e sulla gestione dei rischi di sostenibilità delle imprese²⁷³.

Il Piano d'Azione della Commissione Europea prevede dieci specifiche azioni da avviare a livello europeo. Nello specifico, ad ognuno dei tre fondamentali obiettivi precedentemente elencati corrispondono una o più azioni, come illustrato nella Figura 2.1. L'analisi e l'approfondimento delle dieci azioni contenute nell'Action Plan costituisce l'oggetto del paragrafo successivo.

Figura 2.1. La visualizzazione delle azioni dell'Action Plan on financing Sustainable Growth.



Fonte: Commissione Europea, "Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile", p. 21.

²⁷³ Commissione Europea, "Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile", op. cit., p. 4.

2.3 I dieci punti dell'Action Plan on financing Sustainable Growth del 2018

Partendo dal primo dei tre fondamentali obiettivi a cui mira la Commissione Europea attraverso l'Action Plan on financing Sustainable Growth – riorientare i flussi di capitali verso investimenti sostenibili – le azioni specifiche predisposte sono 5.

“Azione 1: istituire un sistema unificato a livello dell'UE di classificazione delle attività sostenibili”²⁷⁴. Tale azione è probabilmente la più urgente ed importante del Piano d'Azione, in quanto se si vogliono orientare i flussi finanziari verso attività economiche più sostenibili, il senso del termine “sostenibile” deve essere compreso, definito e condiviso in modo chiaro a livello europeo. Quindi, con la prima azione si vuole creare un sistema, o tassonomia, unificato a livello europeo per la definizione e la classificazione delle attività economiche sostenibili. Questa “tassonomia europea” per la finanza sostenibile permetterà alle imprese finanziarie e non, agli investitori e a tutti gli attori economici di possedere un linguaggio di sostenibilità comune, in cui verranno definiti le norme in materia di sostenibilità, i marchi e gli indici sostenibili di riferimento. In questo modo, si creerà un quadro di riferimento condiviso a livello europeo, che fornirà informazioni dettagliate sui settori e le attività pertinenti, in base a criteri di selezione, soglie e metriche, contrastando al contempo anche i rischi legati al fenomeno del *greenwashing*²⁷⁵.

Vista la complessità e l'alta tecnica richiesta per definire una tassonomia europea completa sulla sostenibilità, che copra gli aspetti climatici, ambientali e sociali, sarà necessario un po' di tempo per ottenere questo risultato, in quanto si devono considerare anche le continue evoluzioni che si verificano a livello di mercato, di tecnologie e di ambiente. Pertanto, la tassonomia verrà integrata con un approccio graduale: un gruppo tecnico di esperti sulla finanza sostenibile – istituito dalla Commissione – in una prima

²⁷⁴ Commissione Europea, “Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile”, *op. cit.*, p. 5.

²⁷⁵ “Per *greenwashing* si intende una tecnica di comunicazione o di marketing perseguita da aziende, istituzioni ed enti che propongono come ecosostenibili le proprie attività, esaltando gli effetti positivi di alcune iniziative e al contempo cercando di occultare l'impatto ambientale negativo di altre o dell'impresa nel suo complesso”. Fonte: ESG News, “Greenwashing: cos'è e quali sono i quattro esempi più importanti”, 27/01/2022, <https://esgnews.it/focus/analisi-e-approfondimenti/greenwashing-definizione-ed-esempi/>.

fase (entro il primo trimestre del 2019) pubblicherà una relazione in cui verrà delineata una tassonomia sulle attività inerenti all'attenuazione e all'adattamento climatico e ad alcune attività ambientali; successivamente (entro il secondo trimestre del 2019) verrà istituita una tassonomia riguardante le restanti attività ambientali e sociali, considerandone tutti i rischi e gli effetti negativi ad esse collegate.

“Azione 2: creare norme e marchi per i prodotti finanziari sostenibili”²⁷⁶. In sostanza, attraverso la seconda azione, la Commissione Europea intende creare standard e certificazioni di qualità per i prodotti finanziari sostenibili, con il fine di garantire la credibilità e la trasparenza dei mercati finanziari e, al contempo, migliorare la fiducia degli investitori. Inoltre, la presenza di norme e di marchi dell'UE per i prodotti finanziari sostenibili renderebbe anche più facile l'accesso per gli investitori che ricercano prodotti *green*. Nel Piano d'Azione si citano le obbligazioni verdi, ovvero uno strumento utilizzato dagli operatori (imprese, banche, organizzazioni, ecc.) per contrarre prestiti presso gli investitori, con il fine di finanziare o rifinanziare progetti o attività “verdi”. In questo senso, una norma UE faciliterebbe l'orientamento corretto di maggiori investimenti verso progetti verdi: è compito del gruppo di esperti tecnici della Commissione sulla finanza sostenibile, entro il secondo trimestre del 2019, quello di redigere una relazione su una norma europea per le obbligazioni verdi; poi, entro il secondo trimestre del 2019, la Commissione deve precisare il contenuto del prospetto per le emissioni delle obbligazioni verdi.

Inoltre, una volta adottata la tassonomia di sostenibilità, la Commissione valuterà il potenziale merito dell'uso del regolamento sul marchio Ecolabel UE²⁷⁷ per creare un regime di assegnazione di marchi facoltativo, a livello UE, per taluni prodotti finanziari.

“Azione 3: promuovere gli investimenti in progetti sostenibili”²⁷⁸. Se l'obiettivo fondamentale è quello di conseguire un modello economico più sostenibile, è necessario che il capitale privato venga indirizzato verso progetti sostenibili. Un esempio di progetto sostenibile in cui si dovrebbe investire riguarda le infrastrutture: secondo una ricerca

²⁷⁶ Commissione Europea, *“Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile”*, op. cit., p. 6.

²⁷⁷ “Ecolabel UE è il marchio di qualità ecologica dell'Unione Europea che contraddistingue prodotti e servizi che, pur garantendo elevati standard prestazionali, sono caratterizzati da un ridotto impatto ambientale durante l'intero ciclo di vita”. Fonte: Ministero dell'Ambiente e della Sicurezza Energetica, *Ecolabel UE*, <https://www.mite.gov.it/pagina/ecolabel-ue>.

²⁷⁸ Commissione Europea, *“Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile”*, op. cit., p. 7.

dell'OCSE (Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico) – *Investing in Climate, Investing in Growth, 2017* – il 60% delle emissioni di gas ad effetto serra deriva dalle infrastrutture. Oltre alle infrastrutture, esistono molti altri progetti sostenibili, come quelli inerenti ai miglioramenti dell'efficienza energetica o alla diffusione delle energie rinnovabili. Però, non tutti i Paesi dell'UE o tutti i settori hanno le stesse possibilità e capacità di poter realizzare tali progetti: per questo, la Commissione Europea si adopera per garantire una maggiore assistenza consultiva per promuovere progetti di carattere ambientale, climatico e sociale, adottando anche ulteriori misure per migliorare l'efficienza degli strumenti di sostegno agli investimenti per i Paesi dell'UE. A tal proposito, la Commissione intende utilizzare il FEIS²⁷⁹ (cioè il FEIS 2.0, ovvero la proroga del FEIS fino al 2020) ed il Polo europeo di consulenza sugli investimenti (cioè il portale dell'UE per il sostegno agli investimenti).

Inoltre, l'azione tre non si riferisce solamente ai Paesi membri dell'UE: infatti, parallelamente, è stato avviato il piano dell'UE per gli investimenti esterni (PIE, *External Investment Plan*) per incentivare gli investimenti sostenibili nei Paesi partner vicini, come l'Africa e le regioni limitrofe all'Europa.

“Azione 4: integrare la sostenibilità nella consulenza finanziaria”²⁸⁰. Nel riorientamento del sistema finanziario verso la sostenibilità, è fondamentale l'intervento di determinati intermediari finanziari, come le imprese d'investimento e i distributori di prodotti assicurativi. In questo ambito, è già attiva la direttiva MiFID II²⁸¹ e la direttiva IDD²⁸², le

²⁷⁹ “Il Fondo Europeo per gli investimenti strategici (FEIS) costituisce il nucleo del piano di investimenti per l'Europa, inteso a stimolare la crescita economica a lungo termine e la competitività nell'Unione europea. Scopo del Fondo è contribuire a utilizzare finanziamenti pubblici, compresi finanziamenti a titolo del bilancio dell'UE, per mobilitare investimenti privati su un'ampia serie di progetti realizzati nell'UE”. Fonte: Consiglio Europeo, *Fondo europeo per gli investimenti strategici*, disponibile all'indirizzo: <https://www.consilium.europa.eu/it/policies/investment-plan/strategic-investments-fund/>.

²⁸⁰ Commissione Europea, “Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile”, *op. cit.*, pp. 7-8.

²⁸¹ La direttiva MiFID II (*Markets in Financial Instruments Directive*) è relativa ai mercati degli strumenti finanziari: si tratta della Direttiva 2014/65/EU, entrata in vigore il 3 gennaio 2018. Tale direttiva, insieme alla MiFIR (*Markets in Financial Instruments Regulation*), sostituì la direttiva MiFID 2004/39/EC, la quale disciplinò i mercati finanziari dell'UE dal 31 gennaio 2007 al 2 gennaio 2018. In sostanza, la MiFID II ha l'obiettivo di migliorare la trasparenza delle informazioni, per rendere i mercati più efficienti e gli investitori più consapevoli. Fonte: CONSOB, *MiFID II*, <https://www.consob.it/web/area-pubblica/mifid-2>.

²⁸² La direttiva IDD (*Insurance Distribution Directive*) è relativa alla distribuzione assicurativa: si tratta della direttiva europea 2016/97, entrata in vigore il 1° ottobre 2018. Si applica a tutti i prodotti assicurativi e si rivolge a tutti i soggetti della filiera della distribuzione assicurativa, con il fine di dare maggiore tutela al cliente, fornendo maggiore trasparenza e di aumentare gli obblighi di informativa e consulenza, uniformando le regole dei mercati finanziari e assicurativi. Fonte: Crédit Agricole – Leasing, *Direttiva IDD*, <https://www.ca-leasing.it/idd/>.

quali richiedono agli operatori appena elencati di proporre, quando offrono consulenza, prodotti adeguati alle esigenze dei clienti. In sostanza, con il Piano d'Azione per finanziare la crescita sostenibile, nel secondo trimestre del 2018, la Commissione andrà a modificare gli atti delegati della MiFID II e della IDD, al fine di garantire che anche le preferenze in materia di sostenibilità (come i fattori ambientali, sociali e di governance) siano tenute in considerazione in fase di selezione del prodotto e di valutazione dell'adeguatezza. Dunque, le imprese di investimento e i distributori di prodotti assicurativi dovrebbero chiedere ai propri clienti tali informazioni sulle loro preferenze in materia di sostenibilità, per tenerne conto nella valutazione di strumenti finanziari e assicurativi da suggerire.

Inoltre, l'azione quattro indica anche che la Commissione inviterà l'ESMA (l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati) ad inserire, nelle proprie linee guida, disposizioni sulle preferenze di sostenibilità per la valutazione dell'adeguatezza.

“Azione 5: elaborare indici di riferimento in materia di sostenibilità”²⁸³. Siccome gli indici di riferimento vengono utilizzati nella formazione del prezzo degli strumenti finanziari e di altre attività finanziarie, gli investitori guardano con attenzione questi strumenti perché essi permettono di tracciare e misurare le prestazioni e, quindi, di valutare le attività in cui investire. Pertanto, con l'azione cinque, la Commissione intende introdurre degli indici di riferimento ESG (entro il secondo trimestre del 2018), con l'obiettivo di garantire affidabilità e trasparenza, rendendo maggiormente consapevoli gli investitori nelle proprie scelte di investimento. È necessario che le metodologie adottate dai fornitori di indici nella costruzione dei benchmark di sostenibilità siano più trasparenti. Inoltre, la Commissione intende anche proporre un intervento volto ad armonizzare gli indici di riferimento. Infine, nel Piano si fa riferimento agli indici relativi al basso contenuto di carbonio: entro il secondo trimestre del 2019, il gruppo di esperti tecnici della Commissione ha il compito di delineare un metodo di elaborazione di tale indice.

Il secondo fondamentale obiettivo dell'*Action Plan on Financing Sustainable Growth* del 2018 – *integrare la sostenibilità nella gestione dei rischi finanziari* – è associato a 3 specifiche azioni.

²⁸³ Commissione Europea, “*Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*”, *op. cit.*, p. 8.

“Azione 6: integrare meglio la sostenibilità nei rating e nella ricerca di mercato”²⁸⁴. Negli ultimi anni, le aziende che svolgono ricerche di mercato e le agenzie di rating si sono impegnate per migliorare le valutazioni delle prestazioni ambientali, sociali e di governance delle imprese e le valutazioni del loro grado di avversione ai rischi connessi alla sostenibilità. Tali valutazioni sono molto importanti, in quanto consentono una maggiore trasparenza di informazioni tra gli emittenti e gli investitori e un’allocazione più sostenibile dei capitali. Inoltre, i rating di credito forniscono agli investitori la valutazione dell’affidabilità creditizia delle imprese e delle istituzioni pubbliche. Quindi, con l’azione sei, la Commissione intende stimolare l’integrazione dei criteri di sostenibilità (ambientale, sociale e di governance, ESG) da parte delle società di rating e di ricerca di mercato. In questo senso, la Commissione vuole intervenire in tre modi: 1) dal secondo trimestre del 2018, valuterà, con le parti interessate, se imporre alle agenzie di rating l’obbligo di integrare esplicitamente i fattori di sostenibilità (ESG) nelle loro valutazioni; 2) chiederà all’ESMA di incoraggiare le agenzie di rating del credito a includere totalmente la sostenibilità ed i rischi correlati; 3) entro il secondo trimestre del 2019, effettuerà uno studio sui rating di sostenibilità e la ricerca di mercato.

“Azione 7: chiarire gli obblighi degli investitori istituzionali e dei gestori di attività”²⁸⁵. Attraverso degli strumenti legislativi dell’UE, gli investitori istituzionali ed i gestori di attività sono chiamati ad agire nell’interesse dei loro investitori finali/beneficiari: si tratta dell’“obbligo fiduciario”. L’azione sette si riferisce all’introduzione di criteri di sostenibilità nella definizione del dovere fiduciario, tenendo anche conto dei rischi di sostenibilità nelle decisioni di investimento degli investitori finali. In sostanza, per attuare l’azione sette, entro il secondo trimestre del 2018, verrà presentata dalla Commissione una proposta legislativa con l’obiettivo di definire esplicitamente gli obblighi degli investitori istituzionali e dei gestori di attività nell’ambito della sostenibilità: integrare le tematiche di sostenibilità ed i rischi correlati nel processo decisionale degli investimenti. L’esito finale è sempre una maggiore trasparenza, in quanto gli investitori finali otterranno maggiori informazioni circa le proprie scelte di investimento.

²⁸⁴ Commissione Europea, “Piano d’azione per finanziare la crescita sostenibile”, *op. cit.*, p. 9.

²⁸⁵ Commissione Europea, “Piano d’azione per finanziare la crescita sostenibile”, *op. cit.*, p. 10.

“Azione 8: integrare la sostenibilità nei requisiti prudenziali”²⁸⁶. In questo caso, il contesto di riferimento è quello bancario e assicurativo: anche in questo ambito è fondamentale tenere in considerazione i rischi collegati alla sostenibilità, poiché banche, imprese di assicurazione e fondi pensione rappresentano la prima fonte di finanziamento esterno per l’economia europea e quindi giocano un ruolo di primo piano nella transizione verso un’economia più sostenibile. Per attuare questa azione, la Commissione valuterà se integrare i rischi connessi al clima e agli altri fattori di sostenibilità nella regolamentazione prudenziale, cercando di calibrare i requisiti patrimoniali delle banche per impedire che venga meno l’affidabilità e l’efficacia del quadro prudenziale attuale europeo: l’obiettivo è quello di identificare i requisiti patrimoniali che rappresentano più correttamente i rischi delle attività sostenibili delle banche e delle imprese di assicurazione. Inoltre, la Commissione, nel terzo trimestre 2018, chiederà all’EIOPA (Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali) di esprimere un parere sull’incidenza delle norme prudenziali sugli investimenti sostenibili per le imprese di assicurazione.

Infine, per quanto concerne l’ultimo fondamentale obiettivo (il terzo) del Piano d’Azione del 2018 – *promuovere la trasparenza e la visione a lungo termine* – le azioni di riferimento sono le ultime due indicate dal piano stesso.

“Azione 9: rafforzare la comunicazione in materia di sostenibilità e la regolamentazione contabile”²⁸⁷. Le comunicazioni societarie sui temi della sostenibilità sono utili agli investitori e alle parti interessate per valutare correttamente le proprie scelte di investimento, soprattutto per quanto riguarda la creazione di valore a lungo termine e l’esposizione ai rischi connessi alla sostenibilità delle imprese. Dal 2018, esiste già una direttiva europea che impone ad alcuni enti di interesse pubblico – grandi società quotate con oltre 500 dipendenti, banche ed imprese di assicurazione non quotate – di redigere una comunicazione di carattere non finanziario, ovvero un documento in cui vengono elencate le informazioni rilevanti sui principali aspetti ambientali, sociali e di governance e sulla gestione dei rischi collegati. Tuttavia, ciò non è sufficiente e, spesso, si tratta di

²⁸⁶ Commissione Europea, *“Piano d’azione per finanziare la crescita sostenibile”*, op. cit., pp. 10-11.

²⁸⁷ Commissione Europea, *“Piano d’azione per finanziare la crescita sostenibile”*, op. cit., p. 11-12.

un’informativa troppo flessibile e poco standardizzata. Per questo motivo, la Commissione decide di intervenire sulla comunicazione in quattro modi: 1) verificherà l’idoneità della legislazione europea inerente alle comunicazioni pubbliche delle società, compresa la direttiva NFI (*Non Financial Information*); 2) entro il secondo trimestre del 2019, riesaminerà le linee guida sulle informazioni non finanziarie; 3) entro il terzo trimestre del 2018, verrà istituito un laboratorio europeo per la comunicazione societaria sull’informativa finanziaria, per promuovere le migliori prassi sulla comunicazione societaria in materia di sostenibilità; 4) esorterà gli operatori finanziari a prendere in considerazione nelle proprie scelte di investimento i fattori di sostenibilità, comunicandoli in maniera adeguata.

In aggiunta, anche nell’ambito della contabilità sono sorte alcune preoccupazioni, in quanto si ritiene che le vigenti norme contabili non incoraggino le decisioni di effettuare investimenti sostenibili. Tale timore nasce a seguito dell’adozione – nel giorno 6 ottobre 2016 – della nuova norma contabile sugli strumenti finanziari (IFRS 9): si ritiene che tale norma potrebbe avere degli impatti negativi sugli investimenti a lungo termine. Per questo motivo, la Commissione inviterà il Gruppo consultivo europeo sull’informativa finanziaria a valutare in che modo i principi IFRS nuovi o riveduti incidono sugli investimenti sostenibili.

“Azione 10: promuovere un governo societario sostenibile e attenuare la visione a breve termine nei mercati dei capitali”²⁸⁸. Pure il governo societario può contribuire alla realizzazione di un’economia più sostenibile, ad esempio consentendo alle imprese di usufruire di provvedimenti per progettare nuove tecnologie o per migliorare i modelli e le prestazioni imprenditoriali. Allo stesso modo, ciò può agevolare la creazione di nuovi posti di lavoro e stimolare l’innovazione aziendale. Tuttavia, una visione manageriale improntata sulle prestazioni finanziarie a breve termine può sottovalutare le opportunità ed i rischi che derivano dalle questioni legate alla sostenibilità. Quindi, per promuovere un governo societario che favorisca gli investimenti sostenibili, la Commissione svolgerà un’analisi per decidere se: a) imporre ai consigli di amministrazione delle società di sviluppare una strategia in materia di sostenibilità e degli obiettivi di sostenibilità

²⁸⁸ Commissione Europea, *“Piano d’azione per finanziare la crescita sostenibile”*, op. cit., p. 12-13.

misurabili; b) definire le norme che obbligano gli amministratori ad agire nell'interesse a lungo termine dell'impresa.

Inoltre, con il Piano d'Azione per finanziare la crescita sostenibile e attraverso l'azione dieci, si vuole anche incentivare l'utilizzo di una visione a medio lungo termine nel mercato dei capitali. Per questo, la Commissione chiederà alle autorità europee di vigilanza e, in particolare all'ESMA, di verificare se effettivamente esiste un'indebita pressione per il breve termine da parte del mercato dei capitali sulle imprese.

Avendo discusso punto per punto le 10 azioni dell'Action Plan della Commissione europea, risulta evidente che tale piano d'azione darà uno straordinario contributo nel conseguire le finalità dell'Accordo di Parigi sul clima, nonché gli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile delle Nazioni Unite, potenziando l'ambizione dell'Europa di assumere un ruolo guida nella lotta ai cambiamenti climatici. Tuttavia, la transizione verso un'economia ed una società più sostenibile necessita indubbiamente di uno sforzo coordinato a livello mondiale. Per questo, il Piano d'azione può anche essere visto come un modello per le future discussioni delle assemblee internazionali, nell'intento condiviso di promuovere un mondo più sostenibile. Infatti, nei Paesi non UE gli approcci alla sostenibilità riportano significative differenze rispetto alla legislazione europea.

2.4 Il processo di attuazione dell'Action Plan

Due mesi dopo l'adozione del Piano d'Azione per finanziare la crescita sostenibile, ovvero a maggio 2018, la Commissione ha sviluppato una serie di proposte di Regolamenti²⁸⁹, avviando in questo modo l'attuazione delle prime misure contenute nel piano stesso. Tali proposte conferiscono al sistema finanziario dell'UE il ruolo di leader globale nel raggiungimento di un'economia più *green*, pulita e sostenibile. Attraverso queste proposte, si potrà sfruttare pienamente l'influenza del settore finanziario per combattere

²⁸⁹ Tali proposte sono riassunte in: Commissione Europea (2018), *Finanza sostenibile: rendere i mercati finanziari un incisivo strumento di contrasto dei cambiamenti climatici*, Comunicato stampa, Bruxelles, 24 maggio 2018, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/IP_18_3729.

i cambiamenti climatici. Infatti, esistono dei validi motivi per mettere la partecipazione e l'impegno del settore finanziario al servizio del futuro del nostro pianeta. In primis, la stabilità finanziaria è già altamente minacciata dagli effetti dei cambiamenti climatici (come inondazioni, erosioni del territorio o siccità), che stanno provocando gravi danni economici: si stima che le perdite dovute a tali devastanti eventi e coperte da assicurazioni nel 2017 siano di circa 110 miliardi di euro, ovvero la cifra più alta di sempre. In secondo luogo, se non si contrastano in tempo le gravi problematiche ambientali che affliggono il nostro pianeta, molti degli investimenti esistenti rischiano di rivelarsi inutili. Per ultimo, è necessario sfruttare a pieno le possibilità offerte dalle attività economiche sostenibili. Di fatto, come si legge nel comunicato stampa della Commissione Europea del 24 maggio 2018: «[...] Il settore finanziario dell'UE ha il potenziale di far crescere esponenzialmente la finanza sostenibile e diventare capofila mondiale in questo campo. Ciò dovrebbe avere un effetto positivo sulla crescita economica e la creazione di posti di lavoro, oltre a sostenere l'obiettivo dell'Unione dei mercati dei capitali (UMC) di creare un collegamento tra la finanza e le esigenze sia dell'economia europea, sia dell'agenda dell'UE per lo sviluppo sostenibile»²⁹⁰.

Tornando alle proposte di Regolamenti, le caratteristiche delle misure sono relative a:

- L'istituzione di un sistema di classificazione unificato a livello dell'Unione Europea delle attività eco-compatibili ("tassonomia"). Tale proposta stabilisce dei criteri armonizzati per individuare un'attività economica ecosostenibile, per poter determinare il grado di ecosostenibilità di un investimento, e delinea un processo che comprende una piattaforma multilaterale per l'istituzione di un sistema di classificazione unificato dell'Unione basato su un insieme di criteri specifici, finalizzato a stabilire quali attività economiche sono considerate sostenibili. Inoltre, la Commissione individuerà le attività che rispondono a tali criteri, considerando anche le pratiche e le iniziative attuali del mercato. Tramite questa proposta, gli operatori economici e gli investitori potranno prendere decisioni più informate. In breve, tale maggiore chiarezza garantirà che le strategie di investimento si rivolgano ad attività economiche che mirano effettivamente al raggiungimento degli obiettivi di sostenibilità. Nello specifico, l'Articolo 3 [COM(2018) 353] della proposta legislativa sancisce che un'attività economica è

²⁹⁰ Commissione Europea (2018), Comunicato stampa, *op. cit.*, Bruxelles, 24 maggio 2018.

considerata ecosostenibile, nel rispetto della “tassonomia”, se contribuisce in modo sostanziale al raggiungimento di uno o più obiettivi ambientali²⁹¹, senza arrecare danno al raggiungimento degli altri²⁹².

- La definizione di obblighi in capo agli investitori e di adempimenti informativi. Tramite questa proposta, la Commissione vuole introdurre maggiore coerenza e chiarezza circa le modalità con cui gli investitori istituzionali incorporano i fattori ESG nei processi decisionali cui vengono delegati dai propri clienti. In sostanza, si tratta degli obblighi di informativa al pubblico, ovvero della “*disclosure*”, per gli investitori istituzionali – gestori di patrimoni, compagnie di assicurazione, fondi pensionistici, consulenti finanziari – in merito alle modalità di integrazione dei fattori ambientali, sociali e di governance. Inoltre, tali soggetti dovrebbero dimostrare in che modo i loro investimenti sono conformi agli obiettivi ESG e rendere noto come adempiono agli obblighi previsti. Tale proposta risponde alla necessità di porre rimedio al disordine vigente nel mercato finanziario europeo, causato soprattutto dalle diversità legislative che esistono tra i vari Paesi membri²⁹³.

- La creazione di indici per investimenti a basso contenuto di carbonio. Tale proposta risponde alla necessità di rendere più chiara la metodologia di fornitura degli indici di riferimento, rendendoli anche maggiormente comparabili tra loro, e quindi migliorare il processo decisionale dei gestori di portafoglio. In sostanza, si vogliono realizzare delle nuove categorie di indici di riferimento, che comprendono: l'indice di basse emissioni di carbonio (*benchmark low-carbon*) e

²⁹¹ Gli obiettivi ambientali adottati dall'UE sono elencati all'Articolo 5 (“*Obiettivi ambientali*”): “*Ai fini del presente regolamento s'intendono per obiettivi ambientali:*

(1) la mitigazione dei cambiamenti climatici,

(2) l'adattamento ai cambiamenti climatici,

(3) l'uso sostenibile e la protezione delle acque e delle risorse marine,

(4) la transizione verso un'economia circolare, la prevenzione e il riciclaggio dei rifiuti,

(5) la prevenzione e il controllo dell'inquinamento,

(6) la protezione degli ecosistemi sani”.

²⁹² Proposta di REGOLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili, *COM(2018) 353 Final*, Bruxelles, 24/05/2018.

²⁹³ Proposta di REGOLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO sull'informativa in materia di investimenti sostenibili e rischi per la sostenibilità recante modifica della Direttiva (UE) 2016/2341, *COM(2018) 354 final*, Bruxelles, 24 maggio 2018.

l'indice di impatto positivo in termini di carbonio (*positive carbon impact*)²⁹⁴. Questo nuovo modello di riferimento di mercato dovrebbe riflettere l'impatto di carbonio delle imprese, dando anche maggiori informazioni agli investitori circa l'impronta di un certo portafoglio di investimenti in termini di emissioni²⁹⁵.

Inoltre, sempre a maggio del 2018, la Commissione ha avviato una consultazione pubblica riguardo all'integrazione dei criteri ESG nell'attività di consulenza fornita dalle imprese di investimento e di prodotti assicurativi ai singoli clienti. Tale consultazione persegue l'obiettivo – già menzionato nell'Azione 4 dell'*Action Plan* – di riformulare le Direttive MiFID II e IDD, ovvero rispettivamente quella relativa ai mercati degli strumenti finanziari e quella relativa alla distribuzione assicurativa. In sostanza, quando valutano se un prodotto soddisfa le esigenze di un cliente, tali imprese dovrebbero considerare anche le preferenze riguardanti la sostenibilità²⁹⁶.

A giugno 2018 si è assistito ad un altro passo importante per l'attuazione dell'*Action Plan*: la Commissione Europea ha nominato il *Technical Expert Group (TEG) on Sustainable Finance*, un gruppo di 35 esperti in materia di finanza sostenibile provenienti dalla società civile, dal mondo accademico e finanziario, nonché da organismi pubblici europei e internazionali. Il ruolo assunto dal TEG è quello di fornire supporto e consulenza alla Commissione nell'attuare l'*Action Plan*, concentrandosi su alcuni dei temi fondamentali del piano stesso, che sono anche strettamente correlati alle proposte di Regolamento presentate dalla Commissione appena discusse. Più precisamente, gli studi approfonditi del TEG riguardano²⁹⁷:

²⁹⁴ Tali indici sono stati riformulati con la risoluzione legislativa del Parlamento europeo del 26 Marzo 2019, come: *EU Climate Transition* e *EU Paris-aligned Benchmark*, cioè gli indici di riferimento UE di transizione climatica e gli indici di riferimento UE allineati con l'accordo di Parigi. Fonte: FORUM PER LA FINANZA SOSTENIBILE (2019), *op. cit.*, pp. 66-70.

²⁹⁵ Proposta di REGOLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO che modifica il regolamento (UE) 2016/1011 per quanto riguarda gli indici di riferimento di basse emissioni di carbonio e gli indici di riferimento di impatto positivo in termini di carbonio, *COM(2018) 355 final*, Bruxelles, 24 maggio 2018.

²⁹⁶ Il 4 gennaio 2019, la Commissione ha pubblicato un primo disegno di norme sulle modalità con cui asset manager e consulenti finanziari/assicurativi devono tenere conto delle considerazioni ambientali, sociali e di governance. Fonte: FORUM PER LA FINANZA SOSTENIBILE (2019), *op. cit.*, p. 13.

²⁹⁷ La fonte bibliografica di riferimento è: FORUM PER LA FINANZA SOSTENIBILE (2019), *op. cit.*, p. 13.

1. Il sistema europeo di classificazione, ovvero la “tassonomia” delle attività economiche ecocompatibili (con priorità sulle tematiche ambientali e, soprattutto, sulla mitigazione e sull’adattamento al cambiamento climatico).
2. La rendicontazione delle informazioni ESG sulle politiche e sui prodotti degli investitori istituzionali, ovvero la “*disclosure* ESG”.
3. Il miglioramento delle linee guida circa la rendicontazione delle informazioni legate al clima da parte di imprese di grandi dimensioni e di interesse pubblico (società quotate, banche, asset manager, compagnie assicuratrici).
4. Criteri comuni per la costruzione di *benchmark* climatici²⁹⁸, ossia di standard di riferimento affidabili che riducano il rischio di *greenwashing* e aumentino la trasparenza del mercato.
5. Green Bond Standard, ovvero una certificazione di qualità europea per le obbligazioni verdi.

Il TEG, suddiviso in gruppi di lavoro, ha avviato i suoi lavori di cui sopra nel luglio 2018, arrivando alla pubblicazione di quattro importanti Report – sulle aree tematiche indicate dalla Commissione Europea – per l’attuazione del Piano d’Azione europeo sulla finanza sostenibile, il giorno 18 giugno 2019²⁹⁹.

Per concludere, in estrema sintesi, si può sostenere che la strategia della Commissione Europea per l’attuazione del Piano d’Azione e, quindi, per orientare i flussi di capitali o gli investimenti verso obiettivi sostenibili e promuovere una maggiore trasparenza delle informazioni per gli attori del mercato, si fonda su tre pilastri chiave, di cui si è discusso sopra: a) tassonomia europea; b) obblighi di informativa al pubblico (*disclosure*); c) indici climatici e standard di investimento sostenibile³⁰⁰. Nei sottoparagrafi successivi verranno approfonditi questi tre pilastri, attraverso lo studio dei rispettivi Regolamenti UE.

²⁹⁸ “Un benchmark climatico è un parametro di riferimento per gli investimenti che seleziona e pesa i titoli al fine di perseguire – insieme con gli obiettivi finanziari – obiettivi specifici relativi alla riduzione delle emissioni di gas a effetto serra e alla transizione verso un’economia a bassa intensità di carbonio”. Fonte: FORUM PER LA FINANZA SOSTENIBILE (2019), *op. cit.*, p. 66.

²⁹⁹ Borsa Italiana, “UE e finanza sostenibile: i passi avanti della Commissione. Presentati gli ultimi tre report del TEG e le nuove linee guida per la rendicontazione sul clima”, Forum per la Finanza Sostenibile, 28/06/2019, in <https://www.borsaitaliana.it/finanza-sostenibile/regolamentazione/report-teg.htm>.

³⁰⁰ Dall’intervento di Giuseppe Siani (Capo del Dipartimento Vigilanza bancaria e finanziaria della Banca d’Italia), “L’impatto del processo di attuazione dell’Action Plan sulla Finanza sostenibile”, Festival dello Sviluppo Sostenibile (ASVIS) - Le imprese di fronte agli Obiettivi dell’Agenda 2030: le nuove sfide della regolazione europea e di Next generation Eu, Banca d’Italia Eurosystem, Roma, 6/10/2021.

2.4.1 Il regolamento UE 2020/852: il Regolamento Tassonomia

La definizione di una tassonomia europea delle attività sostenibili rappresenta forse il perno più importante della strategia dell'Unione Europea nel raggiungimento di un'economia più sostenibile. Infatti, senza una definizione comune di sostenibilità a livello europeo – per le imprese finanziarie e non finanziarie – è difficile immaginare di raggiungere gli obiettivi a cui mira l'Unione Europea. Attraverso tale definizione, gli operatori possono beneficiare di un quadro di riferimento chiaro e certo per le proprie scelte finanziarie. Inoltre, la tassonomia contribuisce anche ad evitare i temuti rischi propri del *greenwashing*³⁰¹.

Il Regolamento di riferimento su cui poggiano la maggior parte delle considerazioni da qui a seguire è il Regolamento UE 2020/852³⁰², conosciuto anche come “Regolamento Tassonomia”, che è entrato in vigore 12 luglio 2020. Prima di passare ai dettagli della normativa, che illustra gli obiettivi e i principi di funzionamento della tassonomia, è bene ricordarne la definizione:

«La tassonomia è una classificazione delle attività economiche eco-compatibili concepita come strumento per guidare le scelte di investitori e imprese in vista della transizione verso una crescita economica priva di impatti negativi sull'ambiente e, in particolare, sul clima»³⁰³.

Quindi, la Tassonomia europea serve a dotare i mercati finanziari e le aziende di uno standard comune per identificare quali sono le attività sostenibili. Tale necessità è conseguente agli obiettivi in termini ambientali e, soprattutto climatici, perseguiti dall'Unione europea. Infatti, l'UE, per allinearsi agli obiettivi fissati dall'Accordo di Parigi, si è impegnata a ridurre del 55% le emissioni di gas ad effetto terra entro il 2030 (rispetto ai livelli del 1990), per raggiungere nel 2050 la neutralità climatica. Naturalmente, questo cambio di passo economico ed energetico necessiterà di risorse consistenti, in cui oltre ai

³⁰¹ Intervento di Giuseppe Siani, *op. cit.*, Roma, 6/10/2021.

³⁰² REGOLAMENTO (UE) 2020/852 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 18 giugno 2020 relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del regolamento (UE) 2019/2088, Gazzetta ufficiale dell'Unione europea, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32020R0852>.

³⁰³ FORUM PER LA FINANZA SOSTENIBILE (2019), *op. cit.*, p. 31.

fondi pubblici, ci sarà bisogno anche del contributo dei capitali privati: una stima riporta che all'Unione Europea serviranno 175-290 miliardi di euro di investimenti supplementari all'anno. Da questa breve analisi, risulta chiaro il motivo per cui è nata la necessità di creare una tassonomia, stabilendo regole chiare ed univoche: aiutare gli investitori nell'indirizzare le proprie scelte, evitando il fenomeno del *greenwashing* ed utilizzando la finanza privata come fonte di capitali da orientare verso attività economiche sostenibili³⁰⁴.

Entrando nel vivo de Regolamento UE 2020/852, la definizione delle attività economiche ecosostenibili – per determinare il grado di ecosostenibilità di un investimento – si basa sulla possibilità di queste di contribuire a sei obiettivi ambientali³⁰⁵, elencati all'Articolo 9 del predetto Regolamento: “a) la mitigazione dei cambiamenti climatici; b) l'adattamento ai cambiamenti climatici; c) l'uso sostenibile e la protezione delle acque e delle risorse marine; d) la transizione verso un'economia circolare; e) la prevenzione e la riduzione dell'inquinamento; f) la protezione e il ripristino della biodiversità e degli ecosistemi”.

Quindi, per potersi definire ecocompatibile, un'attività economica deve soddisfare questi quattro criteri (Articolo 3):

1. Contribuire in maniera sostanziale al raggiungimento di uno o più dei sei obiettivi ambientali;
2. Non arrecare un danno significativo a nessuno degli obiettivi ambientali;
3. Essere svolta nel rispetto di garanzie sociali minime (come quelle previste dalle linee guida dell'OCSE, dai documenti delle Nazioni Unite su imprese e diritti umani o dalle convenzioni dell'Organizzazione Internazionale del Lavoro);
4. Rispettare i criteri tecnici individuati dal TEG, che definiscono dei requisiti quantitativi e/o qualitativi in base ai quali ciascuna attività concorre al raggiungimento di almeno uno dei sei obiettivi ambientali (*Substantial contribution*) e non ostacola il raggiungimento degli altri obiettivi (*Doing No Significant Harm, DNSH*).

³⁰⁴ Rete Clima, “La Tassonomia EU: il gold standard per la finanza sostenibile”, 22/02/2022, disponibile all'indirizzo: <https://www.reteclima.it/la-tassonomia-eu-il-gold-standard-per-la-finanza-sostenibile/>.

³⁰⁵ I sei obiettivi ambientali ricalcano quelli identificati dalla Commissione europea, già elencati al paragrafo 2.4 del presente lavoro, contenuti nella Proposta di regolamento relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili, 24 maggio 2018, art. 5.

Quindi, in base al Regolamento UE 2020/852, per poter rientrare nella Tassonomia europea, un'attività economica deve rispettare questi quattro criteri.

Per quanto riguarda l'ambito di applicazione del Regolamento, all'Articolo 1 viene specificato che il regolamento si applica: *“a) alle misure adottate dagli Stati membri o dall'Unione che stabiliscono obblighi per i partecipanti ai mercati finanziari o gli emittenti in relazione a prodotti finanziari o obbligazioni societarie resi disponibili come ecosostenibili; b) ai partecipanti ai mercati finanziari che mettono a disposizione prodotti finanziari; c) alle imprese soggette all'obbligo di pubblicare una dichiarazione di carattere non finanziario o una dichiarazione consolidata di carattere non finanziario ai sensi, rispettivamente, dell'articolo 19 bis o dell'articolo 29 bis della direttiva 2013/34/UE del Parlamento europeo e del Consiglio”*.

In questo senso, come sottolineato dalla Commissione, la Tassonomia vuole essere una guida pratica, chiara ed univoca per gli agenti economici (politici, imprese, investitori, ecc.) sui modi in cui investire in attività che favoriscano un'economia più sostenibile. Non si tratta, quindi, di un elenco obbligatorio di requisiti di matrice ambientale.

Come precedentemente detto, la normativa sulla Tassonomia è in vigore dal 12 luglio 2020, cioè dopo la pubblicazione del Regolamento UE 2020/852 sulla Gazzetta Ufficiale europea, il quale rappresenta l'impianto giuridico generale. Invece, i criteri e i dettagli tecnici, che stabiliscono effettivamente le soglie da rispettare per definire un'attività come sostenibile, sono contenuti in una serie di Atti delegati della Commissione, i cui contenuti fanno riferimento ai Report elaborati dal TEG³⁰⁶. Per inciso, si ricorda che il lavoro del TEG (*Technical Expert Group on Sustainable Finance*) è terminato a settembre 2020, e al suo posto è stata creata la “Piattaforma per la finanza sostenibile”³⁰⁷. Per ora, gli Atti delegati emanati dalla Commissione specificano ed illustrano i dettagli tecnici che si

³⁰⁶ Rete Clima, *op. cit.*, 22/02/2022.

³⁰⁷ I suoi compiti sono: a) consigliare la Commissione sui criteri tecnici di selezione per la tassonomia dell'UE, compresa l'utilizzabilità dei criteri; b) consigliare la Commissione sulla revisione del Regolamento Tassonomia, favorendo l'inclusione di altri obiettivi di sostenibilità, compresi gli obiettivi sociali e le attività che danneggiano in modo significativo l'ambiente; c) monitorare e riferire sui flussi di capitale verso gli investimenti sostenibili; d) fornire consulenza alla Commissione sulla politica di finanza sostenibile in generale. Per approfondire, si veda: European Commission, *Platform on Sustainable Finance*, https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/overview-sustainable-finance/platform-sustainable-finance_en.

riferiscono ai primi dei due obiettivi di sostenibilità (mitigazione³⁰⁸ dei cambiamenti climatici e adattamento³⁰⁹ ai cambiamenti climatici), mentre il lavoro sugli altri quattro obiettivi è ancora in corso d'opera³¹⁰.

In breve, il primo Atto delegato³¹¹ relativo agli aspetti climatici della Tassonomia è stato pubblicato dalla Commissione ad aprile 2021 e adottato il 4 giugno dello stesso anno. Tale documento chiarisce quali sono i criteri tecnici per identificare le attività economiche che possono contribuire in modo sostanziale al raggiungimento dei primi due obiettivi ambientali, ovvero mitigazione e adattamento ai cambiamenti climatici. Questi criteri trovano applicazione dal 1° gennaio 2022: da questa data gli operatori finanziari devono illustrare se gli investimenti dei prodotti finanziari sono in linea con la Tassonomia europea. L'atto delegato dell'aprile 2021 contiene un elenco di oltre cento attività economiche, appartenenti a diversi settori – tra cui energia, trasporti, edilizia, attività manifatturiere – e per ogni attività, individua dei criteri tecnici indicanti le soglie quantitative entro cui vi è un contributo agli obiettivi di mitigazione e adattamento climatico³¹². Per i restanti quattro obiettivi ambientali verrà pubblicato un altro Atto delegato, che conterrà i corrispondenti criteri tecnici di *screening*.

È bene sottolineare che quello presentato è il punto di vista dell'Unione europea e che non necessariamente viene condiviso anche su scala mondiale. La Tassonomia UE è considerata quella più avanzata e completa al mondo, ma anche altri Paesi si stanno muovendo in questo senso. Tuttavia, in un mondo globalizzato il pericolo è che, se ogni

³⁰⁸ “Con il termine ‘mitigazione’ si fa riferimento all’insieme delle iniziative volte a limitare l’impatto delle attività umane sul clima attraverso la riduzione e/o la rimozione delle emissioni di gas a effetto serra”. Cfr. FORUM PER LA FINANZA SOSTENIBILE (2019), *op. cit.*, p. 34.

³⁰⁹ “Per ‘adattamento’ si intende il miglioramento della capacità di prevedere e affrontare gli effetti negativi del cambiamento climatico, a fronte di danni presenti e/o futuri alle attività economiche, agli ambienti naturali e ai contesti sociali”. Cfr. FORUM PER LA FINANZA SOSTENIBILE (2019), *op. cit.*, p. 36.

³¹⁰ Intervento di Giuseppe Siani, *op. cit.*, Roma, 6/10/2021.

³¹¹ REGOLAMENTO DELEGATO (UE) 2021/2139 DELLA COMMISSIONE del 4 giugno 2021 che integra il regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio fissando i criteri di vaglio tecnico che consentono di determinare a quali condizioni si possa considerare che un'attività economica contribuisce in modo sostanziale alla mitigazione dei cambiamenti climatici o all'adattamento ai cambiamenti climatici e se non arreca un danno significativo a nessun altro obiettivo ambientale, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32021R2139>.

³¹² Nel testo non vengono considerati due settori molto discussi: gas e nucleare. Un atto delegato complementare (sempre riferito ai primi due obiettivi sostenibili), che copre anche questi due settori, è stato adottato il 1° febbraio 2022 e approvato dal Parlamento europeo il 5 luglio 2022. Fonte: Etica SGR, “Tassonomia verde, l'Europa scrive il vocabolario della finanza sostenibile”, 4/07/2022, disponibile a: <https://www.eticasgr.com/storie/approfondimenti/tassonomiaverde#:~:text=Compito%20del%20TEG%20era%3A%20individuare,70%20attivit%C3%A0%20considerate%20dalla%20Tassonomia>.

nazione elabora un proprio sistema di norme sulla tassonomia in base alla propria economia nazionale, le singole misure saranno meno efficaci e più complicate da leggere insieme. Ad esempio, il Regno Unito ha un mercato ESG in forte crescita e sta lavorando ad una propria Tassonomia, pur dichiarando di non voler seguire il modello UE. Anche il Canada, il Giappone, la Cina ed il Sudafrica stanno lavorando ad un sistema unificato che definisca cosa sono gli investimenti *green*. Tuttavia, soprattutto per quanto riguarda la Cina, sussistono dei dubbi sulla rigidità della tassonomia e sull'effettiva intenzione di allinearsi agli standard europei per favorire lo sviluppo della finanza sostenibile. Infine, si segnala che gli Stati Uniti non sembrano ancora essere propensi a adottare una tassonomia e che i criteri adottati non saranno mai paragonabili a quelli stringenti dell'UE. Una Tassonomia condivisa in tutti i Paesi sarebbe la soluzione migliore, ma viste queste premesse, si rischierebbe di attendere troppo tempo per riuscire a collaborare a livello mondiale³¹³.

2.4.2 Il regolamento UE 2019/2088: *Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR)*

Il Regolamento Europeo 2019/2088 (*Sustainable Finance Disclosure Regulation, SFDR*)³¹⁴, relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari, è stato introdotto il 27 novembre 2019 ed è successivamente entrato in vigore in Europa il 10 marzo 2021. Tramite questo regolamento, sono stati previsti nuovi obblighi di trasparenza per i partecipanti ai mercati finanziari e per i consulenti finanziari nell'ambito dell'incorporazione dei rischi di sostenibilità nei processi di investimento. In sostanza, il Regolamento SFDR costituisce un passo fondamentale del Piano d'Azione per la finanza sostenibile, avendo come obiettivo principe quello di disciplinare il mondo degli investimenti ESG e, più precisamente, quello di garantire maggiore chiarezza, trasparenza e standardizzazione delle informazioni per gli investitori per ciò che concerne i prodotti finanziari ESG. Di conseguenza, attraverso queste nuove informazioni, gli investitori

³¹³ Rugi, T., "Paese che vai tassonomia che trovi. La finanza sostenibile fuori dall'Ue", in *Economicircolare.com - L'informazione in circolo*, 24/11/2021, disponibile a: <https://economicircolare.com/tassonomia-finanza-sostenibile-fuori-ue/>.

³¹⁴ REGOLAMENTO (UE) 2019/2088 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 27 novembre 2019 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari, Gazzetta ufficiale dell'Unione europea, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019R2088&from=it>.

hanno a disposizione un mezzo per comparare i prodotti finanziari, potendo anche valutarne il grado di sostenibilità e prendere decisioni informate ed in linea con i propri obiettivi.

È bene precisare che questa normativa, uniformando i requisiti di reporting sui prodotti finanziari, è nata anche perché potenzialmente potrebbe porre un freno al fenomeno del “*greenwashing*” finanziario, il quale purtroppo ha oramai raggiunto proporzioni preoccupanti³¹⁵.

I soggetti a cui si applica la normativa SFDR, ovvero i destinatari, sono tutti i partecipanti ai mercati finanziari (ovvero i *financial markets participants*, FMP) – come le società di investimento, le banche, le assicurazioni, le società di gestione del risparmio e i fondi pensione – nonché i consulenti finanziari (ovvero i *financial advisor*, FA), che hanno sede nell’Unione Europea o che hanno clienti situati in UE. Il regolamento SFDR è senza dubbio una normativa complessa, composta da 20 articoli. In breve, si vuole sviluppare l’informativa agli investitori sui temi di sostenibilità dei fornitori di servizi finanziari, ovvero gli operatori che offrono servizi (che comportano l’assunzione di decisioni di investimento) e gli operatori che offrono raccomandazioni di investimento³¹⁶. Tali soggetti devono comunicare dati su come tengono conto dei fattori ESG sia nei processi decisionali di investimento che seguono, sia in tutti i prodotti finanziari che vendono nei mercati dell’UE³¹⁷.

I punti cardine del Regolamento SFDR si riferiscono essenzialmente a due questioni fondamentali:

- La *disclosure*, ovvero l’informativa al pubblico, cioè le informazioni di sostenibilità che i soggetti in questione sono obbligati a comunicare.
- I prodotti finanziari, che vengono distinti in due categorie ESG a seconda delle loro caratteristiche.

Prima di analizzare questi due punti, è importante comprendere la definizione di “investimento sostenibile” o ESG. A tal proposito, il Regolamento SFDR propone una

³¹⁵ Rete Clima, “Il regolamento SFDR e la trasparenza dei fondi ESG”, 03/04/2022, disponibile all’indirizzo: <https://www.reteclima.it/il-regolamento-sfdr-e-la-trasparenza-dei-fondi-esg/>.

³¹⁶ Intervento di Giuseppe Siani, *op. cit.*, Roma, 6/10/2021.

³¹⁷ Investi Responsabilmente, “Regolamento UE sulla trasparenza delle informazioni di sostenibilità (2019/2088 – SFDR)”, <https://investiresponsabilmente.it/glossario/sfdr-regolamentoue-2088/>.

definizione “qualitativa”, elencando – all’Articolo 2, paragrafo 17 – i tre requisiti da rispettare per essere considerato tale: a) un investimento in un’attività economica che contribuisce ad un obiettivo ambientale, o ad un obiettivo sociale, o un investimento in capitale umano o in comunità più deboli a livello economico e sociale; b) tale investimento non deve danneggiare in modo significativo nessuno dei predetti obiettivi; c) le imprese che beneficiano di tali investimenti devono avere buone pratiche di governance.

Per quanto riguarda gli obblighi informativi – ovvero la *disclosure* – questi si differenziano sia per l’oggetto di riferimento dell’informazione (informazioni riferite ai partecipanti ai mercati finanziari/ai consulenti, oppure, al prodotto finanziario), sia per il modo in cui viene fornita l’informativa (informativa o via web, o precontrattuale o periodica). Relativamente ai prodotti, la normativa prevede che, nei documenti precontrattuali e in quelli periodici, è obbligatorio riportare:

- Le modalità di definizione, misurazione e integrazione nelle decisioni di investimento dei rischi di sostenibilità³¹⁸ e l’indicazione di quali sono gli impatti che possono avere nel rendimento finanziario del prodotto considerato.
- Per gli investimenti che possono essere definiti come “sostenibili”, si deve riportare quali sono gli obiettivi di sostenibilità perseguiti e come si raggiungeranno.
- Per gli investimenti che non sono ESG, è necessario spiegare il motivo per cui, tra le scelte di investimento, non sono state prese in considerazione anche quelle riguardanti gli investimenti sostenibili.

Va precisato che il Regolamento SFDR non obbliga i soggetti ad orientare i flussi di capitali verso investimenti sostenibili, ma li obbliga ad informare i clienti circa questa particolare categoria di investimenti, per renderli più consapevoli delle proprie scelte. In altre parole, i soggetti che non propongono gli investimenti sostenibili ai clienti, devono darne adeguata spiegazione: di fatto, pur non imponendolo in modo diretto, l’SFDR promuove l’investimento in attività ESG³¹⁹.

³¹⁸ “Per «rischio di sostenibilità» si intende un evento o una condizione di tipo ambientale, sociale o di governance che, se si verifica, potrebbe provocare un significativo impatto negativo sul valore dell’investimento”. Cfr. *Regolamento UE 2019/2088, op. cit.*

³¹⁹ Rete Clima, *op. cit.*, 03/04/2022.

Relativamente ai soggetti finanziari (partecipanti ai mercati finanziari e consulenti), questi dovranno comunicare agli investitori finali, attraverso i propri siti web o le dichiarazioni pubblicitarie, le seguenti informazioni:

- Le informazioni riguardanti le proprie politiche di integrazione dei rischi di sostenibilità nel processo decisionale di investimento o nella consulenza (come per i prodotti finanziari, di cui sopra).
- Gli impatti negativi³²⁰ che le decisioni di investimento o la consulenza potrebbero generare sui fattori di sostenibilità.
- Le informazioni sul modo in cui le politiche di remunerazione applicate sono coerenti con l'integrazione dei rischi di sostenibilità.

Dopo l'informativa (*disclosure*), l'altro punto fondamentale del Regolamento SFDR è relativo alla classificazione dei prodotti finanziari, che – come detto precedentemente – vengono distinti in due diverse categorie:

- 1) L'Articolo 8 definisce la prima categoria di prodotti di investimento ESG, ovvero il prodotto finanziario che “promuove, tra le altre caratteristiche, caratteristiche ambientali o sociali, o una combinazione di tali caratteristiche”.
- 2) L'Articolo 9 illustra la seconda categoria, che riguarda ogni prodotto finanziario che “ha come obiettivo investimenti sostenibili” con (comma 1) o senza (comma 2) un indice di riferimento, o ogni prodotto finanziario che “ha come obiettivo la riduzione delle emissioni di carbonio” (comma 3).

I prodotti finanziari che non sono compresi in queste categorie, che non sono focalizzati sulla sostenibilità, o che non rispettano le due condizioni poste dall'Articolo 2 paragrafo 17 del regolamento non possono essere definiti “investimenti sostenibili” o ESG.

Dopo più di un anno dall'entrata in vigore del Regolamento SFDR, è evidente che tale normativa sia essenziale nel favorire un mercato europeo dei prodotti sostenibili, che infatti stanno riscuotendo un sempre maggiore interesse in questi ultimi anni. Questo dato è confermato da una recente analisi di Morningstar (dati al 31 dicembre 2021), che

³²⁰ Si tratta dei principali impatti negativi ai fattori di sostenibilità (PAI, *Principal adverse sustainability impacts*). “Per «principali effetti negativi» si dovrebbero intendere gli effetti delle decisioni di investimento e delle consulenze in materia di investimenti che determinano incidenze negative sui fattori di sostenibilità”. Cfr. *Regolamento UE 2019/2088, op. cit.*

indica che gli asset dei fondi classificati come Articolo 8 e 9 dell'SFDR (di cui sopra) siano pari al 42,4% di tutti i fondi europei, raggiungendo 4000 miliardi di euro a fine 2021³²¹.

Nonostante ciò, siccome la trasparenza nelle *disclosure* da sola non può cambiare radicalmente i mercati, l'Unione Europea sta continuando il suo lavoro verso un'economia più sostenibile.

Si evidenzia che gli altri Paesi non UE presentano una regolamentazione differente anche per quanto riguarda la *disclosure* di sostenibilità, per cui ogni Paese ne sta elaborando una propria più o meno in linea con quella europea. Tuttavia, si tratta di normative recentissime e, quindi, gli effetti concreti saranno visibili più tardi rispetto a quelli previsti dagli standard dell'Unione europea³²².

2.4.3 Indici climatici e standard di investimento sostenibile

Il terzo pilastro fondamentale della strategia della Commissione Europea per l'attuazione del Piano d'Azione per finanziare la crescita sostenibile si riferisce all'introduzione di indici benchmark – denominati “*EU Climate Transition*” e “*EU Paris-aligned*” (conformi alla transizione climatica e all'accordo di Parigi) e la creazione di standard di investimento sostenibili con specifiche etichette. Questi aspetti si riferiscono alla terza proposta di Regolamento del maggio 2018, discussa precedentemente.

Innanzitutto, per quanto concerne gli indici climatici, attraverso il Regolamento UE 2019/2089³²³, che è stato adottato alla fine di novembre 2019, sono stati introdotti due tipologie di benchmark climatici³²⁴:

³²¹ La percentuale precisa indica che i fondi conformi all'Articolo 8 rappresentano il 37,7%, mentre quelli conformi all'Articolo 9 rappresentano il 4,7%. Fonte: Rete Clima, *op. cit.*, 03/04/2022.

³²² Per approfondire, si consiglia: FundsPeople, “*ESG: guida per capire a che punto sono le regolamentazioni dei principali Paesi del mondo*”, 08/02/2022, disponibile a <https://fundspeople.com/it/esg-guida-per-capire-a-che-punto-sono-le-regolamentazioni-dei-principali-paesi-del-mondo/>.

³²³ REGOLAMENTO (UE) 2019/2089 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 27 novembre 2019 che modifica il regolamento (UE) 2016/1011 per quanto riguarda gli indici di riferimento UE di transizione climatica, gli indici di riferimento UE allineati con l'accordo di Parigi e le comunicazioni relative alla sostenibilità per gli indici di riferimento, Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32019R2089&from=EN>.

³²⁴ Fonte: ASVIS, “*Finanza per lo sviluppo sostenibile. Un tema strategico per l'Agenda 2030*”, Alleanza Italiana per lo Sviluppo Sostenibile, Position Paper 2020, Gruppo di Lavoro trasversale, ottobre 2020, p. 13.

1. I benchmark di transizione climatica (*Climate Transition Benchmark*), ovvero quelli che “selezionano i titoli in base agli obiettivi di riduzione delle emissioni di gas serra delle società emittenti, in modo che il portafoglio si collochi su una traiettoria di decarbonizzazione”.
2. I benchmark allineati all’Accordo di Parigi (*Paris-aligned Benchmark*), che “selezionano i titoli in modo che il livello di emissioni del portafoglio sia coerente con uno scenario compatibile con l’Accordo di Parigi, cioè con il contenimento dell’aumento delle temperature medie globali entro i 1,5°”.

In aggiunta, nello stesso Regolamento, è richiesto alle società che elaborano e forniscono gli indici (*index provider*) di divulgare informazioni per quanto concerne le loro modalità di integrazione dei temi inerenti alla sostenibilità nei metodi di costruzione dei benchmark. Questi risultati si basano sul Report finale pubblicato dal TEG a settembre 2019, denominato “*TEG final report on climate benchmarks and benchmarks’ ESG disclosure*”³²⁵. Tale report stabilisce i requisiti tecnici minimi per la metodologia dei nuovi benchmark climatici dell’UE, con lo scopo di aiutare gli investitori a prendere decisioni informate, evitando alle parti di incorrere nei rischi derivanti dal *greenwashing*. Infatti, nel Report viene anche raccomandata una serie di requisiti di divulgazione ESG per gli amministratori di benchmark, compresa la comunicazione dell’allineamento con l’Accordo di Parigi³²⁶.

Per quanto riguarda la definizione di alcuni standard europei di investimento sostenibili, come precedentemente visto esaminando l’azione numero due dell’*Action Plan* (creare norme e marchi per i prodotti finanziari sostenibili), riveste una notevole importanza la proposta per uno standard europeo volontario per l’emissione di *green bond* o obbligazioni verdi (*EU Green Bond Standard, GBS*) avanzata dalla Commissione³²⁷. Più precisamente, si tratta di creare un sistema di criteri condivisi a livello dell’UE per l’emissione di obbligazioni verdi. Attraverso questo standard, si assegna la certificazione di “EU Green Bond” a ogni tipo di obbligazione o strumento di debito, quotato o meno,

³²⁵ Per approfondire il report del TEG (Settembre 2019), si consulti il seguente indirizzo: https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/190930-sustainable-finance-teg-final-report-climate-benchmarks-and-disclosures_en.pdf.

³²⁶ Etica News, “*Il TEG pubblica la relazione finale sui climate benchmark*”, 3/10/2019, disponibile a: <https://www.eticanews.it/il-teg-pubblica-la-relazione-finale-sui-climate-benchmark/>.

³²⁷ Intervento di Giuseppe Siani, *op. cit.*, Roma, 6/10/2021.

emesso da un emittente (sia pubblico che privato) europeo o internazionale, a condizione che dimostri di rispettare il GBS³²⁸.

In questo senso, la proposta di Regolamento della Commissione nasce in seguito alla pubblicazione da parte del TEG di un report³²⁹, a giugno 2019, in cui raccomanda la creazione, su base volontaria e non legislativa, di tale standard europeo, al fine di migliorare la trasparenza dei mercati e la comparabilità dei prodotti e aumentare il volume degli investimenti, stimolando gli operatori di mercato a emettere e investire in obbligazioni verdi UE. Nello stesso report, il TEG spiega i principi fondamentali e la struttura del *Green Bond Standard*, che comprendono: a) l'allineamento alla Tassonomia delle attività eco-compatibili; b) la pubblicazione di un framework sui *green bond*, ovvero un documento pubblicato dall'emittente in cui si danno informazioni sull'utilizzo delle risorse reperite e sulla strategia seguita; c) la produzione di report sull'uso dei proventi e sull'impatto ambientale generato; d) la verifica, operata da un revisore esterno, della conformità del framework e dell'allocazione dei proventi. Infine, il TEG consiglia alla Commissione di non introdurre atti normativi per almeno tre anni, allo scopo di poter monitorare e studiare la reazione del mercato all'introduzione dello standard³³⁰.

In conclusione, nel processo di attuazione dell'*Action Plan* del 2018, questo standard europeo per gli emittenti di obbligazioni *green* (imprese finanziarie e non finanziarie, sia del settore pubblico che di quello privato) può rappresentare un buon impulso nel finanziare le attività economiche conformi ai criteri della Tassonomia³³¹.

2.5 L'economia circolare e la nuova strategia industriale europea

Avendo analizzato punto per punto i principi cardine dell'*Action Plan* del 2018 della Commissione Europea, quello che ci si chiede ora è in che modo queste buone pratiche di sostenibilità possono essere applicate concretamente al tessuto sociale ed

³²⁸ ASVIS, *op. cit.*, ottobre 2020, pp. 13-14.

³²⁹ Per consultare il Report del TEG (giugno 2019), si veda: https://finance.ec.europa.eu/system/files/2019-06/190618-sustainable-finance-teg-report-green-bond-standard_en.pdf.

³³⁰ Per approfondire, si veda: FORUM PER LA FINANZA SOSTENIBILE (2019), *op. cit.*, pp. 82-84.

³³¹ Intervento di Giuseppe Siani, *op. cit.*, Roma, 6/10/2021.

imprenditoriale dell'economia europea. Dopo aver approfondito questi aspetti, si entrerà nel vivo dei rapporti tra imprese e banche – l'oggetto di riferimento del lavoro di tesi – negli ultimi due paragrafi del presente capitolo.

In questo senso, è necessario fare un passo indietro ed esplorare il concetto di "economia circolare", ovvero un modello economico totalmente opposto rispetto a quello classico attuale dell'economia lineare. Per economia circolare si intende "*un modello di produzione e consumo che implica condivisione, prestito, riutilizzo, riparazione, ricondizionamento e riciclo dei materiali e prodotti esistenti il più a lungo possibile*"³³².

L'11 marzo 2020 la Commissione europea ha presentato un importante documento: il "*Circular Economy Action Plan*"³³³, nel quale vengono specificati anche i settori in cui si vuole intervenire al più presto per accelerare la transizione verso un'economia più sostenibile. Si tratta di un nuovo programma che mira a creare un'Europa più *green*, pulita, competitiva e che coinvolge gli operatori economici, i consumatori, i cittadini e le organizzazioni della società civile. Questo programma d'azione si inserisce nell'ambito del *Green Deal* europeo del 12 dicembre 2019, il quale mira all'ambizioso obiettivo di fare dell'Europa il primo continente ad impatto climatico zero entro il 2050, attraverso il ripristino della biodiversità, la riduzione dell'inquinamento, l'uso efficiente delle risorse e, quindi, il passaggio ad un'economia circolare. Il Piano d'Azione per l'Economia Circolare è stato pensato per prevedere delle misure di intervento concrete lungo tutto il ciclo di vita dei prodotti e delle catene di produzione al fine di proteggere l'ambiente e i consumatori, collaborando fortemente con le imprese e tutti i portatori di interesse. In altre parole, questo Piano d'Azione si inserisce nel quadro della strategia industriale dell'UE relativa alla transizione verso un'economia più sostenibile, inclusiva e competitiva

³³² Parlamento europeo – Direzione generale della Comunicazione, "*Economia circolare: definizione, importanza e vantaggi. Che cosa significa economia circolare? Tutti i vantaggi per l'ambiente, la crescita e i cittadini spiegati in un video e un'infografica*", Articolo 20151201STO05603, 06/12/2022, disponibile a: https://www.europarl.europa.eu/pdfs/news/expert/2015/12/story/20151201STO05603/20151201STO05603_it.pdf.

³³³ Commissione europea, "COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO, AL CONSIGLIO, AL COMITATO ECONOMICO E SOCIALE EUROPEO E AL COMITATO DELLE REGIONI. Un nuovo piano d'azione per l'economia circolare per un'Europa più pulita e più competitiva", *COM(2020) 98 final*, Bruxelles, 11/03/2020, disponibile a: https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:9903b325-6388-11ea-b735-01aa75ed71a1.0020.02/DOC_1&format=PDF.

e deve essere letto congiuntamente all'Action Plan sulla finanza sostenibile, al Green Deal europeo e agli obiettivi di sviluppo sostenibile dell'Agenda 2030³³⁴.

Innanzitutto, nel piano vengono considerati i prodotti di consumo, i quali devono essere progettati per durare più a lungo, devono essere meglio riparabili e riutilizzabili e devono contenere una quantità maggiore di materiali riciclati. Di fatto, la Commissione intende incentivare la progettazione e l'utilizzo di prodotti sostenibili nell'UE, anche limitando i prodotti monouso, promuovendo il modello del "prodotto come servizio" e la cultura del riciclo. Poi, l'attenzione passa al lato dei consumatori (cittadini privati ed enti pubblici), per cui si intende dare loro accesso a informazioni più attendibili e facilmente reperibili sui prodotti sostenibili, soprattutto nel tema della riparabilità³³⁵.

Un punto fondamentale del Piano d'azione per l'economia circolare riguarda il fatto di focalizzarsi sui settori economici che utilizzano più risorse e che hanno un potenziale di circolarità alto. Ciò risulta importante nell'ottica di generare importanti risparmi di materie e riduzioni di scarti di produzione, creando al contempo valore aggiunto per le imprese. In sostanza, l'obiettivo è quello di aumentare la circolarità nei processi industriali europei, rivedendo la direttiva sulle emissioni industriali, promuovendo il settore della bioeconomia sostenibile e circolare, nonché l'utilizzo delle tecnologie digitali per la gestione delle risorse e il ricorso alle tecnologie verdi. Nello specifico, le principali azioni saranno indirizzate in via prioritaria specifici settori, quali³³⁶:

- L'elettronica e le tecnologie dell'informazione e della comunicazione: siccome i rifiuti derivanti dalle apparecchiature elettriche ed elettroniche rappresentano uno dei flussi di rifiuti che cresce maggiormente in UE, l'intenzione è quella di progettare dispositivi più duraturi, riparabili, riciclabili ed ecocompatibili. Alcune misure interesseranno anche i caricabatterie dei cellulari e dei dispositivi analoghi.
- Le batterie e i veicoli: si punta ad una mobilità elettrica e sostenibile sia sulle lunghe che sulle brevi percorrenze. Le principali misure riguardano, ad esempio, il riciclaggio delle pile e delle batterie, la revisione dei modelli di smaltimento dei veicoli a fine vita e la promozione di modelli commerciali più circolari.

³³⁴ Commissione europea, "Cambiare il modo in cui produciamo e consumiamo: il nuovo piano d'azione per l'economia circolare indica la strada da seguire per progredire verso un'economia climaticamente neutra e competitiva, in cui i consumatori siano responsabilizzati", Comunicato stampa, Bruxelles, 11/03/2020, disponibile a: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/ip_20_420.

³³⁵ Commissione europea, COM(2020) 98 final, 11/03/2020, op. cit., pp. 3-6.

³³⁶ Commissione europea, COM(2020) 98 final, 11/03/2020, op. cit., pp. 6-13.

- Gli imballaggi: i rifiuti di imballaggio costituiscono un grande problema ambientale in Europa. Gli interventi in questo ambito riguardano la riduzione dei rifiuti degli imballaggi e degli imballaggi eccessivi, la progettazione di imballaggi più riciclabili e riutilizzabili, nonché nuove regole sui requisiti che questi devono rispettare per essere immessi sul mercato dell'UE.
- La plastica: si intende aumentare l'utilizzo e la diffusione della plastica riciclata e limitare drasticamente la presenza di microplastiche nell'ambiente. Verranno proposti dei requisiti obbligatori per la riduzione dei rifiuti plastici e per il contenuto riciclato.
- Il settore tessile: posto che tale settore è uno tra i più impattanti per l'utilizzo di materie prime e per le emissioni di gas ad effetto serra, l'UE intende intervenire nel riutilizzo dei tessuti, nella lotta contro la *fast fashion*, nel maggiore utilizzo di prodotti tessili sostenibili e circolari e negli standard di raccolta differenziata dei rifiuti tessili.
- Il settore delle costruzioni e dell'edilizia: si tratta di un settore molto dannoso per l'ambiente, a causa della quantità di rifiuti ed emissioni di gas ad effetto serra che produce. L'UE intende delineare una strategia generale per un ambiente edificato sostenibile, intervenendo sull'efficienza energetica e dei materiali, la gestione dei rifiuti edili di costruzione e di demolizione e il contenuto riciclato dei prodotti edili.
- Il settore dei prodotti alimentari, acque e nutrienti: essendo anche questo settore molto impattante per l'ambiente, si punta alla riduzione degli sprechi alimentari, all'aumento della sostenibilità della distribuzione dei prodotti alimentari, all'utilizzo di prodotti riutilizzabili nella ristorazione, all'efficienza idrica nei processi industriali.

Inoltre, un'apposita sezione dell'Action Plan per l'economia circolare è dedicata al tema dei rifiuti generati dalle attività economiche e dalle singole abitazioni. L'UE intende aumentare la quantità di materie riciclate, raggiungere appositi *target* di riduzione dei rifiuti, utilizzare lo schema della responsabilità estesa del produttore ed efficientare la raccolta differenziata dei rifiuti³³⁷.

³³⁷ Commissione europea, *COM(2020) 98 final*, 11/03/2020, *op. cit.*, pp. 14-17.

Avendo riassunto brevemente i diversi interventi programmati dall'UE, risulta evidente che i settori in cui viene posta maggiore attenzione e viene data la massima priorità per poter realizzare la transizione verso un'economia più sostenibile sono l'elettronica, l'ICT (tecnologie dell'informazione e della comunicazione), il settore tessile, nonché naturalmente anche l'edilizia, le costruzioni, l'alimentare, i trasporti e i prodotti chimici³³⁸.

Il raggiungimento degli obiettivi di sviluppo sostenibile o delle misure previste dall'Action Plan sulla finanza sostenibile, o ancora degli impegni assunti nell'ambito dell'Accordo di Parigi non possono non accompagnarsi ad una parallela transizione verso un'economia sostenibile nel modello di produzione e di consumo europeo. Conseguentemente, viene richiesto agli Stati membri di modificare i propri processi produttivi in un modello di crescita circolare, al fine di ridurre i consumi di materie prime ed intensificare l'utilizzo di materiali riciclati. Il sistema imprenditoriale europeo dovrebbe puntare ad una strategia che sia in grado di restituire al Pianeta più di quanto attualmente sottrae. Certamente si tratta di una transizione difficile ed onerosa, ma altrettanto allettante in termini di potenziale creazione di nuovi posti di lavoro e di nuove opportunità produttive, che si andrebbero a ripercuotere in un aumento del PIL europeo. Non solo, le imprese potrebbero veder aumentare i propri profitti, ad esempio, grazie alla riduzione dei costi di acquisto delle materie prime, mettendole anche al sicuro dalle fluttuazioni dei prezzi³³⁹.

Per riassumere, la sostenibilità va necessariamente declinata nel settore del *food*, promuovendo scelte alimentari sostenibili, la lotta allo spreco e la competitività dei prodotti agroalimentari sostenibili. La seconda declinazione della sostenibilità riguarda il settore dei trasporti, con il fine ultimo di diminuire progressivamente le emissioni di gas serra, incentivando l'uso di sistemi di mobilità più puliti e di carburanti alternativi. Il terzo settore di grande interesse per la transizione sostenibile è quello dell'edilizia, per cui l'Unione europea intende efficientare le *performance* energetiche degli edifici pubblici e privati, fare ricorso ai principi dell'economia circolare nella progettazione edilizia e intensificare i controlli per un'edilizia meno impattante sull'ambiente. Infine, anche il

³³⁸ Sistema Nazionale per la Protezione dell'Ambiente, "Al via l'action plan europeo per l'economia circolare 2020", 17/03/2020, in SNPambiente, disponibile a: <https://www.snpambiente.it/2020/03/17/al-via-laction-plan-europeo-per-leconomia-circolare-2020/>.

³³⁹ Letizi, M., "Circular economy: Action Plan della Commissione europea", in NTPlus Diritto – Il Sole 24 Ore, 28/06/2021, disponibile a: <https://ntplusdiritto.ilsole24ore.com/art/circular-economy-action-plan-commissione-europea-AEmxZxS>.

settore dell'industria va articolato in termini di maggiore sostenibilità, attraverso un minor utilizzo di materie prime nella produzione industriale, la creazione di nuovi prodotti circolari e climaticamente neutri e l'adozione di misure concrete per l'utilizzo di materiali riciclabili³⁴⁰.

Si precisa che a febbraio 2021, il Parlamento europeo ha adottato una risoluzione su tale Piano d'azione per l'economia circolare, al fine di richiedere ulteriori azioni per il raggiungimento di un'economia più pulita, *green*, sostenibile e totalmente circolare entro il 2050. Inoltre, le prime misure del Piano sono state pubblicate dalla Commissione europea nel marzo 2022 e riguardano in particolar modo: i prodotti ecosostenibili, la responsabilizzazione dei consumatori, la legislazione sui prodotti da costruzione e l'approccio sostenibile al settore tessile³⁴¹. Più recentemente, a novembre 2022, la Commissione ha proposto nuove normative relative agli imballaggi, in quanto fonte di sempre maggiori rifiuti³⁴².

Sempre a marzo del 2020, la Commissione europea ha presentato anche una nuova strategia industriale europea con l'obiettivo di supportare l'industria europea nel ruolo di guida della transizione verso la neutralità climatica e di *leadership* digitale, in linea con il Green Deal. L'intento dell'UE è quello di consentire alle aziende di essere in grado di contribuire attivamente agli obiettivi di neutralità climatica³⁴³. Le imprese, per poter realizzare tali ambizioni, devono essere supportate da una politica industriale efficiente e trasversale. In breve, gli elementi principali della trasformazione industriale dell'Europa sono riconducibili ai seguenti sette pilastri: 1) intensificare il mercato unico europeo e farlo divenire più digitale; 2) tutelare le condizioni di parità a livello mondiale; 3) supportare l'industria lungo la transizione verso la neutralità climatica; 4) aumentare la

³⁴⁰ Geraci, E., "Sostenibilità e Finanza: la sostenibilità come paradigma del futuro nello spazio europeo", PwC TLS Avvocati e Commercialisti, 03/12/2020, disponibile a: <https://www.ui.torino.it/notizia/84033/esg-una-sigla-per-il-futuro-economia-sostenibile/download/57626/>.

³⁴¹ Parlamento europeo – Direzione generale della Comunicazione, 06/12/2022, *op.cit.*

³⁴² Per approfondire, si veda: Commissione europea, "Green Deal europeo: mettere fine allo spreco di imballaggi, promuovere il riutilizzo e il riciclaggio", Comunicato stampa, Bruxelles, 30/11/2022, disponibile: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/ip_22_7155?fbclid=IwAR17DTjpv2Z22Wf8tQ73xYvoQ7yjuvXVeT8kZhrYDEri9eMkrz4XJrS-eAA.

³⁴³ Parlamento europeo – Attualità, "Nuova politica industriale UE: le sfide da affrontare", 18/11/2020, disponibile: <https://www.europarl.europa.eu/news/it/headlines/economy/20201112ST091445/nuova-politica-industriale-ue-le-sfide-da-affrontare>.

circularità dell'economia europea; 5) favorire l'innovazione industriale; 6) assicurare qualificazione e riqualificazione; 7) investire risorse nella transizione *green*³⁴⁴.

In sostanza, viene riconosciuto il ruolo di primo piano dell'industria europea nell'ambito della transizione verso la neutralità climatica. Per questo motivo, tutte le catene del valore industriali dovranno compiere ingenti sforzi per ridurre le proprie emissioni di gas ad effetto serra e, al contempo, fornire soluzioni tecnologiche nuove e più pulite per accelerare tale transizione. La nuova strategia industriale europea deve fondarsi su una stretta collaborazione tra le istituzioni dell'UE, gli Stati membri, le industrie e tutti gli altri attori interessati, al fine di poter realizzare un mercato all'avanguardia nelle tecnologie pulite e di consentire che l'industria europea diventi un esempio anche per il resto del mondo³⁴⁵.

Come è evidente, anche in questo ambito la normativa è in costante evoluzione, in quanto lo è l'ambiente stesso ed i risultati di politiche poco attente a queste tematiche sono sempre più evidenti. Il momento di intervenire si fa progressivamente più vicino e inderogabile, perlomeno in ambito europeo.

2.6 Dichiarazione non finanziaria, obblighi informativi e *reporting* di sostenibilità: dalla Direttiva NFRD alla CSRD

La crescente attenzione data ai temi della sostenibilità, riassunti dalla sigla ESG, si è necessariamente estesa anche al mondo delle imprese, le quali sempre più spesso considerano le questioni ESG nelle proprie scelte strategiche. Questo fatto riflette il cambiamento del paradigma economico ed imprenditoriale attualmente in corso, per cui si passa dalla concezione classica di fare impresa orientata esclusivamente alla valutazione delle performance economico-finanziarie, ad un paradigma economico che comprende anche le dimensioni della sostenibilità. Infatti, non è più corretto limitare gli

³⁴⁴ Consiglio europeo, Politica industriale dell'UE - "Una nuova strategia industriale per l'Europa", disponibile a: <https://www.consilium.europa.eu/it/policies/eu-industrial-policy/>.

³⁴⁵ Per approfondire, si rimanda a: European commission, COMMUNICATION FROM THE COMMISSION TO THE EUROPEAN PARLIAMENT, THE EUROPEAN COUNCIL, THE COUNCIL, THE EUROPEAN ECONOMIC AND SOCIAL COMMITTEE AND THE COMMITTEE OF THE REGIONS. A New Industrial Strategy for Europe", COM(2020) 102 final, Brussels, 10/03/2020, disponibile a: <https://www.improntaetica.org/wp-content/uploads/2020/04/Strategia-industriale-europea.pdf>.

aspetti chiave aziendali ai soli costi e ricavi, in quanto esistono altre dimensioni in grado di influenzare la valutazione di un'organizzazione: l'ambiente, i dipendenti e gli altri *stakeholder*, l'utilizzo delle risorse naturali, il territorio, e così via. Dato questo cambio di passo verso le tematiche ESG, non è strano accompagnare al tradizionale documento contabile che illustra i risultati economico-finanziari obbligatorio per qualsiasi società (il bilancio d'esercizio), anche nuovi strumenti di *reporting* delle performance di carattere non finanziario³⁴⁶.

Quindi, per verificare se un'azienda integra nella propria attività economica i fattori ESG, nel rispetto delle regole e delle leggi in materia, ovvero se un'azienda implementa correttamente nelle proprie politiche aziendali le tematiche ambientali, sociali e di governance, si può andare a controllare se questa impresa redige un qualche *reporting* di carattere non finanziario. Di fatto, esistono diverse tipologie di *reporting* delle performance di carattere non finanziario³⁴⁷:

- Il bilancio ambientale, il bilancio sociale e il bilancio di sostenibilità.
- Il bilancio integrato.
- La dichiarazione non finanziaria (DFN).

Il "bilancio ambientale" è una relazione volontaria che descrive il rapporto impresa-ambiente, presentando le strategie adottate ed i risultati ottenuti dalle imprese in riferimento alla tutela dell'ambiente, al fine di monitorare e comunicare i propri impatti ambientali. Il "bilancio sociale" è anch'esso un documento volontario³⁴⁸ che descrive la relazione tra la dimensione contabile e l'insieme dei rapporti che l'azienda intrattiene con la comunità in cui opera, valutando gli effetti e gli impatti che l'attività economica produce sulla società. Come sintesi dei primi due, il "bilancio di sostenibilità" è un *reporting* non finanziario di carattere volontario, contenente informazioni circa le responsabilità, i comportamenti ed i risultati sociali, ambientali ed economici, spiegando anche le

³⁴⁶ Basso Ricci, J., "Informazioni di carattere non finanziario: nuove modalità per rendicontare le performance", in ESG360, 12/04/2021, disponibile a: <https://www.esg360.it/normative-e-compliance/informazioni-di-carattere-non-finanziario-nuovi-modalita-per-rendicontare-le-performance/>.

³⁴⁷ La fonte utilizzata per la descrizione delle diverse tipologie è: Basso Ricci, J., *op. cit.*, ESG360, 12/04/2021.

³⁴⁸ Il bilancio sociale è una rendicontazione di carattere volontario, fatta eccezione per "le imprese sociali (art. 9 comma 2 del d.lgs. 112/2017) e taluni enti del Terzo Settore (art. 14 comma 1 del d.lgs.117/2017), per la cui elaborazione si devono seguire le 'Linee Guida per la redazione del bilancio sociale degli enti del Terzo settore', pubblicate con Decreto del Ministero del lavoro e delle politiche sociali il 4 luglio 2019". Cfr. Basso Ricci, J., *op. cit.*, ESG360, 12/04/2021.

caratteristiche del governo societario dell'impresa. Tale tipologia di bilancio, fornendo informazioni sulla sostenibilità in modo trasparente, è utile per tutti gli *stakeholder* che vogliono analizzare il grado di sostenibilità di un'impresa.

Il “bilancio integrato” (*Integrated Report*) rappresenta “una comunicazione sintetica che illustra come la strategia, la governance, le performance e le prospettive di un'organizzazione consentono di creare valore nel breve, medio e lungo periodo nel contesto in cui essa opera”³⁴⁹. Nello specifico, è un documento in cui vengono raggruppati sia i risultati economico-finanziari (contenuti all'interno del classico bilancio d'esercizio), sia i risultati inerenti agli impatti ambientali, sociali ed economici dell'attività dell'impresa. Rispetto al bilancio di sostenibilità, il bilancio integrato organizza le dimensioni aziendali nella particolare logica dei “capitali”, ossia evidenziando come questi interagiscono nella produzione di valore (ad esempio, il capitale finanziario, produttivo, umano, sociale, naturale). Inoltre, a differenza del bilancio di sostenibilità, in quello integrale si può rappresentare la relazione esistente tra la strategia e le performance con le dimensioni ambientali, sociali ed economiche. Si tratta, quindi, di un documento in grado di fornire informazioni complete e di semplice comprensione.

La “dichiarazione/rendicontazione non finanziaria” (DNF) o “*non-financial disclosure*” (NFD) è un po' più complessa e per questo si è deciso di trattarla in modo più dettagliato e approfondito, rispetto agli altri documenti di *reporting*. Innanzitutto, la dichiarazione non finanziaria viene utilizzata per riportare informazioni di carattere non finanziario, legate agli aspetti sociali, ambientali, economici. In sostanza, si tratta di un documento in cui viene comunicato l'impatto dell'attività economica dell'impresa sulle tre dimensioni di sostenibilità³⁵⁰. L'aspetto fondamentale della dichiarazione non finanziaria è che, diversamente dagli altri documenti visti, si tratta di un documento di carattere non volontario: l'Unione europea ha introdotto l'obbligo di una *non-financial disclosure* con la Direttiva UE n. 34 del 2013³⁵¹, che è stata successivamente integrata dalla Direttiva UE n.

³⁴⁹ Borsa Italiana, Glossario Finanziario – “*Bilancio integrato*”, disponibile al seguente indirizzo web: <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/bilancio-integrato.html>.

³⁵⁰ Basso Ricci, J., *op. cit.*, ESG360, 12/04/2021.

³⁵¹ DIRETTIVA 2013/34/UE DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 26 giugno 2013 relativa ai bilanci d'esercizio, ai bilanci consolidati e alle relative relazioni di talune tipologie di imprese, recante modifica della direttiva 2006/43/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e abrogazione delle direttive

95 del 2014³⁵², conosciuta anche come “*Non-Financial Reporting Directive*” (NFRD). Quindi, a livello comunitario, tramite questa Direttiva, è stato fissato che le imprese di grandi dimensioni (enti di interesse pubblico), che superano un numero medio di 500 dipendenti durante l’esercizio, devono includere nella relazione sulla gestione una “dichiarazione di carattere non finanziario”. Sempre all’Articolo 1 (Direttiva 2014/95/UE), viene indicato che il contenuto di tale dichiarazione riguarda informazioni ambientali, sociali, relative al personale, al rispetto dei diritti umani, alla lotta contro la corruzione e all’andamento dell’impresa, dei suoi risultati e all’impatto della sua attività. Nello specifico, le informazioni che devono essere presenti nella dichiarazione non finanziaria includono³⁵³:

- “a) una breve descrizione del modello aziendale dell’impresa;
- b) una descrizione delle politiche applicate dall’impresa in merito ai predetti aspetti, comprese le procedure di dovuta diligenza applicate;
- c) il risultato di tali politiche;
- d) i principali rischi connessi a tali aspetti legati alle attività dell’impresa anche in riferimento, ove opportuno e proporzionato, ai suoi rapporti, prodotti e servizi commerciali che possono avere ripercussioni negative in tali ambiti, nonché le relative modalità di gestione adottate dall’impresa;
- e) gli indicatori fondamentali di prestazione di carattere non finanziario pertinenti per l’attività specifica dell’impresa”.

Successivamente, nell’ambito del Regolamento 2020/852 (“Regolamento Tassonomia”, analizzato al paragrafo 2.4), all’Articolo 8 sono stati definiti ulteriori obblighi di trasparenza nelle dichiarazioni di carattere non finanziario per le società non finanziarie. Quindi, le imprese che hanno l’obbligo pubblicare informazioni di carattere non finanziario (secondo le direttive UE n. 34 e n.95, viste sopra), devono anche divulgare

78/660/CEE e 83/349/CEE del Consiglio. Gazzetta ufficiale dell’Unione europea, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013L0034>.

³⁵² DIRETTIVA 2014/95/UE DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 22 ottobre 2014 recante modifica della direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese e di taluni gruppi di grandi dimensioni. Gazzetta ufficiale dell’Unione europea, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0095>.

³⁵³ DIRETTIVA 2014/95/UE, *op. cit.*

informazioni su come e in che misura le attività operative sono collegate ad attività economiche valutate come ecosostenibili. Nello specifico, le imprese non finanziarie devono comunicare³⁵⁴:

- a) la quota di fatturato derivante da prodotti/servizi collegati ad attività economiche considerate ecosostenibili;
- b) la quota delle spese in conto capitale (Capex³⁵⁵) e delle spese operative relativa ad attivi o processi associati ad attività economiche considerate ecosostenibili.

Per quanto riguarda le banche e altre società finanziarie (come, ad esempio, imprese di investimento, gestori di attivi, società di assicurazione), queste imprese dovranno comunicare la quota delle attività economiche ecosostenibili nel totale delle attività che esse finanziano o in cui esse investono³⁵⁶.

Per quanto concerne il contesto italiano, in attuazione delle due precedenti direttive europee, il Decreto legislativo n. 254 del 2016³⁵⁷ ha imposto nel nostro ordinamento l'obbligo di redigere la "dichiarazione non finanziaria" (DNF) per gli "enti di interesse pubblico". Tale dichiarazione deve indicare: elementi di carattere ambientale, di carattere sociale (come i rapporti con i consumatori e con la collettività), di gestione del personale, di difesa dei diritti umani e di lotta contro la corruzione. L'Articolo 1 del decreto legislativo in esame definisce quali sono gli enti di interesse pubblico, ovvero "gli enti indicati all'articolo 16, comma 1, del decreto legislativo 27 gennaio 2010, n. 39"³⁵⁸, per cui le società quotate, le banche, le imprese di assicurazione e di riassicurazione. Ciò

³⁵⁴ Regolamento UE 2020/852, *op. cit.*, Articolo 8.

³⁵⁵ "Capital Expenditures (CAPEX) rappresentano flussi di cassa in uscita per la realizzazione di investimenti in attività immobilizzate di natura operativa. Si tratta cioè di investimenti in capitale fisso". Borsa Italiana, *Glossario finanziario – Capital Expenditures*, si veda: <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/capital-expenditures.html#:~:text=Definizione,di%20investimenti%20in%20capitale%20fisso>.

³⁵⁶ De Luca, R., Lucido, N. (3 febbraio 2022), "Finanza sostenibile e fattori ESG: stato dell'arte, sviluppi futuri e opportunità", Fondazione Nazionale dei Commercialisti, Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti contabili, Documento di ricerca, p. 9. File disponibile al seguente indirizzo web: <https://www.fondazionenazionalecommercialisti.it/node/1612>.

³⁵⁷ Gazzetta ufficiale della Repubblica Italiana, *Decreto legislativo 254/2016*, 30 dicembre 2016, <https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2017/01/10/17G00002/sg>.

³⁵⁸ "Sono enti di interesse pubblico: a) le società italiane emittenti valori mobiliari ammessi alla negoziazione su mercati regolamentati italiani e dell'Unione europea; b) le banche; c) le imprese di assicurazione di cui all'articolo 1, comma 1, lettera u), del codice delle assicurazioni private; d) le imprese di riassicurazione di cui all'articolo 1, comma 1, lettera cc), del codice delle assicurazioni private, con sede legale in Italia, e le sedi secondarie in Italia delle imprese di riassicurazione extracomunitarie di cui all'articolo 1, comma 1, lettera cc-ter), del codice delle assicurazioni private". Cfr. Gazzetta ufficiale della Repubblica italiana, *Decreto Legislativo 2010/39*, 27 gennaio 2010, Articolo 16, comma 1.

nonostante, non a tutti gli enti di interesse pubblico (EIP) viene imposto l'obbligo di redigere la DNF: l'Articolo 2 del d.lgs. 254/2016 definisce l'ambito di applicazione di tale norma. In sostanza, i soggetti coinvolti in questo obbligo sono gli EIP che rispettano i seguenti criteri:

- a) avere un numero medio di dipendenti nell'esercizio maggiore di 500;
- b) superare, alla data di chiusura del bilancio, almeno uno di questi due limiti dimensionali: avere un totale di stato patrimoniale superiore a 20 milioni di euro; oppure, avere un totale dei ricavi netti delle vendite e delle prestazioni superiore a 40 milioni di euro.

Per quanto riguarda i contenuti della DNF, l'Articolo 3 del decreto legislativo in esame spiega che tale documento ha lo scopo di assicurare la comprensione dell'attività dell'impresa, del suo andamento, dei risultati raggiunti e dell'impatto che produce e "copre i temi ambientali, sociali, attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani, alla lotta contro la corruzione attiva e passiva, che sono rilevanti tenuto conto delle attività e delle caratteristiche dell'impresa". L'Articolo 3 prosegue elencando gli aspetti che la DNF deve descrivere, che in breve sono³⁵⁹:

- 1) "il modello aziendale di gestione ed organizzazione delle attività dell'impresa";
- 2) "le politiche praticate dall'impresa, comprese quelle di dovuta diligenza, i risultati conseguiti tramite di esse ed i relativi indicatori fondamentali di prestazione di carattere non finanziario";
- 3) "i principali rischi, generati o subiti, connessi ai suddetti temi e che derivano dalle attività dell'impresa, dai suoi prodotti, servizi o rapporti commerciali".

Nello specifico, in merito ai tre ambiti sopra menzionati, la DNF contiene almeno informazioni riguardanti i seguenti aspetti (Articolo 3, comma 2, d.lgs. 254/2016):

- a) L'utilizzo di risorse energetiche da parte dell'impresa (distinte a seconda che derivino da fonti rinnovabili o non rinnovabili) e l'impiego di risorse idriche;
- b) le emissioni di gas ad effetto serra e le emissioni inquinanti in atmosfera;
- c) l'impatto sull'ambiente, sulla salute e sulla sicurezza associato ai fattori di rischio del precedente punto n. 3, o ad altri fattori di rischio ambientale e sanitario;

³⁵⁹ Gazzetta ufficiale della Repubblica Italiana, *Decreto legislativo 254/2016*, Articolo 3, comma 1.

- d) gli aspetti sociali e quelli attinenti alla gestione del personale (tra cui anche le azioni che garantiscono la parità di genere, quelle che attuano le convenzioni internazionali e i modi con cui avviene il dialogo con le parti sociali);
- e) il rispetto dei diritti umani, le misure varate per prevenire le violazioni e quelle per impedire azioni discriminatorie;
- f) la lotta contro la corruzione sia attiva che passiva, indicando anche gli strumenti adottati a tal fine.

Inoltre, la Dichiarazione Non Finanziaria deve seguire uno *standard* di rendicontazione e nella stessa deve essere esplicitamente indicato quale *standard* è stato adottato (Articolo 3, comma 3)³⁶⁰. Di fatto, questo obbligo consente ai lettori di poter fare delle comparazioni tra esercizi diversi della stessa impresa o anche con le relazioni non finanziarie di altre imprese. Un'altra caratteristica della DNF è che questa può essere integrata nella Relazione sulla gestione in una sezione apposita, oppure può costituire una relazione distinta. Quindi, non è prevista una modalità obbligatoria di collocazione della dichiarazione non finanziaria³⁶¹.

Per concludere l'analisi del d.lgs. 254/2016, si evidenzia che la volontà del legislatore è quella di coinvolgere tutte le organizzazioni nella redazione di una dichiarazione non finanziaria: all'Articolo 7 è previsto che per le imprese che non sono obbligate a redigere la DNF esiste la facoltà di farlo. Quindi, anche i soggetti non compresi nell'obbligo di DNF possono, su base volontaria, creare e pubblicare una rendicontazione di carattere non finanziario alle stesse condizioni fissate per tutte le altre imprese³⁶². Infine, all'Articolo 8 sono indicate le sanzioni amministrative pecuniarie per gli amministratori degli enti di interesse pubblico che omettono di depositare la dichiarazione non finanziaria, entro i termini previsti³⁶³.

A giugno 2019 si è assistito ad un altro sviluppo nell'ambito della *disclosure* ESG delle aziende a livello dell'Unione Europea. In sostanza, la Commissione europea ha rivisto ed aggiornato le linee guida per le imprese sulla comunicazione agli investitori

³⁶⁰ “[...] Nella relazione è fatta esplicita menzione dello standard di rendicontazione adottato e nel caso in cui lo standard di rendicontazione utilizzato differisca da quello a cui è stato fatto riferimento per la redazione della dichiarazione riferita al precedente esercizio, ne è illustrata la motivazione”. Cfr. Gazzetta ufficiale della Repubblica Italiana, Decreto legislativo 254/2016, Articolo 3, comma 3.

³⁶¹ Gazzetta ufficiale della Repubblica Italiana, Decreto legislativo 254/2016, Articolo 5.

³⁶² Gazzetta ufficiale della Repubblica Italiana, Decreto legislativo 254/2016, Articolo 7.

³⁶³ Gazzetta ufficiale della Repubblica Italiana, Decreto legislativo 254/2016, Articolo 8.

dell'informativa riguardante il cambiamento climatico³⁶⁴. Tali linee guida non sono vincolanti e costituiscono un'integrazione a quelle che sono già contenute nella Direttiva europea 2014/95 (ovvero, la “*Non-Financial Reporting Directive* – NFRD”, analizzata in questo paragrafo). L'obiettivo principale di queste linee guida non vincolanti – conosciute anche come “*Non-binding Guidelines*” (NBGs) – è quello di aiutare le imprese a divulgare le informazioni di carattere non finanziario in modo efficace, coerente e comparabile. In questo modo, gli investitori hanno a disposizione informazioni più precise e complete sia per quanto riguarda gli effetti del cambiamento climatico sulle imprese, sia sugli impatti delle attività economiche aziendali sul clima e, quindi, sull'ambiente. Le linee guida della Commissione sulla rendicontazione delle informazioni relative al clima si basano sulle raccomandazioni contenute nel *report* del TEG, pubblicato a gennaio dello stesso anno, nonché fanno chiaro riferimento al Piano d'azione della Commissione lanciato a marzo del 2018³⁶⁵. In sostanza, attraverso queste nuove *Non-binding Guidelines*, la Commissione introduce il concetto di “doppia materialità” al fine di rendere più evidente il fatto che anche gli impatti non finanziari, ovvero quelli più lontani dal perimetro contabile dell'attività d'impresa, hanno una rilevanza nella valutazione di una scelta di investimento³⁶⁶. L'analisi di doppia materialità è stata fissata come principio a monte, per cui l'applicazione dei criteri ESG genera rischi ed opportunità che sono materiali (ossia, rilevanti) dal punto di vista finanziario e da quello di impatto. In altre parole, la doppia rilevanza riguarda: a) “[...] l'andamento dell'impresa, dei suoi risultati e della sua situazione”. Si tratta della rilevanza finanziaria, ovvero il fatto di rendicontare su come i problemi ambientali, e soprattutto quelli relativi al clima, influenzano il valore dell'impresa; b) “[...] l'impatto dell'attività di impresa”. In questo senso, si sta considerando la rilevanza sociale ed ambientale, ovvero come i problemi di sostenibilità impattano anche sulle persone e sull'ambiente esterno³⁶⁷. Il principio della “doppia materialità” è molto importante per garantire una *disclosure* completa delle informazioni

³⁶⁴ Gazzetta ufficiale dell'Unione europea 2019, Comunicazione della Commissione – *Orientamenti sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario: Integrazione concernente la comunicazione di informazioni relative al clima (2019/C 209/01)*, 20/06/2019, [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52019XC0620\(01\)](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52019XC0620(01)).

³⁶⁵ Per approfondire, si consulti: European Commission, *Commission guidelines on non-financial reporting*, 18/06/2019, al seguente indirizzo <https://finance.ec.europa.eu/publications/commission-guidelines-non-financial-reporting-en>.

³⁶⁶ Lovisolo, S., “*Le nuove Non-binding Guidelines a integrazione della Non-financial reporting Directive*”, approfondimento contenuto in FORUM PER LA FINANZA SOSTENIBILE (2019), *op. cit.*, pp. 56-57.

³⁶⁷ Gazzetta ufficiale dell'Unione europea 2019, Comunicazione della Commissione, *op. cit.*, 20/06/2019.

riguardanti i temi di sostenibilità. Infatti, chiedendo alle società di pubblicare anche informazioni e dati di impatto, la Commissione europea rafforza l'intensità della valutazione delle scelte di investimento. Quindi, si tratta di un concetto chiave nel processo di transizione ecologica, sia in termini di valutazione, sia in termini di maggiore trasparenza: sono informazioni necessarie per prendere decisioni più consapevoli, tenendo conto non solo dello scenario attuale, ma anche dei rischi e delle opportunità future³⁶⁸.

Recentemente, si è assistito ad un nuovo sviluppo sui temi della *disclosure* ESG nell'ambito dell'Unione europea, che si ritiene opportuno presentare: il 21 aprile 2021, la Commissione ha formulato una Proposta di direttiva con riferimento alla comunicazione societaria sulla sostenibilità³⁶⁹, ovvero la “*Corporate Sustainability Reporting Directive*” (CSRD). Questa proposta di direttiva nasce dall'esigenza di rimuovere alcune criticità che sono emerse dall'impiego della legislazione esistente sulle informazioni di carattere non finanziario disciplinate dalla Direttiva UE n. 95 del 2014 (ovvero la “*Non-Financial Reporting Directive*”, NFRD). Quest'ultima direttiva si è rilevata inefficace sia per i fruitori delle informazioni di sostenibilità, sia per le imprese che devono comunicarle. Le criticità della Direttiva NFRD riguardano essenzialmente la mancanza di informazioni affidabili, attendibili, comparabili e facilmente reperibili, oppure la totale assenza di tali informazioni. Inoltre, anche le esigenze degli utenti a cui tali informazioni sono destinate sono cambiate dal 2014 ad oggi: la domanda di informazioni sulla sostenibilità comunicate dalle imprese è in crescita e tale tendenza è destinata a proseguire³⁷⁰.

Pertanto, la proposta di direttiva del 2021 si pone l'obiettivo di migliorare l'informativa sulla sostenibilità, richiedendo alle imprese non finanziarie di rendere pubbliche una serie di informazioni circa i rischi che le questioni di sostenibilità producono per le imprese e circa l'impatto delle imprese stesse sulla società e sull'ambiente. Tutto ciò

³⁶⁸ Bicciano, F. (marzo 2022), “*Disclosure ESG e doppia materialità per la transizione*”, ESG Business Review, Contributi Forum – Forum per la finanza sostenibile, disponibile a: https://finanzasostenibile.it/wp-content/uploads/2022/03/ESG_Business_Review_marzo22_f.bicciano.pdf.

³⁶⁹ Proposta di DIRETTIVA DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO che modifica la direttiva 2013/34/UE, la direttiva 2004/109/CE, la direttiva 2006/43/CE e il regolamento (UE) n. 537/2014 per quanto riguarda la comunicazione societaria sulla sostenibilità, Bruxelles, 21.4.2021, *COM(2021) 189 final*, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52021PC0189&from=IT>.

³⁷⁰ Proposta di DIRETTIVA DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO, *op. cit.*, Bruxelles, 21.4.2021, *COM(2021) 189 final*, pp. 2-3.

dovrebbe essere concretizzato attraverso la pubblicazione di un report sulla sostenibilità (*sustainability report*). In breve, la proposta apporta le seguenti principali novità³⁷¹:

- estensione dell'ambito di applicazione della Direttiva NFRD a tutte le imprese di grandi dimensioni (minimo di 200 dipendenti), quotate o non quotate, e alle PMI quotate (escluse le microimprese);
- conferma dell'utilizzo del principio di "doppia materialità", in base al quale le informazioni da rendicontare illustrano come i fattori ESG incidono sulle performance dell'impresa (approccio *inside-out*) e mostrano l'impatto delle attività aziendali sull'impresa e sull'ambiente circostante (approccio *outside-inside*);
- l'adozione di uniformi standard comuni e più dettagliati di *reporting* elaborati dallo *European Financial Reporting Advisory Group* (EFRAG)³⁷² ed esaminati da autorità europee di vigilanza o da istituzioni comunitarie;
- la revisione (*assurance*) delle informazioni di sostenibilità da parte di un ente esterno.

È freschissima la notizia riguardante l'approvazione della *Corporate Sustainability Reporting Directive* di cui sopra (CSRD), da parte del Parlamento europeo nella seduta del 10 novembre 2022, adottata con 525 voti favorevoli, 60 contrari e 28 astenuti. In sostanza, la dichiarazione non finanziaria diventa ora *reporting* di sostenibilità. L'intenzione è quella di rendere le imprese maggiormente responsabili nell'ambito della comunicazione al pubblico sui temi di sostenibilità, attraverso l'obbligo per le imprese soggette alla CSRD di divulgare le informazioni inerenti ai loro impatti sociali ed ambientali. In questo modo, aumenterà la trasparenza in materia ESG e diminuirà il fenomeno del *greenwashing*³⁷³.

Inoltre, nella seduta del 28 novembre 2022, il Consiglio europeo ha adottato in via definitiva la Direttiva CSRD: ciò rappresenta un grande passo avanti dell'UE nella transizione verso un'economia sostenibile. Quindi, attraverso l'approvazione della

³⁷¹ Fonte: Pezzuto, A., *op. cit.*, 23/03/2022.

³⁷² L'EFRAG è un'associazione privata di natura tecnica fondata nel 2001 con il sostegno della Commissione europea per servire l'interesse pubblico. Si occupa dei principi contabili internazionali (IFRS), ma, nell'ambito della Direttiva CSRD, fornisce consulenza tecnica alla Commissione sugli standard di rendicontazione di sostenibilità dell'UE. Fonte: EFRAG Today, <https://www.efrag.org/About/Facts>.

³⁷³ Bellini, M., "Sustainable reporting: approvate le nuove regole UE sulla Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD)", in ESG360, 11/11/2022, <https://www.esg360.it/normative-e-compliance/sustainable-reporting-approvate-le-nuove-regole-ue-sulla-corporate-sustainability-reporting-directive-csrd/>.

posizione del Parlamento europeo da parte del Consiglio, è stato adottato tale fondamentale atto legislativo sulla comunicazione societaria sulla sostenibilità. Dopo questo passaggio, la CSRD sarà pubblicata nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea ed entrerà in vigore 20 giorni dopo tale pubblicazione. Infine, gli Stati membri sono tenuti ad attuare le nuove norme 18 mesi dopo l'entrata in vigore della CSRD³⁷⁴.

In conclusione, si può affermare che la normativa sulla comunicazione societaria sulle questioni di sostenibilità come i fattori ambientali, sociali, e di governance (fattori ESG) è fondamentale nell'agevolare la transizione verso un'economia ed una società più sostenibili, come quelle a cui aspira il Green Deal europeo e il Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile del 2019 e 2018. Infatti, se si vogliono indirizzare i capitali verso il finanziamento della transizione *green*, i mercati finanziari devono avere accesso ad un'informativa in ambito ESG che sia del tutto accurata, affidabile, pertinente e comparabile³⁷⁵.

2.7 Il settore bancario: paradigma normativo e di vigilanza UE sui fattori ESG

La crescente importanza attribuita ai fattori ESG è arrivata al punto tale da coinvolgere in maniera sempre più potente anche il rapporto delle imprese con le banche. Come si è visto anche nel primo capitolo del presente lavoro (par. 1.8), le banche, data la loro posizione di intermediari, svolgono un ruolo essenziale nel processo di transizione verso un'economia ed una crescita più sostenibile.

Infatti, il settore bancario può favorire o ostacolare i comportamenti sostenibili (o non sostenibili) degli Stati, delle imprese e, in generale, degli individui. Non solo, questi istituti

³⁷⁴ Le regole della Direttiva CSRD entreranno in vigore tra il 2024 ed il 2028, in quattro fasi: "a) nel 2025, obbligo di comunicazione sull'esercizio 2024 per le imprese già soggette alla NFRD; b) nel 2026, obbligo di comunicazione sull'esercizio 2025 per le grandi imprese attualmente non soggette alla NFRD; c) nel 2027, obbligo di comunicazione sull'esercizio 2026 per le PMI quotate (tranne le microimprese), gli enti creditizi piccoli e non complessi e le imprese di assicurazione captive; d) nel 2029, comunicazione sull'esercizio 2028 per le imprese di paesi terzi extra-UE che realizzano ricavi netti delle vendite e delle prestazioni superiori a 150 milioni di EUR nell'UE, se hanno almeno un'impresa figlia o una succursale nell'UE che supera determinate soglie". Fonte: Consiglio dell'Unione europea, "Via libera definitivo del Consiglio alla direttiva relativa alla comunicazione societaria sulla sostenibilità", Comunicato stampa 985/22, 28/11/2022, <https://www.consilium.europa.eu/it/press/press-releases/2022/11/28/council-gives-final-green-light-to-corporate-sustainability-reporting-directive/>.

³⁷⁵ Consiglio dell'Unione europea, Comunicato stampa 985/22, *op. cit.*, 28/11/2022.

finanziari possono perfino innescare dei cambiamenti strutturali nella società. Ad esempio, le banche possono tenere in considerazione gli aspetti legati alla sostenibilità quando prendono decisioni sugli investimenti, come nel caso degli investimenti sostenibili e responsabili (SRI). Oppure, le banche possono applicare dei criteri negativi (come l'escludere il settore nucleare come cliente) o dei criteri positivi (come il favorire lo sviluppo del settore delle energie rinnovabili) nel proprio processo decisionale, influenzando in modo diretto le priorità ed i valori aziendali. Ancora, i criteri di sostenibilità possono essere utilizzati dalle banche anche nei processi decisionali sui prestiti. In sostanza, in forza del loro notevole impatto sulla società e sull'ambiente esterno, le banche si stanno impegnando sempre più spesso nell'affrontare le attuali sfide ambientali e sociali, intraprendendo nuove pratiche sostenibili³⁷⁶.

Le banche, grazie all'incorporazione dei criteri ESG, potranno guidare la transizione economica, realizzando una nuova cultura del credito e orientando le imprese verso il raggiungimento di un sistema economico più forte e sostenibile. Quello che si vuole assolutamente evitare è commettere gli errori del passato, che hanno condotto alla crisi finanziaria globale nel 2007, a cui è seguita una grave crisi di credito alle imprese non finanziarie ed una recessione economica catastrofica negli anni seguenti. Il perdurare della recessione ha stimolato l'incremento del rischio di credito. Per di più, le fragili procedure di recupero dei crediti, i tempi prolungati e gli incassi solo parziali hanno stimolato la formazione di un elevatissimo livello di crediti deteriorati (*Non-Performing Loans, NPLs*)³⁷⁷, i quali naturalmente hanno peggiorato i bilanci delle banche. Per questi motivi, ora e nei prossimi anni è importante analizzare nel dettaglio i rischi legati all'erogazione di un credito, riducendo gli *stock* di crediti deteriorati nel sistema, con l'intenzione di migliorare la qualità degli attivi del sistema bancario³⁷⁸. Quindi, si tratta di una vera e propria svolta all'interno delle attività degli istituti di credito, per cui si vuole passare da una gestione del "deteriorato in essere" (approccio reattivo) ad una gestione

³⁷⁶ Zimmermann, S. (2019), "Same same but different: How and why banks approach sustainability", Sustainability, MDPI, Vol. 11, No. 8, 2267, pp. 1-4.

³⁷⁷ "I crediti deteriorati delle banche (in inglese *Non-Performing Loans - NPLs*) sono esposizioni verso soggetti che, a causa di un peggioramento della loro situazione economica e finanziaria, non sono in grado di adempiere in tutto o in parte alle proprie obbligazioni contrattuali". Fonte: Banca d'Italia – Eurosystema, "I crediti deteriorati (*Non-Performing Loans - NPLs*) del sistema bancario italiano", disponibile a <https://www.bancaditalia.it/media/views/2017/npl/?dotcache=refresh>.

³⁷⁸ Arcuri, F., Daga, M.C., "La sostenibilità come opportunità di cambiamento per le banche", in ESG360, 22/04/2021, disponibile a: <https://www.esg360.it/finance-esg/la-sostenibilita-come-opportunita-di-cambiamento-per-le-banche/>.

prudente del credito fin da quando non è ancora iscritto in bilancio (approccio proattivo): è questa la linea sostenuta dal Regolatore europeo. In questo modo, si aspira al raggiungimento della sostenibilità finanziaria, che implica il rafforzamento del sistema creditizio e la resistenza dell'ente bancario stesso³⁷⁹.

Negli ultimi tempi, nel settore bancario si è assistito ad una crescente attenzione ai fattori ESG, che ha coinvolto regolatori, autorità di vigilanza ed istituzioni. Come per le imprese, anche nel settore bancario sono state emanate linee guida e regolamenti da parte delle autorità di vigilanza e di supervisione europee, al fine di guidare l'attuale sistema finanziario verso il raggiungimento degli obiettivi di sostenibilità a cui mira l'UE. A tal proposito, sulla scia del Piano d'Azione della Commissione europea del 2018, si segnala un intervento molto importante del settore bancario per la finanza sostenibile: a fine 2019, l'*European Banking Authority* (EBA) ha pubblicato il proprio *Action Plan on Sustainable Finance*³⁸⁰. Con questo documento, l'EBA descrive il piano di intervento per l'integrazione dei principi di sostenibilità nell'ambito bancario e finanziario europeo, nonché per l'inclusione dei fattori ESG e dei rischi ESG relativamente ai servizi finanziari³⁸¹.

L'EBA specifica che gli obiettivi generali del suo lavoro sulla finanza sostenibile si riferiscono al favorire la stabilità a breve, medio e lungo termine del sistema finanziario, al migliorare il quadro normativo prudenziale per sostenere le operazioni in modo sostenibile e, infine, al fornire alle istituzioni i giusti strumenti per il monitoraggio e la valutazione dei rischi ESG nelle loro pratiche di vigilanza. In sostanza, il Piano d'Azione dell'EBA presenta una panoramica delle linee guida e degli *standard* che sosterranno le banche e le autorità di vigilanza nella valutazione dei fattori e dei rischi ESG³⁸².

³⁷⁹ Arcuri, F., Daga, M.C, *op. cit.*, 22/04/2021.

³⁸⁰ EBA – European Banking Authority (2019), *EBA Action Plan on Sustainable Finance*, 6 dicembre 2019: https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/EBA%20Action%20plan%20on%20sustainable%20finance.pdf

³⁸¹ De Luca, R., Lucido, N. (3 febbraio 2022), *op. cit.*, pp. 12-13.

³⁸² EBA – European Banking Authority (2019), *op. cit.*, 6 dicembre 2019, p. 10.

Va specificato che le competenze ed i mandati dell'EBA in materia di fattori e rischi ESG non sono definiti solo dal Piano d'Azione della Commissione, ma piuttosto sono contenuti in quattro atti legislativi³⁸³, che vengono sintetizzati di seguito:

- l'EBA deve tenere conto del modello di business sostenibile, deve sviluppare un sistema di monitoraggio per valutare la potenziale inclusione dei rischi ESG nei processi di supervisione e valutazione eseguiti dalle autorità competenti e creare metodologie comuni a tal fine;
- l'EBA deve rispettare le disposizioni contenute nell'articolo 449-bis (*Informativa sui rischi ambientali, sociali e di governance*) del Regolamento UE 2019/876³⁸⁴ (Regolamento sui requisiti patrimoniali, *Capital Requirement Regulation* – CRR), che impone la divulgazione di informazioni sui rischi ESG, compresi i rischi fisici e di transizione, alle grandi istituzioni finanziarie quotate a partire dal 28/06/2022;
- l'EBA deve valutare e verificare se sia giustificato un trattamento prudenziale specifico per le esposizioni relative ad attività o a beni associati ad obiettivi sostenibili (ambientali e/o sociali);
- in base all'Azione 10 ("*promuovere un governo societario sostenibile e attenuare la visione a breve termine nei mercati dei capitali*") del Piano d'Azione della Commissione europea, le autorità di vigilanza europee devono raccogliere prove sulla pressione a breve termine da parte dei mercati dei capitali sulle società. L'EBA ha il compito di studiare e gestire le preoccupazioni in merito a tali pressioni che possono sorgere per le società che considerano i rischi e le opportunità a lungo termine (come quelli ambientali o legati ai cambiamenti climatici).

Entrando nel vivo dell'Action Plan, per lavorare sui mandati appena esposti, l'EBA ha deciso di adottare un approccio sequenziale, che si articolerà in quattro fasi: strategia e gestione del rischio; metriche chiave e *disclosure*; *stress test* e analisi di scenario;

³⁸³ "The EBA's remit and mandates on ESG factors and ESG risks are set out in the following legislative acts: amended EBA Regulation; revised Capital Requirements Regulation (CRR 2) and Capital Requirements Directive (CRD 5); new Investment Firms Regulation (IFR) and Investment Firms Directive (IFD); Commission's Action Plan: Financing Sustainable Growth and related legislative packages". Cfr. EBA – European Banking Authority (2019), *op. cit.*, 6 dicembre 2019, p. 6.

³⁸⁴ REGOLAMENTO (UE) 2019/876 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 20 maggio 2019 che modifica il regolamento (UE) n. 575/2013 per quanto riguarda il coefficiente di leva finanziaria, il coefficiente netto di finanziamento stabile, i requisiti di fondi propri e passività ammissibili, il rischio di controparte, il rischio di mercato, le esposizioni verso controparti centrali, le esposizioni verso organismi di investimento collettivo, le grandi esposizioni, gli obblighi di segnalazione e informativa e il regolamento (UE) n. 648/2012, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019R0876>.

trattamento prudenziale³⁸⁵. La prima fase (“*Strategy and risk management*”) è molto ampia e complessa, in quanto comprende una proposta, sotto forma di relazione, per la gestione dei rischi ESG e la loro integrazione nella governance, nella gestione dei rischi e nelle procedure di vigilanza. Sarà valutato lo sviluppo, da parte dell’EBA, di una definizione univoca dei rischi ESG e la creazione criteri e metodi per comprendere gli impatti di tali rischi sugli istituti di credito. Inoltre, l’EBA ha previsto dei riferimenti anche all’inclusione dei rischi ESG nella creazione e nel monitoraggio dei prestiti, da applicare alle procedure di governance e ai processi di classificazione dei crediti. In questo senso, l’EBA si augura che gli istituti di credito agiscano proattivamente nell’incorporare le questioni ESG all’interno dei propri piani aziendali, nei sistemi di controllo interno e nei processi decisionali³⁸⁶.

Per quanto riguarda il secondo mandato (“*Key metrics and disclosure*”), si tratta dello sviluppo da parte dell’EBA di standard tecnici per implementare i requisiti di informativa per le banche. In sostanza, questo mandato fa riferimento all’identificazione di parametri qualitativi e quantitativi (come il *Green Asset Ratio*³⁸⁷) per misurare e monitorare i rischi ESG e all’implementazione dell’informativa sui rischi ESG da parte dell’EBA. Quest’ultima seguirà i contributi già esistenti, come la tassonomia dell’UE e le raccomandazioni della *Task Force on Climate-related Financial Disclosure* (TCFD³⁸⁸). Attraverso questa fase, l’EBA si augura che le banche diano informazioni su come intendono implementare la tassonomia UE sulla divulgazione della loro esposizione alle imprese, sul volume delle attività finanziarie destinate al finanziamento di attività sostenibili, sul volume delle

³⁸⁵ EBA – European Banking Authority (2019), *op. cit.*, 6 dicembre 2019, p. 10.

³⁸⁶ EBA – European Banking Authority (2019), *op. cit.*, 6 dicembre 2019, p. 11.

³⁸⁷ Il *Green Asset Ratio* (GAR) è un indicatore che indica la percentuale di attività economiche finanziate in modo sostenibile (cioè, allineate alla tassonomia) e di investimenti sostenibili, rispetto al totale delle attività coperte. Fonte: Hofinger, J., “*The imminent arrival of the Green Asset Ratio*”, Executive Education, in Frankfurt School of Finance & Management, 20/05/2022, [https://blog.frankfurt-school.de/green-asset-ratio-anteportas/#:~:text=For%20financial%20institutions%2C%20the%20Green,\(%E2%80%9Ccovered%20assets%E2%80%9D\).](https://blog.frankfurt-school.de/green-asset-ratio-anteportas/#:~:text=For%20financial%20institutions%2C%20the%20Green,(%E2%80%9Ccovered%20assets%E2%80%9D).)

³⁸⁸ “*La Task Force on Climate-related Financial Disclosures* (TCFD) è stata costituita nel 2015 dal *Financial Stability Board* (FSB) – l’organismo che promuove e monitora la stabilità del sistema finanziario mondiale – con il compito di elaborare una serie di raccomandazioni sulla rendicontazione dei rischi legati al cambiamento climatico. L’obiettivo è guidare e incoraggiare le aziende ad allineare le informazioni divulgate alle aspettative e alle esigenze degli investitori”. Fonte: Investiresponsabilmente, Glossario – “*Task Force on Climate-related Financial Disclosures*”, <https://investiresponsabilmente.it/glossario/task-force-climate-related-financial-disclosures/>.

garanzie sulle attività nei settori di mitigazione e adattamento ai cambiamenti climatici e sull'investimento totale in obbligazioni verdi³⁸⁹.

Il terzo mandato dell'EBA ("*Stress testing and scenario analysis*") si riferisce allo sviluppo di *stress test* e analisi di sensibilità sul cambiamento climatico, al fine di studiare la vulnerabilità delle banche ai rischi climatici/ambientali e, quindi, per poter misurare l'effettiva esposizione suscettibile di essere colpita dai rischi fisici e di transizione delle attività bancarie. Inoltre, in questa terza fase, l'attività dell'EBA si muoverà verso un'analisi di scenario per svolgere le necessarie correzioni relative ai rischi ESG, che le istituzioni finanziarie devono tenere in considerazione. In questo modo, le banche e le autorità di vigilanza potranno valutare gli impatti dei rischi ESG in scenari di diversa gravità. Questa fase è finalizzata allo sviluppo, da parte dell'EBA, di metodologie condivise per misurare l'effetto degli scenari economici sulla posizione finanziaria di un istituto, considerando anche i rischi derivanti da eventi ambientali negativi e l'impatto del rischio di transizione derivante dalle modifiche delle politiche ambientali³⁹⁰.

Infine, la quarta fase ("*Prudential treatment*") è quella del mandato sul trattamento prudenziale, il quale richiede all'EBA di valutare se un trattamento prudenziale delle esposizioni relative ad *assets* con un elevato obiettivo ambientale e sociale possa essere giustificato. Successivamente, i risultati ottenuti vanno riassunti in una relazione, la cui stesura è fissata a giugno 2025³⁹¹.

Di fatto, i quattro punti dell'*EBA Action Plan on Sustainable Finance* del 2019 appena discussi rappresentano le tappe fondamentali del lavoro dell'EBA sulla finanza sostenibile, nonché le aree in cui gli istituti bancari sono chiamati a considerare l'adozione di misure concrete³⁹².

Tornando al tema del perseguimento della sostenibilità finanziaria, sempre nel 2019 è intervenuta anche la Banca Centrale europea (BCE), con l'intento di rivedere le aspettative di vigilanza relativamente agli accantonamenti prudenziali per i nuovi crediti

³⁸⁹ EBA – European Banking Authority (2019), *op. cit.*, 6 dicembre 2019, pp. 11-12.

³⁹⁰ EBA – European Banking Authority (2019), *op. cit.*, 6 dicembre 2019, pp. 12-13.

³⁹¹ EBA – European Banking Authority (2019), *op. cit.*, 6 dicembre 2019, p. 13.

³⁹² EBA – European Banking Authority (2019), *op. cit.*, 6 dicembre 2019, p. 3.

deteriorati³⁹³. In sostanza, le principali banche europee dovrebbero fornire informazioni circa la qualità e la rischiosità dei nuovi crediti erogati e delle esposizioni esistenti, ponendo particolare attenzione soprattutto alla verifica della correlazione tra la determinazione del prezzo e il rischio delle esposizioni creditizie. Risulta evidente lo sforzo dell'UE nell'intensificare la pressione normativa e l'attività ispettiva sul settore bancario, con il fine ultimo di migliorare la qualità degli *assets* bancari. È proprio questa la logica di gestione proattiva del credito (ovvero, dalle sue fasi iniziali di vita) seguita dal Regolatore europeo, di cui si è detto sopra³⁹⁴. Di fatto, si vuole evitare di generare nuove consistenze di crediti deteriorati.

In questo senso, l'attenzione si è spostata sulle modalità di erogazione e monitoraggio del credito ed è proprio in questo contesto che, nel mese di maggio del 2020, l'Autorità Bancaria europea (*European Banking Authority*, EBA) ha pubblicato il rapporto finale delle linee guida per le istituzioni finanziarie europee, ovvero le "*Guidelines on Loan Origination and Monitoring*"³⁹⁵. In tale rapporto si legge che le Linee Guida sono applicate a partire dal 30 giugno 2021, ma sono anche previste delle disposizioni transitorie per dare agli istituti bancari il tempo di adeguarsi alle nuove disposizioni³⁹⁶.

L'obiettivo principale delle Linee Guida dell'EBA sulla concessione e il monitoraggio del credito è quello di migliorare le pratiche degli istituti ed i relativi processi e sistemi di *governance* in riferimento alla concessione del credito, con il fine di garantire *standard* più solidi e prudenti per l'assunzione, la gestione ed il monitoraggio del rischio di credito, ma anche per tutelare i consumatori. In questo modo, i prestiti erogati saranno caratterizzati da una elevata qualità creditizia, in quanto la valutazione del merito di credito dei clienti sarà più rigorosa e prudente. Di conseguenza, attraverso gli

³⁹³ Banca Centrale europea – Vigilanza bancaria, Comunicato stampa 22 agosto 2019, "*La BCE rivede le aspettative di vigilanza in merito agli accantonamenti prudenziali per i nuovi crediti deteriorati in seguito all'adozione di un regolamento dell'UE*", disponibile a: https://www.bancaditalia.it/media/bce-comunicati/documenti/2019/ssm_pr190822_it.pdf.

³⁹⁴ Arcuri, F., Daga, M.C., *op. cit.*, 22/04/2021.

³⁹⁵ EBA – European Banking Authority, *Final Report. Guidelines on loan origination and monitoring*, (EBA/GL/2020/06), 29 May 2020, available at: <https://www.eba.europa.eu/regulation-and-policy/credit-risk/guidelines-on-loan-origination-and-monitoring>.

³⁹⁶ Nello specifico, il regime transitorio prevede le seguenti fasi: "a) applicazione degli orientamenti ai prestiti e agli anticipi già esistenti che richiedono una rinegoziazione o una modifica contrattuale con i mutuatari dal 30 giugno 2022; b) gli istituti potranno colmare eventuali lacune nei dati e adeguare i propri quadri e infrastrutture di monitoraggio fino al 30 giugno 2024." Si veda: EBA – European Banking Authority, "*EBA seeks to future proof loan origination standards taking into consideration significant transition periods to facilitate implementation*", News & press, 29 maggio 2020, <https://www.eba.europa.eu/eba-seeks-future-proof-loan-origination-standards-taking-consideration-significant-transition>.

orientamenti e le norme prudenziali dell'EBA, migliorerà anche la stabilità finanziaria del sistema bancario dell'Unione Europea³⁹⁷. Tuttavia, le Linee Guida sulla concessione e il monitoraggio del credito, per la prima volta rispetto alle precedenti linee guida dell'EBA, introducono e trattano anche delle tematiche molto contemporanee per il settore bancario, tra cui: i fattori ESG (ambientali, sociali e di *governance*), la valutazione dell'esposizione dei clienti ai rischi ESG, i prestiti eco-sostenibili, l'antiriciclaggio, il contrasto al finanziamento del terrorismo e l'innovazione tecnologica. Quindi, sulla scia del mandato dell'*Action Plan on Sustainable Finance* (EBA, *op. cit.*, 2019) sulla strategia e sulla gestione del rischio, anche le Linee Guida dell'EBA del 2020 riconoscono la crescente importanza dei fattori ESG e dei prestiti ecosostenibili, prevedendo delle apposite sezioni in cui vengono trattate queste tematiche. Infatti, le *Guidelines* dell'EBA prendono in considerazione i fattori ambientali per l'emissione dei prestiti e forniscono anche indicazioni per il monitoraggio dei rischi rilevanti legati all'ESG. Per di più, considerata l'importanza di questo argomento per l'Unione europea, l'EBA introduce nelle Linee Guida anche la componente dei prestiti sostenibili dal punto di vista ambientale e stabilisce i requisiti per gli istituti di credito che devono considerare i fattori ESG, i prestiti eco-sostenibili e i relativi rischi nelle proprie procedure e strategie relative al credito³⁹⁸.

Quindi, per quanto concerne l'integrazione dei fattori ESG e dei relativi rischi da parte delle banche, all'articolo 57 delle Linee Guida viene evidenziato che "gli istituti dovrebbero tenere conto dei rischi connessi ai fattori ESG sulle condizioni finanziarie dei mutuatari e, soprattutto, dovrebbero considerare il potenziale impatto dei fattori ambientali e dei cambiamenti climatici nella loro propensione al rischio di credito, nelle loro politiche e procedure"³⁹⁹.

Inoltre, per quanto riguarda il tema dei prestiti eco-sostenibili (ovvero le "linee di credito sostenibili dal punto di vista ambientale"), l'articolo 58 richiede agli istituti di rendere noti i dettagli delle loro politiche di prestito eco-sostenibile, comprese le procedure di selezione e monitoraggio di tali prestiti. Nello specifico, gli istituti di credito devono

³⁹⁷ Nello specifico, le Linee Guida dell'EBA sono organizzate in cinque sezioni: i) *governance* interna per la concessione e il monitoraggio del credito, al paragrafo 4; ii) procedure di concessione del credito, al paragrafo 5; iii) *pricing*, al paragrafo 6; iv) valutazione delle garanzie (beni immobili e mobili), al paragrafo 7; v) quadro di monitoraggio, al paragrafo 8. Per approfondire le diverse sezioni, si rimanda a: EBA – European Banking Authority, (EBA/GL/2020/06), 29 May 2020, *op. cit.*

³⁹⁸ EBA – European Banking Authority, (EBA/GL/2020/06), 29 May 2020, *op. cit.*, p. 7.

³⁹⁹ EBA – European Banking Authority, (EBA/GL/2020/06), 29 May 2020, *op. cit.*, p. 26.

fornire: “a) un elenco dei progetti e delle attività che l’istituto considera ammissibili per i prestiti eco-sostenibili, nonché qualsiasi criterio o riferimento ad uno standard che definisca quale tipo di prestito è considerato sostenibile dal punto di vista ambientale; b) l’indicazione del processo con cui l’istituto valuta se i proventi delle linee di credito eco-sostenibili sono utilizzati per finanziare progetti sostenibili”. Se il prestito è stato fatto ad un’impresa, tale processo deve includere anche “la raccolta degli obiettivi di sostenibilità dell’impresa debitrice, la valutazione della conformità dei progetti di finanziamento dell’impresa con i progetti o le attività eco-sostenibili, la garanzia della capacità dell’impresa di monitorare e rendicontare l’allocazione dei proventi a favore di progetti o attività eco-sostenibili, il monitoraggio periodico sull’utilizzo corretto dei proventi”⁴⁰⁰. Dopo aver richiesto alle istituzioni di inserire le loro procedure di prestito eco-sostenibile all’interno della propria strategia e delle proprie politiche legate alla finanza sostenibile, l’articolo 59 richiede agli enti anche di “stabilire obiettivi qualitativi, o anche quantitativi, per valutare l’allineamento o il contributo della loro attività di prestito con gli obiettivi di sostenibilità ambientale”⁴⁰¹.

Per quanto concerne la valutazione del merito creditizio delle imprese clienti, all’articolo 126 delle Linee Guida viene specificato che le banche devono effettuare un’attenta analisi dell’esposizione del mutuatario ai fattori ESG e dell’adeguatezza delle misure di mitigazione ai problemi ambientali che esso ha definito. Più specifico è invece l’articolo 127, il quale prevede che, nel caso di prestiti o mutuatari con un’elevata esposizione al rischio ESG, le banche debbano analizzare molto più approfonditamente il modello di business del mutuatario. Inoltre, è richiesto alle banche di esaminare la sostenibilità del progetto ed il contesto di mercato e di studiare i requisiti ESG di vigilanza per l’azienda in esame e l’impatto più probabile della normativa ESG sulla posizione finanziaria del mutuatario⁴⁰².

Infine, l’ultimo articolo (o paragrafo) inerente ai temi ESG tra i più rilevanti delle Linee Guida dell’EBA sull’emissione e monitoraggio dei prestiti è il numero 27, il quale riguarda in modo diretto le aziende prenditrici. In esso, l’EBA specifica che le banche dovrebbero garantire che il credito venga concesso ai mutuatari che siano in grado di adempiere all’obbligazione e che siano coperti da sufficienti e adeguate garanzie. Inoltre, questa

⁴⁰⁰ EBA – European Banking Authority, (EBA/GL/2020/06), 29 May 2020, *op. cit.*, p. 27.

⁴⁰¹ EBA – European Banking Authority, (EBA/GL/2020/06), 29 May 2020, *op. cit.*, p. 27.

⁴⁰² EBA – European Banking Authority, (EBA/GL/2020/06), 29 May 2020, *op. cit.*, p. 39.

cultura del rischio di credito dovrebbe anche garantire che il processo di concessione del credito tenga in considerazione l'impatto dei fattori di sostenibilità (ESG) sull'ente creditizio⁴⁰³.

Nell'insieme, queste Linee Guida mettono in evidenza il fatto che i criteri ESG stanno oramai permeando anche il settore bancario e, in modo particolare, il processo di concessione del credito. La crescente attenzione posta sui fattori ESG ha, quindi, coinvolto anche l'*Authority*, anch'essa fondamentale per la transizione *green* dell'economia e della società. Alla luce di quanto esposto, i benefici per le banche sono molto allettanti. *In primis*, se banche investono su aziende più sostenibili, significa che investono su aziende più forti e resilienti e, per questo motivo, potranno beneficiare di rendimenti finanziari di lungo periodo più sicuri. Inoltre, sostenendo una nuova cultura del credito, le banche saranno in grado di comprendere, studiare e gestire i rischi in modo migliore, garantendo anche maggiore sicurezza e stabilità al sistema finanziario. Così facendo, anche la quantità di crediti deteriorati diminuirà significativamente. In linea generale, attraverso l'incorporazione dei fattori ESG, le banche usufruiranno dei vantaggi economici e non tangibili di cui godono anche le altre imprese conformi ai fattori di sostenibilità⁴⁰⁴.

A novembre 2020, anche la Vigilanza della Banca Centrale Europea (BCE) è intervenuta con la pubblicazione di linee guida sui rischi ESG, in un documento intitolato "Guida sui rischi climatici e ambientali" per le banche⁴⁰⁵. Tale documento espone le aspettative della BCE in relazione ad una gestione sicura e prudente dei rischi climatici e ambientali da parte delle banche nell'ambito del vigente quadro prudenziale. Inoltre, il documento illustra la visione della BCE sul modo in cui gli enti dovrebbero accrescere la propria trasparenza, migliorando l'informativa su tali aspetti climatici e ambientali, in quanto si è riscontrato un significativo ritardo delle banche in tema di informativa sui rischi ESG. Tali aspettative di vigilanza della BCE non hanno carattere vincolante per gli enti, ma piuttosto rappresentano la base per il dialogo di vigilanza e vanno lette insieme alle pubblicazioni della Commissione europea e dell'EBA⁴⁰⁶. La Guida della BCE è composta da 13 aspettative

⁴⁰³ EBA – European Banking Authority, (EBA/GL/2020/06), 29 May 2020, *op. cit.*, p. 20.

⁴⁰⁴ Arcuri, F., Daga, M.C, *op. cit.*, 22/04/2021.

⁴⁰⁵ Banca Centrale Europea – Vigilanza Bancaria, "Guida sui rischi climatici e ambientali. Aspettative di vigilanza in materia di gestione dei rischi e informativa", Novembre 2020, pp. 1-56, disponibile a: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.202011finalguideonclimate-relatedandenvironmentalrisks~58213f6564.it.pdf>.

⁴⁰⁶ La BCE intende seguire l'attuazione delle aspettative contenute nelle Guida: prima, chiedendo alle banche di effettuare un'autovalutazione, in riferimento alle aspettative di vigilanza della guida, e di preparare un

principali e 44 aspettative più dettagliate, di cui di seguito viene proposta una breve sintesi di quelle chiave. In breve, la BCE si attende che le banche europee prendano coscienza dell'impatto dei rischi climatici e ambientali per il proprio *business* nel breve e nel medio-lungo periodo. Alla luce di tali impatti, un'altra aspettativa è quella per cui le banche incorporino i rischi climatici ed ambientali nelle proprie strategie aziendali complessive, nel sistema di gestione dei rischi, nonché nel sistema per la determinazione della propensione al rischio. Inoltre, la BCE si attende che le banche includano l'esposizione ai rischi climatici e ambientali nel loro sistema di *reporting* interno per permettere all'organo di amministrazione e a tutti i sottocomitati di prendere decisioni informate. Un'ulteriore aspettativa prevede che gli istituti considerino i rischi ambientali e climatici come fattori di rischio determinanti, includendoli nel quadro di gestione del rischio esistente e monitorandoli costantemente anche nel lungo periodo. Nello specifico, per quanto concerne la gestione del rischio di credito, le banche devono tener conto dei rischi climatici e ambientali in tutte le fasi del processo di concessione del credito e monitorarli nei portafogli. A tal proposito, anche la determinazione del prezzo dei prestiti dovrebbe riflettere la propensione al rischio di credito e la strategia della banca in merito ai rischi climatici e ambientali: ci si aspetta che vengano offerti sconti sul tasso di interesse per i prestiti *green*, oppure che vengano applicati costi di credito maggiori per le imprese esposte a rischi fisici (più soggette a perdite). Oltre a ciò, la BCE si aspetta che le banche valutino il possibile impatto negativo degli eventi climatici ed ambientali sulla loro continuità aziendale, nonché il modo in cui le proprie attività possano accrescere tali rischi, monitorando nel continuo gli effetti dei rischi in questione sulle proprie posizioni correnti e future ed elaborando prove di stress. Infine, è importante che le banche pubblichino informazioni significative e metriche sui rischi climatici e ambientali rilevanti, tenendo in ferma considerazione le linee guida delle Commissione europea (NBGs)⁴⁰⁷. Quindi, tramite questa Guida sui rischi climatici ed ambientali, la BCE intende preparare il settore bancario sulla gestione dei rischi legati al clima e all'ambiente come dei veri e propri rischi finanziari. Infatti, tali aspettative di vigilanza possono aiutare le

piano d'azione; successivamente, svolgendo un'analisi comparativa delle autovalutazioni e dei piani d'azione nell'ambito del dialogo di vigilanza; da ultimo, riesaminando le prassi delle banche e intervenendo concretamente, dove necessario. Fonte: BCE - Vigilanza bancaria, Comunicato stampa, "La BCE pubblica il testo definitivo della Guida sui rischi climatici e ambientali per le banche", 27 novembre 2020, <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ssm.pr201127~5642b6e68d.it.html>.

⁴⁰⁷ Per approfondire nel dettaglio le aspettative della BCE, si veda la Guida alla fonte: Banca Centrale Europea - Vigilanza Bancaria, *op. cit.*, Novembre 2020, pp. 1-56.

banche ad affrontare le proprie difficoltà nella valutazione, gestione e monitoraggio dei rischi climatici ed ambientali.

Un altro documento importante per il settore bancario è stato pubblicato di recente, a giugno 2021, da parte dell’Autorità Bancaria europea (EBA). Si tratta di un report⁴⁰⁸ sulla gestione e la supervisione dei rischi ambientali, sociali e di governance (ESG) per gli enti creditizi e le imprese di investimento. Questo vasto Rapporto, inserendosi nell’ambito del lavoro dell’EBA sui fattori ESG, contiene: i) la definizione comune e condivisa di rischio ESG; ii) l’impatto che i fattori ESG possono avere sulle controparti delle istituzioni finanziarie o sulle attività investite, con conseguenti effetti sui rischi finanziari; iii) la descrizione degli indicatori, delle metriche e dei metodi di valutazione per gestire efficacemente i rischi ESG; iv) la raccomandazione alle istituzioni finanziarie di integrare in maniera tempestiva i rischi ESG nelle strategie, nella *governance*, nella gestione dei rischi e nelle procedure di supervisione⁴⁰⁹. In sostanza, tale Rapporto dell’EBA presenta un’esaustiva proposta su come i fattori ESG e i rischi ESG dovrebbero essere adeguatamente inseriti nel paradigma normativo e di vigilanza per gli enti creditizi e le imprese di investimento. Nello specifico, questo documento si concentra sulla resilienza delle banche ai potenziali impatti finanziari dei rischi ESG su diversi periodi di tempo, il che implica valutazioni accorte, azioni proattive e visioni lungimiranti. Naturalmente, il Rapporto in questione va letto congiuntamente al Regolamento Tassonomia e al Regolamento SFDR della Commissione europea⁴¹⁰.

È importante evidenziare che i fattori ESG possono avere sia effetti positivi sia effetti negativi sulle *performance* finanziarie e sulla solvibilità delle istituzioni. Tuttavia, l’EBA presta maggiore attenzione ai secondi, adottando una visione prudentiale alla gestione del rischio. Di conseguenza, dal lato negativo, l’EBA sottolinea che le questioni ESG possono avere un impatto sulle performance finanziarie degli istituti di credito, manifestandosi attraverso molti tipi di rischio finanziario (come il rischio di credito, di

⁴⁰⁸ EBA, “Report on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms”, EBA/REP/2021/18, 23 giugno 2021, disponibile in lingua originale al seguente indirizzo web: https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Reports/2021/1015656/EBA%20Report%20on%20ESG%20risks%20management%20and%20supervision.pdf.

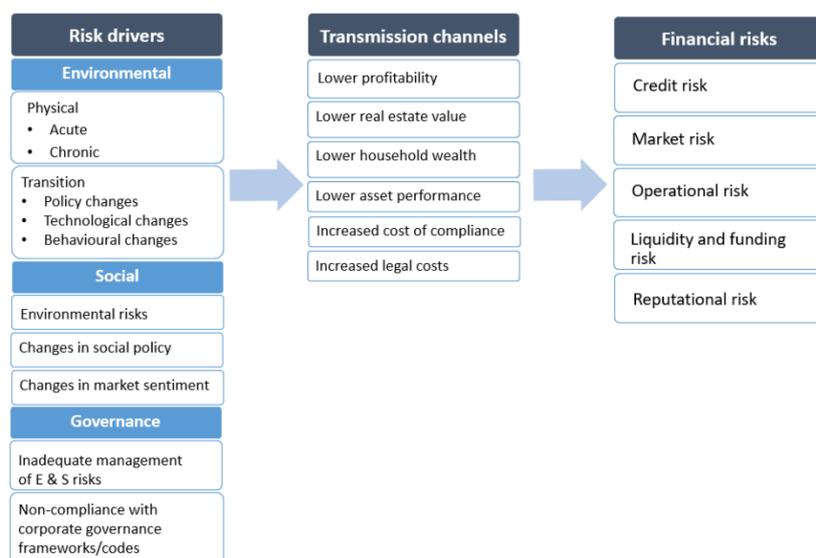
⁴⁰⁹ LaeseNews.it, “EBA: il Rapporto su gestione e supervisione dei rischi ESG”, 25/06/2021, disponibile a: <https://leasenews.it/news/normativa/eba-il-rapporto-su-gestione-e-supervisione-dei-rischi-esg>.

⁴¹⁰ LaeseNews.it, *op. cit.*, 25/06/2021.

mercato, di liquidità e così via), i quali sono condizionati dall'esposizione dell'istituto verso le sue controparti e verso le attività investite. In sostanza, nel Rapporto dell'EBA, i rischi ESG per gli istituti rappresentano la materializzazione negativa dei fattori ESG attraverso le controparti o le attività investite. In altre parole, i rischi ESG “sono i rischi di qualsiasi impatto finanziario negativo per l'istituzione derivante dagli impatti attuali o prospettici dei fattori ESG sulle proprie controparti o attività investite”⁴¹¹.

In aggiunta, l'EBA evidenzia un'altra importante constatazione, ovvero che i fattori ESG possono provocare degli impatti finanziari negativi attraverso diversi fattori di rischio (*risk drivers*) ambientali, sociali e di governance. Le relazioni di causalità che descrivono l'impatto di questi fattori di rischio sugli istituti, attraverso le loro controparti e gli *assets* investiti, vengono denominati “canali di trasmissione” (*transmission channels*) e si riferiscono a: minore redditività, minore valore degli immobili, minore ricchezza delle famiglie, minore performance patrimoniale, aumento dei costi di conformità e aumento dei costi legali. Attraverso questi canali di trasmissione, i fattori di rischio ESG si ripercuotono sulle diverse categorie di rischio finanziario, come sintetizzato nella seguente figura (Figura 2.2)⁴¹².

Figura 2.2. Sintesi dei fattori di rischio ESG, dei loro canali di trasmissione e del loro impatto sulle categorie di rischio finanziario.



Fonte: EBA, *EBA/REP/2021/18*, p. 34.

⁴¹¹ EBA, *op. cit.*, 23 giugno 2021, pp. 31-33.

⁴¹² EBA, *op. cit.*, 23 giugno 2021, pp. 33-34.

Inoltre, al fine di poter fronteggiare i rischi ESG in maniera corretta, l'EBA nel proprio Report sulla gestione e supervisione dei rischi ESG (2021) ha anche fornito importanti disposizioni relative a indicatori qualitativi e quantitativi e strumenti metodologici per poter valutare l'impatto finanziario dei rischi ESG. Infatti, anche la definizione condivisa di indicatori e metodi ESG (oltre a quella di rischi e fattori ESG) è essenziale per promuovere l'integrazione degli aspetti legati alla sostenibilità nel processo decisionale di tipo finanziario e nella vigilanza, garantendo al contempo anche una migliore trasparenza e informativa per gli *stakeholders* di riferimento. Naturalmente, tutto ciò è anche volto a prevenire i rischi di *greenwashing*. L'EBA sottolinea che, sebbene molti istituti e autorità di vigilanza abbiano già iniziato ad incorporare i fattori ESG all'interno dei propri business, la prassi della valutazione dei rischi ESG è ancora ad uno stadio iniziale⁴¹³. A tal proposito, esistono delle sfide o criticità da affrontare per integrare i rischi ESG nei processi di gestione degli istituti e nella loro pratiche di supervisione⁴¹⁴:

- livello di incertezza inerente alle tempistiche e agli effetti delle politiche e degli interventi normativi (di competenza di ogni stato membro dell'UE). Tali dettagli sono spesso difficili da prevedere, così come i tempi e gli effetti dei rischi fisici;
- insufficienza di dati ESG rilevanti, comparabili, affidabili e di facile utilizzo (soprattutto quelli per le controparti come le PMI);
- limiti metodologici, dati dal fatto che molti dei modelli di gestione del rischio si basano su dati storici per stimare i rischi attuali o futuri. Spesso, i fattori ESG non si riflettono adeguatamente in questi dati⁴¹⁵;
- disallineamento dell'orizzonte temporale tra gli strumenti di gestione "tradizionali" delle istituzioni (focalizzati sul breve periodo) e l'orizzonte temporale di materializzazione dei rischi ESG (lungo periodo);
- impatto multiplo dei rischi ESG sulle istituzioni, in quanto tali rischi possono avere effetto su diverse categorie di rischio finanziario e, quindi, possono incidere sulla posizione finanziaria delle istituzioni in più modi. Tali impatti dovrebbero essere valutati per ogni categoria di rischio finanziario e anche trasversalmente;

⁴¹³ EBA, *op. cit.*, 23 giugno 2021, p. 50.

⁴¹⁴ Le principali sfide sono 6 e sono state elencate dall'EBA nel proprio Report (2021, *op. cit.*). Nel corpo del testo vengono brevemente sintetizzate. Per approfondire, si veda: EBA, *op. cit.*, 23 giugno 2021, pp. 50-52.

⁴¹⁵ L'esempio a cui ricorre l'EBA è quello per cui può risultare difficile tenere conto dei rischi ESG nel calcolo di parametri di rischio come la probabilità di inadempienza (*probability of default*, PD) o la perdita in caso di inadempienza (*loss given default*, LGD) utilizzando le metodologie esistenti. Cfr. EBA, *op. cit.*, 23 giugno 2021, p. 51.

- non linearità dei rischi ESG, che possono causare complesse reazioni a catena ed effetti a cascata, i quali a loro volta possono generare delle dinamiche socioeconomiche imprevedibili.

Una volta presentate queste grandi criticità, l'EBA definisce tre fasi fondamentali da implementare per poterle risolvere. La prima fase è quella che viene definita come 'identificazione' ("*identification*"), ovvero la classificazione delle attività e delle esposizioni in base alle loro caratteristiche ESG, con il fine di agevolare l'identificazione dei principali potenziali *driver* dei rischi ESG, basandosi su specifici indicatori qualitativi e quantitativi. In questo senso, le esposizioni degli istituti possono essere categorizzate tra classi di attività, settori, controparti, aree geografiche, o sulla base della loro durata o della fase del ciclo di vita dell'*asset*, al fine di individuare le attività o le esposizioni più vulnerabili a tali rischi. Dopo aver classificato le esposizioni, la fase successiva è quella della 'valutazione' ("*evaluation*"), la quale prevede l'adozione di determinati strumenti metodologici per misurare, valutare o stimare l'impatto potenziale dei rischi ESG sulle esposizioni degli istituti. Grazie a questa fase di valutazione, si potrà avere una maggiore comprensione della vulnerabilità finanziaria dell'istituto di credito ai rischi ESG. Gli approcci metodologici⁴¹⁶. Infine, dopo la valutazione, si passa all'ultima fase che è quella dell'azione' ("*action*"), la quale prevede delle azioni successive per incorporare ed includere i rischi ESG nella gestione del rischio, mediante l'adozione di una strategia aziendale e di un approccio alla gestione del rischio a supporto del monitoraggio e del controllo dei rischi ESG⁴¹⁷.

Alla luce di quanto esposto, l'EBA, dopo aver trasmesso tale Report al Parlamento europeo, al Consiglio e alla Commissione, invita gli istituti a riflettere in modo attivo sul contenuto del rapporto e sulle sue raccomandazioni. Infatti, per poter garantire

⁴¹⁶ In una sezione successiva del Report (p. 62), l'EBA elenca le tre principali metodologie utilizzabili per la valutazione dei rischi ESG da parte delle banche e delle imprese di investimento, ovvero: 1) *portfolio alignment method*; 2) *risk framework* (compresi stress test e analisi di sensitività); 3) *exposure method*. Questi diversi approcci hanno in comune l'obiettivo di offrire degli spunti di riflessione sul rischio causato dall'esposizione a certi settori (o dagli investimenti in certi settori), e/o di valutare l'allineamento dei portafogli degli istituti con gli obiettivi di sostenibilità globali. Tuttavia, ogni metodo è diverso in termini di misure e risultati a cui si aspira e, perciò, ogni istituto potrà scegliere quale approccio utilizzare anche in base alle proprie dimensioni, complessità, profili di rischio e modello di business. Per approfondire i diversi metodi, si rimanda a: EBA, *op. cit.*, 23 giugno 2021, pp. 61-75.

⁴¹⁷ EBA, *op. cit.*, 23 giugno 2021, pp. 53-54.

un'adeguata preparazione alle sfide e agli strumenti normativi legati agli aspetti ESG, oggi sono necessarie azioni tempestive e proattive⁴¹⁸.

A conclusione della discussione sul ruolo del mondo bancario nella transizione verso un'economia più sostenibile, si segnala un recentissimo intervento dell'Autorità bancaria europea (EBA), avvenuto il 13 dicembre 2022. Si tratta della pubblicazione di una Roadmap⁴¹⁹ sulla finanza sostenibile, che traccia gli obiettivi e il programma di azioni per l'esecuzione dei suoi mandati e dei suoi compiti nell'ambito della finanza sostenibile e dei rischi ambientali, sociali e di governance (ESG). In sostanza, tramite questa tabella di marcia, l'EBA intende presentare il proprio approccio sequenziale (dei prossimi tre anni), volto ad includere le questioni sui rischi ESG nel contesto bancario, sostenendo gli sforzi dell'UE per evolvere verso un'economia più sostenibile. Va precisato che tale tabella di marcia intende aggiornare e sostituire il precedente "Piano d'Azione sulla finanza sostenibile" dell'EBA del 6 dicembre 2019 – discusso all'inizio del presente paragrafo – con la volontà di dare continuità alle azioni intraprese e di recepire i necessari adeguamenti dovuti agli sviluppi del mercato e della regolamentazione. In tal senso, all'EBA sono stati assegnati nuovi mandati e compiti che riguardano non solo i tre pilastri del sistema bancario, ovvero la disciplina di mercato, la vigilanza e i requisiti prudenziali, ma anche altre aree inerenti alla finanza sostenibile e ai rischi ESG. In ogni caso, tali mandati si inseriscono nel più ampio e primo obiettivo dell'EBA: favorire la stabilità, la resilienza e il corretto funzionamento del sistema finanziario⁴²⁰.

Entrando nel vivo della Roadmap, l'EBA incentra il proprio lavoro sulla finanza sostenibile e sui rischi ESG in otto aree di intervento principali, che sono riassunte nella figura sottostante (Figura 2.3).

⁴¹⁸ EBA, *op. cit.*, 23 giugno 2021, pp. 12-13.

⁴¹⁹ EBA, "The EBA roadmap on sustainable finance", EBA/REP/2022/30, December 2022, available at: https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Reports/2022/ESG%20roadmap/1045378/EBA%20Roadmap%20on%20Sustainable%20Finance.pdf.

⁴²⁰ EBA, "The EBA publishes its roadmap on sustainable finance", News & press, 13/12/2022, disponibile a: <https://www.eba.europa.eu/eba-publishes-its-roadmap-sustainable-finance>.

Figura 2.3. I punti chiave della Roadmap dell'EBA sulla finanza sostenibile.



Fonte: EBA, *EBA/REP/2022/30*, p. 9.

Innanzitutto, nell’area della “trasparenza e dell’informativa” (1), l’EBA intende continuare a dedicarsi allo sviluppo e all’implementazione dei rischi ESG degli istituti, nonché allo sviluppo di un’informativa più estesa sulla sostenibilità. Per quanto riguarda la “gestione del rischio e la vigilanza” (2), l’istituto afferma di voler lavorare ulteriormente per garantire che i fattori ed i rischi ESG vengano integrati correttamente nel sistema di gestione del rischio e di vigilanza degli enti, anche tramite nuove iniziative sugli stress test climatici. Nell’ambito della “regolamentazione prudenziale” (3), l’EBA ha avviato una fase di valutazione per analizzare e, nel caso, modificare l’attuale trattamento prudenziale delle esposizioni bancarie in modo da includere considerazioni ambientali e sociali. Un altro aspetto chiave di questa tabella di marcia dell’EBA sulla finanza sostenibile riguarda l’elaborazione di stress test bancari in relazione ai fattori di esposizione ai rischi ESG, al fine di aiutare a individuare le maggiori vulnerabilità delle banche (“prove di stress”, 4). In aggiunta, l’EBA lavorerà sullo sviluppo di standard ed etichette per la qualificazione di prodotti verdi associati al mondo bancario (“standard ed etichette”, 5). La Roadmap prevede anche di diminuire il più possibile i rischi di *greenwashing* (6), adottando apposite misure per identificare meglio i rischi di tale fenomeno e per gestire più efficacemente i controlli. Inoltre, l’EBA si impegna a integrare le informazioni inerenti ai rischi ESG nell’ambito di un approccio nuovo al *supervisory reporting* (“segnalazioni di

vigilanza”, 7). Infine, l’ultimo punto della Roadmap (“rischi ESG e quadro di monitoraggio della finanza sostenibile”, 8) si riferisce al fatto che l’EBA intende attivarsi concretamente nel valutare e monitorare gli sviluppi della finanza sostenibile e del profilo di rischio ESG degli istituti per i prossimi anni⁴²¹.

Le questioni approfondite in questo paragrafo raffigurano il percorso verso un’economia più sostenibile, a cui necessariamente anche il mondo bancario si sta preparando. Le banche, come le imprese, sono le prime protagoniste nel guidare questa transizione verso la crescente inclusione dei temi legati alla sostenibilità nelle proprie politiche e strategie. Oggigiorno, in risposta alle evoluzioni del mercato e alle esigenze normative di cui si è discusso, i fattori ESG rivestono una grande influenza nell’ambito delle istituzioni finanziarie, le quali hanno accettato la sfida e si stanno impegnando molto in questo senso. Infine, come si è avuto modo di osservare, si tratta di tematiche in continua evoluzione, per cui non mancheranno nei prossimi anni nuove norme e linee guida ESG sempre più stringenti, da cui dipenderà il futuro stato della società, dell’economia, nonché la salute del Pianeta.

⁴²¹ Bellini, M., “Sustainable finance: arriva la roadmap ESG di EBA”, in ESG360, 14/12/2022, disponibile a: <https://www.esg360.it/normative-e-compliance/sustainable-finance-arriva-la-roadmap-esg-di-eba/>.

Capitolo 3 – ANALISI EMPIRICA: FATTORI ESG E COSTO DEL DEBITO APPLICATO DALLE BANCHE

3.1 Un'introduzione sulla relazione tra fattori ESG e costo del debito

Alla luce dei capitoli precedenti, è emerso che le questioni legate alla sostenibilità, ovvero le tematiche ESG, hanno assunto una rilevanza tale da non poter più essere ignorate: la transizione verso un modello di crescita sostenibile e *green* è ciò di cui l'attuale economia e società necessitano con urgenza. Infatti, come si è visto, tale interesse per i fattori di sostenibilità (ambientale, sociale e di *governance*) si è riversato in modo sempre più incisivo nelle agende delle imprese, dei governi, delle istituzioni, delle banche e di tutti gli attori del mercato.

Dalle sezioni precedenti si potuto osservare che, dal lato dell'offerta, le banche hanno un ruolo fondamentale nella transizione e nel percorso di riorientamento dei flussi di capitale verso investimenti sostenibili. Per questo, si è visto che le banche sono soggette a nuovi e più stringenti obblighi di trasparenza e di informativa sui fattori e sui rischi ESG, di valutazione e gestione dei rischi, di divulgazione sui prodotti sostenibili, di analisi ESG delle esposizioni, nonché di concessione e monitoraggio dei prestiti. In virtù di tutto ciò, le banche sono chiamate a valutare le proprie operazioni di finanziamento ed il merito di credito anche in base alle caratteristiche di sostenibilità dei mutuatari, ovvero anche secondo *assets* intangibili.

Dall'altro lato, anche le imprese devono rispondere a nuovi e rafforzati obblighi in materia di trasparenza sulle proprie caratteristiche di sostenibilità, di informativa al pubblico sui fattori ESG e sui relativi rischi, di rendicontazione di sostenibilità e delle *performance* non finanziarie e di comunicazione degli impatti ambientali e sociali.

Nell'ambito di questi rapporti, quello che ci si chiede e si vuole indagare in quest'ultimo capitolo è se le imprese responsabili e attente dal punto di vista ESG vengano trattate in

modo migliore e, dunque, premiate o avvantaggiate dalle banche che decidono di finanziarle. Ovverosia, alla luce dei nuovi obblighi imposti dalle normative e dai regolamenti alle banche ed alle imprese, l'analisi empirica di questo capitolo studia il collegamento tra i fattori ESG e il costo del finanziamento tramite debito bancario, al fine di scoprire se il fatto di essere un'impresa conforme ai fattori di sostenibilità (ESG) conduca a trattamenti differenziati rispetto ai prestiti concessi dalle banche e al relativo costo. Quindi, l'oggetto di studio di riferimento si trova proprio nel mezzo della relazione banca-impresa e fattori ESG.

È bene evidenziare che l'ambito di riferimento di questa analisi, ovvero la relazione tra le performance ESG delle imprese e il costo del debito concesso dalle banche, non è tra quelli maggiormente studiati. Inoltre, gli studi sugli effetti della sostenibilità sul costo dei prestiti bancari sono spesso limitati in termini di arco temporale utilizzato per i loro *set* di dati: solo pochi vanno oltre il 2007 e inglobano le possibili influenze della crisi finanziaria globale sui fenomeni indagati. Molti autori concordano nell'affermare che la relazione tra sostenibilità e finanziamento esterno del debito – attraverso i prestiti bancari – possiede una scarsa letteratura, perché ci si è concentrati prevalentemente sulla relazione con il costo dell'*equity* (e non con il costo del debito) o con il finanziamento attraverso l'emissione di obbligazioni (e non con i prestiti concessi dalle banche). In sostanza, storicamente è stata data maggiore enfasi agli studi inerenti all'influenza dei fattori di sostenibilità sul costo del capitale proprio e sulle *performance* finanziarie delle imprese⁴²².

Secondo Devalle et al. (2017) la letteratura esistente è unanime sull'effetto benefico che i fattori ESG hanno sulla diminuzione del costo del capitale proprio (*Equity*), per cui un aumento delle attività ESG influisce su una riduzione del costo del capitale⁴²³. Secondo gli autori, quindi, la relazione tra l'ESG e il costo dell'*equity* è bene definita dalle ricerche accademiche effettuate negli scorsi anni. Per contro, non si può affermare altrettanto

⁴²² Hoepner, A., Oikonomou, I., Scholtens, B., Schröder, M. (2014), "The Effects of Corporate and Country Sustainability Characteristics on the Cost of Debt: An International Investigation", ZEW – Centre for European Economic Research, Discussion Paper No. 14-100, pp. 4-5.

⁴²³ Le ragioni principali della diminuzione dell'*Equity* vengono ricondotte: alla riduzione dell'asimmetria informativa, la quale fa diminuire anche le altre inefficienze nei mercati dei capitali finanziari (come la selezione avversa e l'azzardo morale); alla mitigazione dei rischi e alla riduzione dei rischi. Cfr. Devalle, A., Fiandrino, S. e V. Cantino (2017), "ESG Sustainability and Financial Capital Structure: Where they Stand Nowadays", International Journal of Business and Social Science, Vol. 8, No. 5, pp. 120-121.

rispetto al costo del debito. Gli autori segnalano che non esiste una relazione chiara e netta in letteratura tra l'ESG e il costo del debito e, in aggiunta, che le ricerche in questo ambito sono piuttosto scarse. Innanzitutto, va precisato che l'analisi oggetto di questo capitolo riguarda i prestiti concessi dalle banche ed il relativo costo del debito applicato, escludendo quindi il filone di studi sulle obbligazioni societarie e sulle emissioni obbligazionarie. In relazione ai prestiti bancari e ai fattori ESG, Devalle et al. (2017) evidenziano che molte ricerche ed analisi empiriche danno risultati opposti e non univoci, individuando sia relazioni positive sia relazioni negative tra i due menzionati fattori. Ad esempio, mentre Goss e Roberts (2011) riscontrano che i finanziatori non premiano gli investimenti negli aspetti legati alla sostenibilità e alla responsabilità sociale delle imprese debentrici (pagano un prezzo più alto per il prestito), Cooper e Uzur (2015) e Hoepner et al. (2016) scoprono una correlazione negativa tra i due elementi, ovvero che un impegno nella CSR si accompagna ad un minor costo del debito sui prestiti bancari. La stessa relazione negativa è trovata da Nandy e Lodh (2012), i quali rilevano che le imprese che osservano meglio le metriche ESG possono ottenere contratti di prestito più vantaggiosi dalle banche, beneficiando di una riduzione dei costi di negoziazione dei prestiti⁴²⁴.

Tuttavia, anche Nandy e Lodh (2012) evidenziano l'esistenza di una lacuna nella letteratura che dimostri empiricamente l'impatto della consapevolezza ambientale delle imprese sul costo del prestito bancario. In secondo luogo, gli autori segnalano che la maggior parte degli studi in questo ambito analizzano l'impatto della responsabilità sociale d'impresa (CSR) sul costo dei prestiti concessi dalle banche, mentre gli aspetti puramente ambientali e di sostenibilità non sono ancora stati indagati in maniera esplicita⁴²⁵.

Buona parte della letteratura è concorde nell'affermare che le imprese particolarmente attente alle tematiche inerenti alla sostenibilità e alla responsabilità sociale hanno maggiori probabilità di ottenere buoni risultati in tutte le dimensioni aziendali, comprese le *performance* finanziarie. In altre parole, si crea una sorta di circolo virtuoso, per cui: l'impresa lavora per la soddisfazione di tutti gli *stakeholder* interni ed esterni; a loro volta,

⁴²⁴ Per approfondire i dettagli della rassegna della letteratura, si veda: Devalle, A., Fiandrino, S. e V. Cantino (2017), *op. cit.*, pp. 122-123.

⁴²⁵ Nandy, M., Lodh, S. (2012), "Do banks value the eco-friendliness of firms in their corporate lending decision? Some empirical evidence", *International Review of Financial Analysis*, Elsevier, Vol. 25, p. 84.

questi risponderanno con il loro sostegno; i dipendenti saranno più fedeli; i portatori di interesse esterni saranno più disponibili e solidali. Proseguendo in questo modo, anche se non immediatamente, ne deriverà una *performance* superiore. Inoltre, un ulteriore vantaggio è che si ritiene che le imprese socialmente responsabili siano meno soggette ad eventi negativi straordinari, potendo ridurre il rischio di ripercussioni finanziarie derivanti da mancate azioni etiche. Di conseguenza, se gli investimenti nell'ambito della sostenibilità e della responsabilità sociale comportano una riduzione del rischio e un miglioramento della *performance* finanziaria, le banche applicheranno condizioni più vantaggiose per i prestiti concessi alle imprese che si impegnano nell'ambito ESG⁴²⁶.

Per converso, le banche potrebbero evitare di concedere prestiti ad alcune imprese a causa dei loro profili ambientali negativi, sia per motivi di responsabilità sociale sia per prevenire il potenziale rischio di responsabilità e di reputazione a carico della banca finanziatrice. Oppure, se la banca decide comunque di concedere dei prestiti a tali aziende con problemi di tipo ESG, tendendo in considerazione il relativo rischio, potrebbe finire per applicare un tasso di interesse più elevato, al fine di compensare il rischio a cui si espone concedendo il prestito⁴²⁷. È questo il modo in cui le banche finanziatrici tengono conto delle considerazioni ambientali, sociali e di *governance* dei mutuatari nelle loro decisioni di prestito.

Date queste considerazioni, si può affermare che questo argomento e questa relazione tra fattori ESG e costo del debito nell'ambito dei prestiti concessi dalle banche rappresentano tuttora un dibattito aperto a future ricerche. Quindi, sintetizzando, si è deciso di indagare tale relazione e svolgere questa ricerca per i seguenti motivi: la scarsità di studi recenti su questi elementi; la lacuna nella letteratura empirica relativamente al *link* tra fattori di sostenibilità (ESG) e costo del debito applicato dalle banche sui prestiti; l'esistenza di risultati empirici opposti e contrastanti (sia con segno positivo sia negativo) sulla natura della relazione ESG-CoD (*cost of debt*); l'esiguità di studi incentrati su un campione di

⁴²⁶ Goss, A., Roberts, G.S. (2008), "*Corporate Social Responsibility and the Cost of Debt Financing*", European Financial Management Association (EFMA), Annual Meetings 2009, Milan – Papers, pp. 3-5, disponibile al seguente link: <https://www.efmaefm.org/OEFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2009-Milan/papers/704.pdf>.

⁴²⁷ Chava, S. (2014), "*Environmental Externalities and Cost of Capital*", *Management Science*, Vol. 60, No. 9, *Inform*s, p. 2224.

imprese europee; la curiosità di investigare l'ambito dei fattori ESG applicati al credito bancario, in quanto si tratta di un'area di studio piuttosto nuova e poco approfondita.

3.2 Lo sviluppo dell'ipotesi di ricerca

Tramite questa analisi si va a studiare la relazione tra i fattori ESG delle imprese e il costo del finanziamento tramite debito bancario, nel contesto delle decisioni di prestito delle banche alle aziende. Quello che ci si aspetta è che il costo del debito applicato dalle banche venga influenzato dai fattori di sostenibilità (fattori ESG) delle imprese, ovvero da fattori non tipicamente finanziari.

Dallo studio della letteratura su questa relazione, emerge che i mercati finanziari dovrebbero riconoscere un premio o un vantaggio alle imprese che sono responsabili ed attente ai fattori di sostenibilità e che riducono il proprio livello di rischio grazie a questo impegno. In altre parole, se le attività di un'impresa nell'ambito dei fattori ESG riducono il rischio effettivo e/o percepito dal mercato (e contemporaneamente migliorano anche la *performance* finanziaria), ci si aspetta che le banche favoriscano tali imprese attraverso l'offerta di condizioni di prestito più interessanti. Infatti, la letteratura sulle determinanti del costo del debito generalmente documenta una associazione positiva tra le misure del rischio di un'impresa e il suo costo del debito. Tuttavia, la letteratura sulla responsabilità sociale d'impresa e sulla sostenibilità suggerisce che la riduzione del rischio è uno dei potenziali benefici relativi a questo tipo di investimenti. Di conseguenza, grazie a questo effetto, il mercato dovrebbe riconoscere un vantaggio a tali imprese, che corrisponde ad un minor costo del finanziamento del debito. Al contrario, se i mercati finanziari non dovessero riconoscere un valore (inteso come riduzione del rischio) alle politiche di sostenibilità, le imprese ESG subirebbero uno svantaggio sul piano competitivo a causa dei costi addizionali derivanti dalle risorse destinate ad investimenti per la riduzione del rischio⁴²⁸.

⁴²⁸ Izzo, M.F., Magnanelli, B.S. (2017), "Corporate social performance and cost of debt: the relationship", *Social Responsibility Journal*, Emerald Publishing Limited, Vol. 13, Issue 2, pp. 250-251.

Lo scopo di questa ricerca è quello di ottenere dei risultati empirici sugli effetti delle politiche ESG delle imprese sul costo del debito applicato dalle banche, cercando di comprendere se e come le suddette pratiche di sostenibilità incidano sul costo del debito che esse sostengono.

In sostanza, si cercherà di confermare o confutare l'ipotesi secondo cui le imprese impegnate in ambito ESG vengono premiate dalle banche che decidono di finanziarle, ottenendo prestiti a condizioni favorevoli (nel senso di minori tassi di interesse) e, dunque, beneficiando di una riduzione del costo del debito applicato dalle banche. Quindi, secondo tale ipotesi, la relazione tra fattori ESG e costo del debito è negativa. Se questo *link* fosse confermato, significherebbe che all'aumentare dell'impegno in ambito ESG di un'impresa, il costo del debito che la stessa deve sopportare diminuisce.

Ipotesi di ricerca: *Esiste una relazione di segno negativo tra i fattori di sostenibilità (ESG) ed il costo del debito (CoD). Le due variabili sono correlate negativamente.*

3.3 Il metodo

L'analisi empirica oggetto di questo ultimo capitolo si propone di verificare se le politiche di sostenibilità (ESG) implementate dalle imprese vengono prese in considerazione dalle banche che decidono di finanziarle, integrandole nel processo di definizione del costo del debito. Come spiegato in precedenza, si ipotizza che il costo del debito applicato dalle banche alle imprese venga influenzato, tra gli altri fattori, anche dalle politiche ESG delle imprese. Quindi, ci si aspetta che il mercato finanziario riconosca un vantaggio alle imprese che implementano politiche ESG, con la conseguenza di una riduzione del rischio e, quindi, di una riduzione del costo del debito applicato sui prestiti.

Considerato che, in linea di principio, l'implementazione delle politiche ESG non produce degli effetti immediati nello stesso esercizio in cui viene attuata, si è deciso di considerare un effetto di ritardo temporale sulla variabile indipendente "fattori ESG". In altre parole, si ritiene che le azioni di sostenibilità producano effetti almeno un anno dopo la loro attuazione, per cui è stato preso in considerazione un effetto di sfasamento temporale di

un anno tra la variabile dipendente (CoD) e la variabile indipendente (ESG). Quindi, si prevede un ritardo di un anno tra la misurazione della variabile indipendente “ESG” e tutte le altre variabili del modello, compresa la variabile dipendente “Costo del debito”. Questa scelta presuppone che gli effetti delle politiche ESG, in particolare sulla variabile dipendente, siano traslati. Ciò risulta coerente anche per il fatto che le banche, come tutti gli altri *stakeholder*, necessitano di tempo per inglobare le nuove informazioni nei propri processi decisionali.

Nei prossimi paragrafi verrà descritto il campione studiato, le variabili di riferimento ed il modello statistico utilizzato per verificare l’ipotesi.

3.4 Il campione di imprese

L’ipotesi di ricerca è stata testata su un campione di imprese, il quale è stato selezionato dalla banca dati “Orbis”, il database aziendale di punta di Bureau van Dijk (società di Moody's Analytics). Il database Orbis è ritenuto essere uno dei più grandi e dispone di informazioni dettagliate e confrontabili per oltre 450 milioni di società di tutto il mondo⁴²⁹. Questo database è stato utilizzato per creare il campione di imprese e per ottenere i relativi dati di bilancio utili per l’analisi.

L’orizzonte temporale di riferimento scelto per l’analisi empirica è di 5 anni e si riferisce agli ultimi anni di bilanci disponibili, ovvero dal 2017 al 2021, per cui sono stati prelevati i dati riferiti a questi 5 esercizi.

Per ricavare il *dataset* di imprese sono stati utilizzati i seguenti criteri di ricerca di Orbis:

- Stato della società: attivo.

- Area geografica: Unione europea [27]. Orbis specifica che tale criterio include Austria, Belgio, Bulgaria, Croazia, Cipro, Repubblica Ceca, Danimarca, Estonia, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Ungheria, Irlanda, Italia, Lettonia, Lituania,

⁴²⁹ Bureau van Dijk – Orbis, <https://www.bvdinfo.com/it-it/le-nostre-soluzioni/dati/internazionali/orbis>.

Lussemburgo, Malta, Paesi Bassi, Polonia, Portogallo, Romania, Slovacchia, Slovenia, Spagna e Svezia. Tale scelta è legata al fatto che la base normativa principale su cui fa riferimento il lavoro di tesi è quella dell'Unione europea.

- Tipologia di società: è stato scelto il criterio "azienda", escludendo quindi gli istituti bancari, le società finanziarie e di assicurazione come avviene nella maggior parte della letteratura su questi temi. Sono state selezionate quelle quotate⁴³⁰, in quanto la quantità di dati disponibili è maggiore per questi enti.
- Criteri inerenti al profilo finanziario e al numero di dipendenti: per poter segmentare il campione, è stato deciso di selezionare le imprese con un minimo di 200 dipendenti e con un minimo di totale attivo di stato patrimoniale di 20 milioni di dollari (USD) negli anni di interesse per l'analisi (2017-2021). Tale scelta è stata fatta perché a tali enti si applica la Direttiva NFRD e perché la disponibilità di dati è più elevata.
- Data di chiusura di bilancio: è stato selezionato il mese di dicembre, per poter rendere i bilanci ed i relativi dati di tutto il campione comparabili tra loro.
- Settore: si è voluto concentrarsi sul settore manifatturiero. Sono stati scelti due settori molto intensivi di capitale e, quindi inerenti alla lavorazione di prodotti pesanti, che sono il settore "Metallurgia e prodotti in metallo"⁴³¹ e il settore "Prodotti chimici, farmaceutici, petroliferi, articoli in gomma e materie plastiche"⁴³². Inoltre, sono stati selezionati altri due settori manifatturieri che però

⁴³⁰ Va segnalato che il campione iniziale non distingueva tra imprese quotate e non quotate ed era composto da oltre 1150 aziende. Tuttavia, a causa della difficile reperibilità dei dati di bilancio e della scarsità degli stessi, si è optato di concentrarsi solo sulle aziende quotate.

⁴³¹ "Metallurgia e prodotti in metallo" si riferisce al settore numero 20 nella lista dei settori BvD che si trova nei criteri di ricerca di Orbis. Esso comprende: l'estrazione di minerali di ferro e metallici; la fabbricazione di ferro, acciaio e ferroleghie; la produzione e la fusione dei metalli; la fabbricazione di prodotti e strutture metalliche; la metallurgia delle polveri; il rivestimento ed il trattamento dei metalli; la fabbricazione di utensili e prodotti in metallo. Per approfondire i dettagli si consulti la fonte: Orbis, https://help.bvdinfo.com/LearningZone/Products/Orbis4.1/Content/I_Data/Industry/IndClassMajSect.htm.

⁴³² Il settore "Prodotti chimici, farmaceutici, petroliferi, articoli in gomma e materie plastiche" si riferisce al settore numero 18 nella lista dei settori BvD che si trova nei criteri di ricerca di Orbis. Vi sono compresi: attività estrattive di vario genere; fabbricazione di prodotti petroliferi raffinati, di gas industriali, di coloranti e pigmenti; fabbricazione di fertilizzanti, pesticidi e altri prodotti chimici, di materie plastiche, di gomma sintetica, di pitture e vernici, di prodotti farmaceutici di base, di preparati farmaceutici, di saponi,

presentano anche una componente di *human capital* importante e quindi una manifattura meno intensiva di capitale rispetto ai primi ed essi sono il settore “Industria tessile e dell’abbigliamento⁴³³” e il settore “Industria alimentare e del tabacco⁴³⁴”. Tale scelta è stata compiuta anche perché, come si è visto nel capitolo precedente (al paragrafo 2.5), questi settori rappresentano le aree in cui l’UE intende intervenire al più presto per accelerare il raggiungimento della transizione verso un’economia più sostenibile. Si tratta dei settori che utilizzano maggiormente materie prime, producono più emissioni di gas ad effetto serra e generano più rifiuti.

Dopo aver fatto queste selezioni, il campione ottenuto risulta essere composto da un totale di 288 aziende, con un numero di osservazioni pari a 1440. Per quanto riguarda i settori, la scomposizione è la seguente: 61 imprese del settore “Metallurgia e prodotti in metallo”; 126 imprese del settore “Prodotti chimici, farmaceutici, petroliferi, articoli in gomma e materie plastiche”; 33 imprese appartenenti al settore “Industria tessile e dell’abbigliamento”; 68 imprese del settore “Industria alimentare e del tabacco”.

Tuttavia, è sorta una difficoltà nel momento in cui dovevano essere scaricati i dati ESG delle imprese del campione. Innanzitutto, la banca dati Orbis non dispone di tali informazioni, in quanto prevede delle predizioni di *scores* ESG solo a partire dal 2021⁴³⁵. Quindi, si è deciso di utilizzare il Terminale Bloomberg per l’estrazione dei dati ESG delle

detergenti, profumi, olii essenziali, prodotti in gomma e altri prodotti chimici; fabbricazione di prodotti in plastica, di articoli da imballaggio; produzione di materiali ed articoli per l’edilizia. Fonte: Orbis, https://help.bvdinfo.com/LearningZone/Products/Orbis4.1/Content/I_Data/Industry/IndClassMajSect.htm.

⁴³³ “L’industria tessile e dell’abbigliamento” si riferisce al settore numero 15 nella lista dei settori BvD che si trova nei criteri di ricerca di Orbis. In questo ambito sono compresi, principalmente: la preparazione e la filatura di fibre di tipo cotone, cotone pettinato, lana, lino e sintetici; la filatura e la preparazione della seta; la produzione di fili per cucire; la tessitura; la fabbricazione di articoli e prodotti tessili, di tessuti, di abbigliamento e di altri indumenti. Per approfondire i dettagli, si rimanda alla fonte: Orbis, https://help.bvdinfo.com/LearningZone/Products/Orbis4.1/Content/I_Data/Industry/IndClassMajSect.htm.

⁴³⁴ “L’industria alimentare e del tabacco” si riferisce al settore numero 14 nella lista dei settori BvD che si trova nei criteri di ricerca di Orbis. Si tratta principalmente di: produzione, lavorazione e conservazione di carne, di pesce, di verdura, di frutta; fabbricazione di prodotti alimentari di ogni genere e di altri preparati; fabbricazione di condimenti e spezie; fabbricazione di prodotti del tabacco. Fonte: Orbis, https://help.bvdinfo.com/LearningZone/Products/Orbis4.1/Content/I_Data/Industry/IndClassMajSect.htm.

⁴³⁵ Orbis (Bureau van Dijk), “*Environment, Social and Governance Score Predictor (ESG)*”, disponibile a: https://help.bvdinfo.com/LearningZone/Products/Orbis4.1/Content/I_Data/RiskScores/ESGSummary.htm?Highlight=ESG.

imprese oggetto di analisi. Tuttavia, non per tutte le società è presente un punteggio ESG: anche cercandole singolarmente e anche se sono quotate, nella sezione ESG di alcune società non è presente nessun punteggio di sostenibilità, in quanto le società stesse non hanno fornito i dati.

Per questi motivi, il campione iniziale di 288 imprese si è ridotto drasticamente a 107 imprese, ovvero quelle che possiedono delle informazioni sui punteggi ESG nel Terminale Bloomberg. Nello specifico, il campione di 107 imprese risulta essere così composto:

- “Metallurgia e prodotti in metallo”: 25;
- “Prodotti chimici, farmaceutici, petroliferi, articoli in gomma e materie plastiche”: 58;
- “Industria tessile e dell’abbigliamento”: 10;
- “Industria alimentare e del tabacco”: 14.

Si ribadisce che tale diminuzione è stata una scelta forzata, ma considerando che i tempi per ogni azienda sono 5 esercizi, si è comunque riusciti a mantenere una numerosità consona per questo tipo di analisi.

Il campione finale utilizzato per l’analisi empirica è composto da 107 imprese, con un numero osservazioni pari a 535.

3.5 Le variabili

In questo paragrafo vengono descritte tutte le variabili utilizzate nell’analisi empirica. Tutti i dati riferiti a queste variabili risalgono al giorno 30 gennaio 2023, data in cui sono stati controllati nelle banche dati per l’ultima volta.

Questa sezione è così suddivisa: descrizione della variabile dipendente (costo del debito); descrizione della variabile indipendente (fattori ESG); descrizione delle variabili di controllo.

3.5.1 Il costo del debito

Il costo del debito rappresenta la variabile dipendente del modello utilizzato. Nel proseguo della trattazione il costo del debito verrà indicato come “CoD” (*cost of debt*).

Per misurare il costo del debito si è ricorsi alla formula che vede al numeratore gli “Oneri finanziari” estratti dal Conto Economico e al denominatore il “Debito finanziario” estratto dal passivo di Stato Patrimoniale per ogni impresa e per ogni anno. Successivamente, è stato fatto il quoziente tra i due dati, tutti scaricati dalla banca dati Orbis. Si è deciso di utilizzare questa formula, per evitare di incorrere in problemi metodologici di calcolo del Costo del debito, in quanto ogni *database* presenta un proprio metodo. Quindi, non è stato preso un dato precalcolato, ma si è deciso di costruirlo in questo modo.

Innanzitutto, per quanto riguarda gli “Oneri finanziari”, il database Orbis li definisce come “*spese finanziarie, ovvero tutti gli oneri finanziari come gli interessi passivi*”⁴³⁶.

Poi, per calcolare il “Debito finanziario” sono state sommate le voci “passività non correnti” e “debiti” dai bilanci delle società secondo il *formato globale standard*, in quanto la banca dati Orbis definisce la prima voce come “passività a lungo termine della società (debiti finanziari a lungo termine e altre passività a lungo termine)”, e la seconda voce come “debiti finanziari a breve termine (ad esempio, verso istituti di credito e parte dei debiti finanziari a lungo termine pagabili entro l’anno)”⁴³⁷.

Una volta ottenuto il debito finanziario, per calcolare il Costo del debito ci si trovava ad avere al numeratore una variabile flusso (oneri finanziari) e al denominatore una variabile stock (debito finanziario). Di conseguenza, per ottenere un dato più affidabile, si è deciso di mettere a denominatore un valore pari alla media del livello dell’indebitamento finanziario che c’era a fine anno t-1 e a fine anno t. Quindi, si è fatta la

⁴³⁶ Orbis (Bureau van Dijk), “*Global standard format – data and ratio definitions*”, disponibile a: https://help.bvdinfo.com/LearningZone/Products/Orbis4.1/Content/I_Data/Financial/GlobalStandardFormatDefinitions.htm?Highlight=global%20standard.

⁴³⁷ Orbis (Bureau van Dijk), “*Global standard format – data and ratio definitions*”, disponibile a: https://help.bvdinfo.com/LearningZone/Products/Orbis4.1/Content/I_Data/Financial/GlobalStandardFormatDefinitions.htm?Highlight=global%20standard.

media tra il dato iniziale ed il dato finale per quanto riguarda la parte di Stato Patrimoniale⁴³⁸.

Sinteticamente, la formula utilizzata per il calcolo del Costo del debito è la seguente:

$$CoD = \frac{\text{Oneri finanziari}}{\text{Debito finanziario medio}}$$

Il costo del debito così calcolato risulta essere un indicatore chiave di prestazioni finanziarie (*Financial KPI*). Nello specifico, il quoziente tra oneri finanziari e debiti finanziari esprime in termini percentuali l'incidenza degli oneri finanziari registrati in Conto Economico sul totale del debito finanziario dell'impresa. In altre parole, misura il peso degli interessi passivi sui debiti di natura finanziaria dell'impresa⁴³⁹.

Quindi, il costo del debito misurato dal rapporto “oneri finanziari su debito finanziario” costituisce una proxy del costo totale del debito finanziario sostenuto dall'impresa.

3.5.2 La misura dei fattori ESG

I punteggi ESG sono la variabile indipendente dell'analisi presentata in questo capitolo.

Questi dati sono stati scaricati da Bloomberg Professional System, una banca dati fattuale che contempla dati finanziari ed economici. Il Terminale Bloomberg è un *software* – il principale prodotto dell'azienda fornitrice di dati finanziari “Bloomberg LP” – considerato il colosso dell'informazione finanziaria ed utilizzato da investitori, finanziatori, analisti, consulenti e altri professionisti finanziari di tutto il mondo. Tramite il Terminale Bloomberg è possibile fare analisi e ricerche sui dati del mercato finanziario in tempo reale⁴⁴⁰.

⁴³⁸ Naturalmente, per fare ciò sono stati estratti da Orbis anche i dati riferiti all'esercizio 2016 per quanto riguarda le voci “passività non correnti” e “debiti”. In questo modo è stato possibile calcolare il livello di indebitamento finanziario medio per l'anno 2017.

⁴³⁹ Lupini, A., “*Indici finanziari*”, in UNIGIRO Financial Risk Analysis, 15/07/2020, disponibile all'indirizzo: <https://www.unigiro.org/it/indicatori-di-bilancio/indici-finanziari/oneri-finanziari-debiti-finanziari.html>.

⁴⁴⁰ Bloomberg Terminal, <https://www.bloomberg.com/professional/>.

Per quanto riguarda la sezione sui dati ESG, per ogni azienda il Terminale Bloomberg offre sia un punteggio complessivo, denominato “*Bloomberg ESG Score*”, sia un punteggio separato per ogni singolo pilastro di sostenibilità: “*BESG Environmental Pillar Score*”, “*BESG Social Pillar Score*” e “*BESG Governance Pillar score*”. Questi sono i punteggi che sono stati scaricati per il campione di imprese, di cui Bloomberg è il proprietario⁴⁴¹. I punteggi assegnati dal Terminale Bloomberg per il dato totale e per ogni dimensione di sostenibilità vanno da 0 a 10, dove 10 è il punteggio migliore, ad indicare un’impresa molto attenta a tali tematiche. Il Terminale Bloomberg specifica che: il punteggio ambientale (*E_Score*) valuta la performance aggregata ambientale della società; il punteggio sociale (*S_Score*) consente di valutare la performance sociale aggregata della società; il punteggio di governance (*G_Score*) valuta la performance aggregata di governance della società. A loro volta, ognuno di questi punteggi comprendono diverse gerarchie di temi sottostanti e sub-temi, i quali contribuiscono a formare lo *score* aggregato. Sintetizzando⁴⁴²:

- Il pilastro ambientale (E) comprende queste macro-tematiche: la qualità dell’aria; l’esposizione climatica; l’impatto ecologico; la gestione dell’energia; la gestione ambientale della *supply chain*; la gestione delle emissioni di gas serra; i prodotti sostenibili; la gestione dei rifiuti; la gestione dell’acqua.
- Il pilastro sociale (S) è composto da questi temi principali: i diritti e le relazioni della comunità; l’etica e la *compliance* aziendale; le politiche di lavoro e dell’occupazione; la gestione della salute e della sicurezza sul lavoro; la gestione del rischio operativo; la gestione della qualità dei prodotti; la gestione sociale della *supply chain*.
- Il pilastro della governance (G) comprende questi temi: composizione del Consiglio di amministrazione (ruolo, diversità, indipendenza ed aggiornamento); retribuzione dei dirigenti (struttura degli incentivi, governance retributiva e paga

⁴⁴¹ I dati riferiti ai punteggi ESG sono stati controllati sul Terminale Bloomberg per l’ultima volta il giorno 30/01/2023.

⁴⁴² Le fonti di quanto segue sono due: Bloomberg Terminal, “*Environmental and Social Scores. Methodology and Field Information*”, scaricato da Bloomberg (ESG), Dicembre 2020, pp. 1-34, disponibile accedendo a: <https://www.bloomberg.com/professional/>. Bloomberg Terminal, “*Governance Scores. Methodology and Field Information*”, scaricato da Bloomberg (ESG), Aprile 2022, pp. 1-16, disponibile accedendo a: <https://www.bloomberg.com/professional/>.

per le prestazioni); diritti degli azionisti (politiche per gli azionisti e voto degli amministratori).

I punteggi dei pilastri *Environmental*, *Social* e *Governance* sono delle medie generalizzate ponderate dei punteggi dei temi sottostanti. Senza entrare nelle complesse metodologie di calcolo (si rimanda alla fonte), il punteggio ESG di Bloomberg è una misura di sintesi dei dati sulla sostenibilità aziendale e permette di semplificare l'integrazione dell'analisi ESG nelle analisi di business e di investimento.

Per quanto riguarda il reperimento dei dati, Bloomberg dichiara che i suoi *Score ESG* combinano diverse fonti di dati offerte da Bloomberg Terminal, tra cui principalmente informazioni sulla sostenibilità fornite dalle aziende e dati sui fondamenti finanziari, con risorse di ricerca ed analisi proprietarie (es. ricerca ESG di Bloomberg Intelligence e il *Bloomberg Industry Classification Standard*, BICS). Di conseguenza, gli *Score ESG* di Bloomberg si fondano su prove, ricerche, consulenze e rigore analitico. Quindi, si specifica che i punteggi ESG di proprietà di Bloomberg si basano su dati finanziariamente rilevanti, su criteri quantitativi ed assicurano la completa trasparenza della metodologia e dei dati sottostanti.

3.5.3. Le variabili di controllo

Al fine di verificare correttamente la relazione espressa dall'ipotesi di ricerca e di aumentare la qualità del modello di regressione, sono state introdotte una serie di variabili di controllo che la precedente letteratura⁴⁴³ reputa essere le più rilevanti nell'influenzare il costo del debito. Le variabili di controllo selezionate possono potenzialmente impattare sul profilo di rischio dell'impresa, generando in questo modo un effetto sul costo del debito applicato dalle banche alle imprese del campione.

⁴⁴³ Si fa riferimento principalmente a: Izzo, M.F., Magnanelli, B.S. (2017), *op. cit.*, pp. 256-257; Raimo, N., Caragnano, A., Zito, M., Vitolla, F., Mariani, M. (2021), "Extending the benefits of ESG disclosure: The effect on the cost of debt financing", *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, Wiley, Vol. 28, pp. 1412-1421; Erragragui, E. (2018), "Do creditors price firms' environmental, social and governance risks?", *Research in International Business and Finance*, Elsevier, Vol. 45, pp. 197-207.

Infatti, nella determinazione del tasso da applicare ai prestiti, le banche devono tenere in considerazione diversi fattori importanti, tra cui vi è il rischio del prestito. Il rischio è un elemento chiave da monitorare in tutte le fasi: dalla valutazione del rischio del prestito (istruttoria di fido e assegnazione del *rating*), alla determinazione del costo, fino alla definizione del prezzo. Non solo, tale valutazione dovrebbe anche essere riprodotta periodicamente, al fine di tenere sempre sotto controllo la convenienza delle operazioni effettuate, in termini di rischio e rendimento⁴⁴⁴.

Come sostiene la letteratura in questo campo, il rischio è funzione della struttura finanziaria dell'impresa, della sua redditività, del livello di rischio specifico di ogni azienda e del valore attribuito dal mercato. Inoltre, esistono anche altri fattori che possono avere un impatto sul rischio e quindi riversarsi sul costo del debito, quali il settore e l'area in cui opera l'azienda o naturalmente anche la dimensione dell'azienda⁴⁴⁵.

Di conseguenza, per ogni impresa del *dataset* e per ogni anno (2017-2021) sono stati prelevati i dati finanziari inerenti alle variabili di controllo dalla banca dati Orbis. In sostanza, in modo coerente con la letteratura esistente sul costo del debito, sono state scelte le seguenti variabili di controllo e per ciascuna sono state fatte delle previsioni sulla relazione tra la variabile dipendente (costo del debito) e ogni singola variabile indipendente:

- **Indice di redditività:** espresso dal ROCE (%)⁴⁴⁶, ovvero un indice di redditività che misura il rendimento del capitale impiegato dall'impresa per l'esercizio delle sue attività. Il termine inglese da cui deriva l'acronimo è "*Return on Capital Employed*" e viene espresso in percentuale. Si tratta di un rapporto finanziario che viene usato per valutare la redditività e l'efficienza del capitale di un'azienda, con il fine di indagare in quale misura l'azienda sta generando profitti dal proprio capitale utilizzato. Quindi, il ROCE misura la quantità di profitto che un'impresa riesce a generare per ogni unità di capitale impiegato aggiuntiva, ovverosia mostra i profitti ottenuti con le risorse aziendali. Pertanto, indici più elevati tendono a indicare imprese con maggiore redditività. Gli investitori preferiranno un'azienda con livelli di ROCE

⁴⁴⁴ Per approfondire, si consulti: ASSONEBB (Associazione Nazionale Enciclopedia della Banca e della Borsa), "*Pricing dei prestiti bancari*", disponibile a: https://www.bankpedia.org/termine.php?c_id=21761.

⁴⁴⁵ Izzo, M.F., Magnanelli, B.S. (2017), *op. cit.*, pp. 256-257.

⁴⁴⁶ Si precisa che è stato utilizzato il ROCE e non il ROI (maggiormente utilizzato in letteratura), in quanto la banca dati Orbis – alla voce "indici di redditività" – non presentava l'indice di redditività sugli investimenti ma solamente il ROCE.

stabili e in crescita, rispetto a quelle con un ROCE volatile o in calo. Solitamente, un livello di ROCE di almeno il 20% indica che l'azienda ha una buona posizione finanziaria ed impiega il capitale in maniera efficiente. Naturalmente, maggiore è l'indice e meglio è⁴⁴⁷. La banca dati Orbis lo definisce come⁴⁴⁸: $(Utile\ netto + Interessi\ pagati) / (Patrimonio\ netto\ totale + Passività\ non\ correnti) * 100$.

Ci si attende che tale variabile di controllo sia correlata negativamente con il costo del debito (CoD).

- **Dimensione dell'impresa:** sintetizzata ed espressa dal Totale Attivo (TA) di stato patrimoniale, prelevato da Orbis. È la voce che indica gli investimenti/impieghi che sono stati effettuati dall'impresa tramite le risorse finanziarie. Studi precedenti suggeriscono che le imprese di maggiori dimensioni hanno più facile accesso ai finanziamenti esterni e si caratterizzano per una minore asimmetria informativa. Inoltre, sono considerate più robuste e più resistenti agli eventi negativi e beneficiano di economie di scala anche nel costo del debito⁴⁴⁹. Riuscendo a sopportare più efficacemente gli shock negativi sui flussi di cassa, le imprese più grandi hanno meno probabilità di andare in *default*. Anche gli effetti di reputazione aumentano all'aumentare delle dimensioni aziendali, per cui le imprese più grandi sono ritenute meno rischiose dalle banche e dovrebbero beneficiare di tassi più bassi sul debito⁴⁵⁰.

Per questi motivi, si prevede che la dimensione dell'impresa sia correlata negativamente con il costo del debito.

- **Leva finanziaria:** è indicata dal GEARING (%), ovvero il rapporto tra debiti e mezzi propri (patrimonio netto) di un'impresa. Questo indicatore – prelevato anch'esso da Orbis tra gli indici di struttura – esprime il livello di equilibrio tra il capitale proprio

⁴⁴⁷ Hayes, A., "Return on Capital Employed (ROCE): Ratio, Interpretation, and Example", in Investopedia, 14/06/2022, disponibile a: <https://www.investopedia.com/terms/r/roce.asp>.

⁴⁴⁸ La definizione in lingua originale è: "(Net income + Interest paid)/(Shareholder funds + Non-current liabilities)*100", in cui "shareholder funds" è inteso come "Total equity (Capital + Other shareholders funds)". Fonte: Orbis (BvD), "Global standard format - ratios", disponibile all'indirizzo https://help.bvdinfo.com/LearningZone/Products/Orbis4.1/Content/I_Data/Financial/RatioDefinitions.htm.

⁴⁴⁹ Graham, L.R. et al. (2008), Petersen, M.A., Rajan, R.G. (1994), citati da Raimo, N., Caragnano, A., Zito, M., Vitolla, F., Mariani, M. (2021), *op. cit.*, p. 1416.

⁴⁵⁰ Diamond, D.W. (1989; 1991), citato da Izzo, M.F., Magnanelli, B.S. (2017), *op. cit.*, p. 256.

ed i debiti finanziari. In altre parole, si tratta di un indice che esprime il grado di indebitamento strutturale di natura finanziaria dell'impresa, ovvero indica quanta indipendenza finanziaria possiede l'impresa dai terzi. Valori alti del Gearing indicano che l'impresa presenta una quantità maggiore di debito finanziario rispetto al proprio patrimonio netto (capitale di rischio). Più precisamente, si ritiene che tale indicatore dovrebbe assumere un valore compreso tra 1 e 3: quando supera il limite superiore, la situazione non è delle migliori perché il debito finanziario contratto dall'impresa inizia a non essere più sostenibile⁴⁵¹.

La banca dati Orbis non dispone di altre leve finanziarie precalcolate e definisce il Gearing come: " $((Passività\ non\ correnti + Debiti) / Patrimonio\ netto\ totale) * 100$ ". Pertanto, tale variabile nella letteratura sul costo del debito controlla la pressione finanziaria dell'impresa. Ci si aspetta che il Gearing sia correlato positivamente con il costo del debito.

- **Capitalizzazione di mercato:** esprime il valore totale delle azioni in circolazione sul mercato di una società quotata in borsa. Spesso, viene illustrata come "*market cap*" (MKT CAP) e viene utilizzata dagli investitori tanto per capire quali sono le dimensioni dell'azienda quanto per studiare il rischio di investire nelle sue azioni. Per quanto riguarda il fattore rischio, è evidente che le società a grande capitalizzazione vengono percepite come più stabili, in quanto hanno il potenziale per garantire profitti a lungo termine e minore rischio. Quelle a media capitalizzazione hanno importanti capacità di crescita, ma vengono percepite come azioni più rischiose. Infine, le società a piccola capitalizzazione sono ritenute un investimento molto rischioso, a causa delle minori risorse finanziarie a disposizione⁴⁵².

La banca dati Orbis specifica che la capitalizzazione di mercato che essa fornisce (quella che è stata prelevata per questa analisi) è calcolata da loro stessi, in questo modo: "*n.° di azioni in circolazione * prezzo dell'azione del titolo principale*"⁴⁵³.

⁴⁵¹ Studio di Teodoro (TCF – Tax, Corporate and Finance), "*Un'analisi dell'equilibrio finanziario dell'impresa*", 27/01/2016, disponibile a: <https://studioditeodoro.wordpress.com/>.

⁴⁵² IG, "*Capitalizzazione di mercato (definizione)*", Glossario, disponibile a: <https://www.ig.com/it/glossario-trading/definizione-di-capitalizzazione-di-mercato>.

⁴⁵³ Orbis precisa che la formula comporta una sottovalutazione per le aziende il cui patrimonio netto è rappresentato da più di un titolo (società con più azioni). Tuttavia, non c'è nessuna sottovalutazione per le società con ricevute di deposito (come le ADR), in quanto si tratta di certificati che rappresentano un certo numero di azioni già considerate nel calcolo del *market cap*. Fonte: Orbis (BvD), "*Annual stock data*",

Dunque, siccome la capitalizzazione di mercato rappresenta la valutazione del mercato nei confronti dell'impresa, si prevede che più il mercato riconosce valore all'impresa e minore sarà il costo del debito. Ci si aspetta che la *market cap* sia correlata negativamente con il costo del debito.

- **Rischio dell'impresa:** espresso dal coefficiente Beta dell'impresa (BETA). Il Beta è il coefficiente che indica la volatilità del rendimento del titolo al variare del rendimento di mercato e misura il rischio non diversificabile o sistematico dell'investimento. Il Beta è una misura del rischio complessivo, in quanto dipende da tre rischi sostanziali: i) ciclicità dei ricavi; ii) livello di rischio operativo (struttura dei costi); iii) livello di rischio finanziario (leva).

La banca dati Orbis definisce il valore Beta come *“una misura del rischio di mercato che mostra il rapporto tra la volatilità del titolo rispetto alla volatilità di un indice di riferimento in un determinato periodo”*. Quindi, il beta indica mediamente di quanto varia il rendimento di un titolo quotato sul mercato al variare del rendimento di mercato. Quando un'azienda ha un Beta maggiore di 1, significa che il titolo è più volatile del mercato. Quando il Beta è pari a 1, vuol dire che il titolo reagisce come il mercato. Infine, quando il Beta è minore di 1, il titolo ha una volatilità inferiore rispetto a quella del mercato.

Per l'analisi, si è deciso di utilizzare il Beta a 5 anni, in quanto si ritiene che possa smorzare gli effetti di breve periodo, con l'indice di riferimento 1⁴⁵⁴. Tuttavia, si segnala che per alcune imprese tali dati non erano disponibili (verrà ricordato nei prossimi paragrafi). Per quanto concerne la formula, il Beta si ottiene dal rapporto tra due statistiche: *“La covarianza dei rendimenti del titolo e dei rendimenti di un indice” diviso la “Varianza dei rendimenti dell'indice”* (Orbis, BvD). In sostanza, è il coefficiente angolare della retta di regressione tra i rendimenti del titolo e i rendimenti del mercato. Si evidenzia che viene specificato che il Beta calcolato dalla

https://help.bvdinfo.com/LearningZone/Products/Orbis4.1/Content/I_Data/StockData/StockData.htm?Highlight=market%20capitalisation.

⁴⁵⁴ Orbis offre valori del Beta calcolato per periodi di: 1 mese, 3 mesi, 1 anno, 3 anni e 5 anni. Inoltre, propone fino a 5 indici di riferimento. Tali valori vengono calcolati su base settimanale e considerano i prezzi giornalieri. Per i calcoli si utilizza un sistema di scorrimento. Fonte: Orbis (BvD), *“Beta and price volatility in reports”*, https://help.bvdinfo.com/LearningZone/Products/Orbis4.1/Content/I_Data/StockData/Beta.htm?Highlight=beta%20.

banca dati Orbis è un Beta “semplice”, ovvero non è aggiustato per il grado di leva nella struttura del capitale dell’impresa (non è stato deleverato)⁴⁵⁵.

Dunque, essendo una misura del rischio complessivo dell’impresa, ci si aspetta che il Beta sia correlato positivamente con il costo del debito dell’impresa.

- **Tipologia di settore:** seguendo la linea presentata nel paragrafo che descrive il campione (3.4), sono stati uniti i due settori più intensivi di capitale e che presentano una lavorazione più pesante dei materiali (“Metallurgia e prodotti in metallo” e “Prodotti chimici, farmaceutici, petroliferi, articoli in gomma e materie plastiche”) e i due settori meno intensivi di capitale (“Industria tessile e dell’abbigliamento” e “Industria alimentare e del tabacco”). Questa variabile è stata inserita nell’analisi come fattore di moderazione per esplorare se la relazione tra Costo del debito e fattori ESG sia influenzata dal livello di intensità del capitale.

Si segnala che per ottenere una distribuzione più normale di alcune delle variabili appena descritte, è stato calcolato il logaritmo naturale come spesso avviene nella letteratura. Nello specifico, le variabili per cui si è calcolato il logaritmo naturale sono: la capitalizzazione di mercato (MKT CAP), il totale attivo (TA) ed il Gearing (%). Quindi, nel proseguo dell’analisi, anche se non specificato per ragioni di sintesi, si dà per scontato che per queste variabili si tratta del logaritmo naturale.

Inoltre, tutti i dati finanziari riferiti alle variabili dell’analisi si riferiscono a milioni di dollari, coerentemente con quanto esportato dalla banca dati Orbis.

3.6 Lo schema ed il modello di regressione

È stato esaminato l’impatto dei fattori ESG sul costo del debito di un’impresa, per provare l’ipotesi di ricerca, attraverso il seguente modello di regressione lineare:

⁴⁵⁵ Orbis (BvD), “Beta and price volatility in reports”, *op. cit.*

$$CoD_t = f(ESG_{t-1}, \text{variabili di controllo}_t)$$

“CoD_t” corrisponde al costo del debito al tempo t e “EGS_{t-1}” si riferisce ai fattori ESG dell’anno t-1, ovvero il precedente. Quindi, tutte le variabili di controllo inserite nel modello di regressione sono al tempo t, come lo è il costo del debito (variabile dipendente), in quanto secondo l’ipotesi di mercato efficiente il loro impatto si manifesta nello stesso anno in cui si applica il costo del debito.

Più precisamente, nello studio della relazione tra i fattori ESG delle imprese ed il costo del debito applicato dalle banche alle imprese è stata stimata la seguente regressione lineare, per individuare i fattori che influenzano la variabile dipendente (CoD):

$$i_t = \alpha + \beta_1 ESG_{t-1} + \beta_2 BETA_t + \beta_3 MKT\ CAP_t + \beta_4 ROCE_t + \beta_5 TA_t + \beta_6 GEARING_t + \beta_7 SETTORE_t + \beta_8 SETTORE * ESG_{t-1} + \varepsilon$$

dove:

- i = punteggio del costo del debito sostenuto da un’impresa del campione al tempo t, calcolato come descritto in precedenza;
- ESG = punteggio di sostenibilità (fattori ESG) di un’impresa al tempo t-1, come sopra descritto;
- Beta, MKT CAP, ROCE, Totale Attivo (TA) e Gearing = variabili di controllo illustrate in precedenza al tempo t;
- SETTORE*ESG = fattore di interazione per testare l’effetto di moderazione del settore sulla relazione tra ESG e Costo del debito;
- β = effetto, stima, ovvero il coefficiente di regressione;
- α = intercetta, ovvero il punto in cui la retta interseca l’asse delle y.
- ε = errore.

3.7 I risultati empirici

L'analisi di regressione per testare l'ipotesi è stata condotta su base trasversale su un numero di 535 osservazioni, ovvero per le 107 imprese del campione sopra descritto lungo 5 esercizi (2017-2021).

Si segnala che per alcune imprese del campione alcuni dati finanziari non erano disponibili nelle banche dati consultate. Quindi, per alcune variabili ci sono dei dati mancanti, come si vede nella tabella delle descrittive riportata sotto. Più precisamente, manca il 16% dei Beta, il 4% delle Capitalizzazioni di mercato ed il 3% dei Gearing. Tuttavia, è importante notare che si dispone di dati completi per le variabili principali, ovvero il Costo del debito ed i fattori ESG delle imprese del campione studiato.

I dati sono stati analizzati con JAMОВI⁴⁵⁶.

Le statistiche descrittive sono riassunte dalla seguente tabella 3.1:

Tabella 3.1. Statistiche descrittive per le variabili dello studio.

	N	Mancanti	Media	SD	Minimo	Massimo
CoD	535	0	3.612	7.381	-49.083	76.96
ESG_tot	535	0	3.453	1.235	0.000	7.45
ESG_E	535	0	2.979	1.918	0.000	7.75
ESG_S	535	0	2.793	1.794	0.000	8.97
ESG_G	535	0	5.753	1.111	2.150	8.43
BETA_5anni	450	85	0.837	0.317	0.100	1.52
MKT Cap_Log	514	21	8.804	1.522	3.396	12.48
ROCE	534	1	9.915	10.620	-41.325	70.14
TA_Log	535	0	15.672	1.403	10.933	19.32
Gearing_Log	519	16	4.143	0.875	0.858	6.90

⁴⁵⁶ Jamovi, <https://www.jamovi.org/>.

Inoltre, a scopo descrittivo, si è analizzato l'andamento del Costo del debito (CoD) nel tempo con ANOVA a Misure Ripetute, inserendo il CoD come variabile dipendente e il tempo (variabile "Anno") come variabile indipendente. I risultati di questa analisi mostrano una riduzione significativa in media del CoD nel tempo, $F(4,757) = 4.14, p < .01$. Tale andamento è visibile nella Figura 3.1 e nella Tabella 3.2.

Figura 3.1. Andamento del Costo del debito nel tempo.

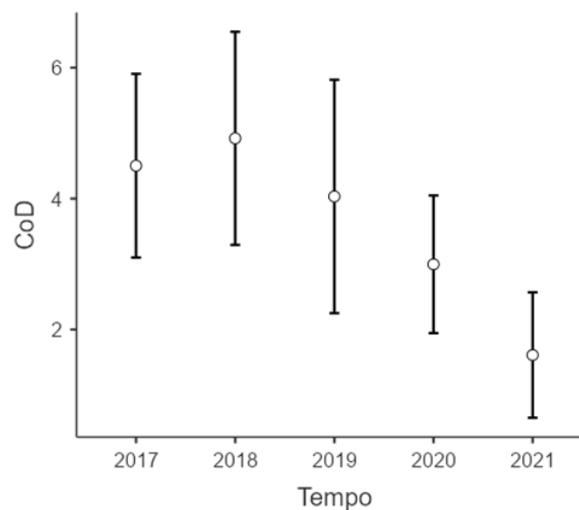


Tabella 3.2. Medie Marginali CoD per Anno.

Tempo	Media	SE	95% Intervallo di Fiducia	
			Minore	Superiore
2017	4.50	0.708	3.099	5.91
2018	4.92	0.821	3.293	6.55
2019	4.03	0.899	2.250	5.82
2020	3.00	0.530	1.945	4.05
2021	1.61	0.483	0.651	2.57

Siccome si è osservato che all'aumentare del tempo (dal 2017 al 2021) il valore del costo del debito è diminuito, la variabile "Anno" è stata inserita nell'analisi di regressione come

ulteriore variabile di controllo per tener conto dell'effetto del tempo nello spiegare parte della variabilità nei punteggi del Costo del debito. Considerare l'effetto del fattore tempo permette una stima più valida degli effetti delle altre variabili.

CORRELAZIONE

Nella Tabella 3.3 della pagina seguente si riportano le correlazioni tra tutte le variabili oggetto dello studio.

Innanzitutto, i risultati evidenziano una correlazione significativa di tipo negativo tra ESG (solo punteggio totale) e CoD, anche se di piccola entità. Nonostante questa correlazione sia in linea con quanto ipotizzato, è importante notare che l'analisi di correlazione semplice qui descritta non controlla ancora per gli effetti delle variabili confondenti misurate in questo studio.

I risultati mostrano anche che il CoD correla positivamente con il ROCE, contrariamente a quanto previsto. Invece, la previsione sul Totale Attivo è confermata, in quanto il CoD correla negativamente con il Totale Attivo. Infine, il CoD correla negativamente con il Gearing, mentre le previsioni ipotizzavano una correlazione positiva.

In merito ai fattori ESG emergono correlazioni significative positive con tutte le variabili di controllo, tranne il ROCE.

Dunque, questi *pattern* di correlazione significativi confermano l'importanza di inserire il Beta, il ROCE, il Totale Attivo, il Gearing e l'Anno come variabili di controllo nell'analisi principale. Infatti, ogni variabile che correla con l'ESG e con il Costo del debito è un possibile fattore confondente.

Si evidenzia una correlazione forte tra due predittori dell'analisi, ovvero Totale Attivo e MKT CAP ($r = .79$). Dunque, per evitare problemi di collinearità nell'analisi di regressione, è stata inserito solo il Totale Attivo come variabile di controllo, escludendo la Capitalizzazione di mercato. Di fatto, la maggior parte degli studi precedenti in questo ambito si sono focalizzati solo sul Totale Attivo e non sulla capitalizzazione. Questa scelta può essere spiegata dal fatto che il totale attivo e la capitalizzazione di mercato di

un'impresa potenzialmente possono essere molto correlate perché entrambe danno un'indicazione della dimensione aziendale.

È bene ricordare che le correlazioni semplici sopra descritte non tengono conto degli effetti delle variabili di controllo e per questo motivo si procede con un'analisi di regressione lineare per stimare la relazione tra fattori ESG e Costo del debito al netto delle variabili di controllo.

Tra gli *scores* ESG si evidenzia una correlazione significativa solo tra il CoD ed il punteggio ESG totale. Per questo motivo, si prosegue con l'analisi principale – regressione lineare – considerando solo il punteggio ESG totale e non i singoli *scores* separati, al fine di poter approfondire e stimare questo effetto al netto delle variabili di controllo.

Tabella 3.3. Correlazioni tra le variabili dello studio.

	CoD	ESG_tot	ESG_E	ESG_S	ESG_G	BETA	MKT CAP	ROCE	TA	Gearing	Anno
CoD	—										
ESG_tot	-0.089 *	—									
ESG_E	-0.042	0.694 ***	—								
ESG_S	-0.062	0.746 ***	0.332 ***	—							
ESG_G	0.021	0.346 ***	0.177 ***	0.034	—						
BETA	0.014	0.287 ***	0.186 ***	0.253 ***	0.193 ***	—					
MKT CAP	-0.080	0.170 ***	0.233 ***	-0.048	0.258 ***	0.068	—				
ROCE	0.102 *	-0.079	0.080	-0.135 **	-0.024	-0.043	0.251 ***	—			
TA	-0.142 **	0.343 ***	0.328 ***	0.220 ***	0.149 ***	0.213 ***	0.794 ***	-0.102 *	—		
Gearing	-0.050	0.152 ***	0.041	0.154 ***	0.084	0.203 ***	-0.114 *	-0.419 ***	0.182 ***	—	
Anno	-0.149 ***	0.257 ***	0.218 ***	0.146 ***	0.182 ***	0.000	0.052	-0.091 *	0.069	0.115 **	—

Nota. * p < .05, ** p < .01, *** p < .001

REGRESSIONE

Di seguito, nella Tabella 3.4, vengono presentati i risultati dell'analisi di regressione lineare a effetti fissi:

Tabella 3.4. Coefficienti di regressione lineare (variabile dipendente CoD).

Predittore	Stima	SE	t	p	Stima Standard
Intercetta	12.6883	4.4400	2.8577	0.004	
ESG_tot	0.0320	0.3904	0.0821	0.935	0.00505
BETA	0.5966	1.3044	0.4573	0.648	0.02382
TA	-0.6815	0.2905	-2.3465	0.019	-0.12315
ROCE	0.1432	0.0436	3.2882	0.001	0.17148
Gearing	0.3355	0.5024	0.6678	0.505	0.03672
Anno	-0.6236	0.2731	-2.2835	0.023	-0.11126
BvDsectors	1.1120	2.6462	0.4202	0.675	-0.08039
BvDsectors * ESG_tot:	-0.5037	0.8175	-0.6161	0.538	-0.07932

Il modello nel complesso, ovvero considerando tutti i predittori, spiega il 6% della variabilità nei valori del Costo del debito, $F(8, 429) = 3,51, p < .001$.

I risultati del modello mostrano una relazione significativa negativa tra Totale Attivo e Costo del debito ($\beta = -0,12$) e tra l'Anno e il Costo del debito ($\beta = -0,11$). Invece, emerge una relazione positiva tra il ROCE ed il Costo del debito ($\beta = 0,17$). Inoltre, si può notare che tutti gli effetti significativi emersi sono di entità piccola ($\beta < .30$).

Tuttavia, non è visibile nessun effetto significativo di ESG sul Costo del debito al netto di queste variabili. Ciò significa che la correlazione semplice significativa negativa tra il CoD e l'ESG osservata sopra è spuria e altri fattori (e.g., Totale Attivo, Tempo e ROCE) giocano un ruolo più rilevante nel predire le variazioni nel Costo del debito.

Non emerge nessun effetto di interazione significativo tra “Settore” e ESG, ad indicare che l’effetto non significativo di ESG è valido per entrambi i settori, ovvero sia per quelli molto intensivi di capitale, sia per quelli meno intensivi di capitale come spiegato nella descrizione del campione.

Per quanto riguarda la variabile Anno, i risultati mostrano che nel periodo considerato, in media, il Costo del debito diminuisce di 0,62 punti ogni anno (diminuisce di 0,11 DS).

Per quanto riguarda il Totale Attivo, i risultati indicano che per ogni aumento di un milione di dollari di totale attivo dall’azienda in quell’anno, il Costo del Debito applicato diminuisce di 0,68 punti (diminuisce di 0,12 DS).

In merito al ROCE, i risultati illustrano che per ogni punto percentuale di aumento del Ritorno sul capitale impiegato in un anno, il Costo del debito sostenuto aumenta di 0,14 punti (aumenta di 0,17 DS).

3.8. Discussione

Questo studio è stato condotto per analizzare la relazione tra il Costo del debito ed i fattori ESG delle imprese, al fine di indagare se il fatto di essere un’impresa attenta ai fattori di sostenibilità conduca o meno a dei vantaggi in termini di concessione dei prestiti, ovvero ad un minore costo del debito.

L’ipotesi di ricerca supponeva che la relazione tra Costo del debito e fattori ESG fosse di segno negativa, ovvero che queste due variabili fossero correlate negativamente. Dunque, il vantaggio per l’impresa sarebbe stato che all’aumentare dei punteggi ESG, il Costo del debito applicato dalle banche alle imprese sarebbe diminuito. Tale sarebbe stato il premio che il mercato, in questo caso le banche, avrebbe riconosciuto a queste imprese: includere le politiche ESG aziendali nel proprio processo di definizione del costo del debito.

Nonostante si evidenziasse una relazione negativa significativa nell'analisi di correlazione tra fattori ESG e Costo del debito, nell'analisi di regressione questa si è dimostrata non essere più significativa, ovvero nel momento in cui si considera l'effetto delle variabili di controllo la significatività della relazione sparisce. Questo indica che altri fattori sono più rilevanti nello spiegare la variabilità del Costo del debito nel periodo e nel campione considerato, in particolare: il tempo (Anno), il ROCE ed il Totale Attivo. Dunque, l'ipotesi di ricerca non può essere confermata sulla base dei risultati emersi per questo campione. In altre parole, i risultati di questo studio sembrano confutare l'esistenza di un ruolo determinante dei fattori ESG nel processo di definizione del costo del debito, sia nel senso di una riduzione del rischio, sia nel senso della conseguente riduzione del debito applicato alle imprese del campione.

Gli effetti significativi riscontrati sul Costo del debito sono sostanzialmente tre, ovvero l'influenza del tempo, del ROCE e del Totale Attivo.

In relazione all'effetto del tempo (variabile "Anno") sul Costo del debito, questo mostra che all'aumentare del tempo, la variabile dipendente CoD diminuisce. Innanzitutto, è bene ricordare che l'orizzonte temporale considerato in questo studio è relativo agli ultimi cinque anni di bilancio disponibili, ovvero dal 2017 al 2021. Tale periodo ingloba il verificarsi di un fenomeno assolutamente singolare e drammatico, ovvero il momento in cui si è diffusa la pandemia globale da Covid-19 e gli anni seguenti in cui si è dovuto fronteggiarla (dal 31 dicembre 2019, giorno in cui le autorità sanitarie cinesi hanno segnalato il primo focolaio)⁴⁵⁷. Questo evento potrebbe influenzare il risultato degli ultimi due anni di osservazione, in cui si è registrato il calo più netto della media del Costo del debito. Infatti, per contrastare gli effetti negativi della pandemia da Covid-19 sull'economia europea, la BCE ha avviato una serie di misure anche in materia di costo dei finanziamenti e accesso al credito. In particolare, la BCE ha voluto contenere i tassi di interesse ufficiali, da cui dipendono i tassi applicati da tutte le banche ai finanziamenti erogati ai propri clienti, per facilitare l'ottenimento dei prestiti da parte di famiglie ed imprese, mantenendo il costo del debito accessibile. Dunque, la linea seguita dalla BCE per

⁴⁵⁷ Dal giorno 11 marzo 2020, l'OMS (Organizzazione Mondiale della Sanità) considera l'epidemia di COVID-19 una pandemia. Per approfondire, si veda la fonte: Istituto Superiore di Sanità (EpiCentro – L'epidemiologia per la sanità pubblica), "Tutto sulla pandemia di SARS-CoV-2", disponibile al seguente link: <https://www.epicentro.iss.it/coronavirus/sars-cov-2#:~:text=11%2031%20dicembre%202019%2C%20le.South%20China%20Seafood%20City%20market.>

rispondere all'emergenza sanitaria e alla crisi economica è quella di tenere i tassi di riferimento bassi e di sostenere le banche con finanziamenti immediati a tassi favorevoli, con il fine di non bloccare il credito a imprese e individui⁴⁵⁸. Tali scelte potrebbero avere influenzato l'effetto osservato della variabile tempo sul costo del debito.

Data questa considerazione, ogni previsione ipotizzata sull'effetto dei fattori ESG sul Costo del debito potrebbe non essere visibile in questo particolare contesto temporale. Può darsi che l'effetto della variabile ESG nello spiegare la variabilità del Costo del debito non sia stato trovato in questo lavoro, come invece è stato in altri, perché c'era qualche effetto legato al periodo storico considerato. In altre parole, è possibile che ci fossero altre variabili più rilevanti, come possono essere state le decisioni dirette di politica monetaria della BCE legate all'emergenza da Covid-19. Tali politiche hanno introdotto una variabile rilevante nell'influenzare il Costo del debito, la quale è proprio legata al tempo (periodo Covid-19). Questo potrebbe aver introdotto un effetto confondente nello studio e quindi, anche per tale motivo, potrebbe non essersi manifestata una relazione significativa tra ESG e Costo del debito. Studi futuri potrebbero ritestare questa relazione più avanti nel tempo, in modo da evitare questi possibili effetti confondenti.

Un altro effetto emerso in questo studio è quello del Ritorno sul capitale impiegato (ROCE %) sul Costo del debito, che in realtà è in contrasto con la letteratura precedente e quindi con le previsioni effettuate. Ci si sarebbe aspettati una relazione negativa, in quanto più un'impresa possiede un ROCE elevato e quindi una maggiore redditività per adempiere ai propri impegni finanziari, più il costo del debito che deve pagare per finanziarsi dovrebbe diminuire. Quindi, il risultato ottenuto è inatteso e la letteratura precedente non aiuta ad interpretarlo. Studi futuri potrebbero ripetere l'indagine utilizzando altri importanti indicatori spesso utilizzati nell'analisi fondamentale, quali ad esempio il Ritorno sull'investimento (ROI %, *Return on Investment*) o il Ritorno sulle Attività totali (ROA %, *Return on Assets*) come proxy della redditività dell'impresa.

È emerso un effetto del Totale Attivo nell'influenzare il Costo del debito. In linea con gli studi precedenti, il totale attivo – come approssimazione della dimensione aziendale – ha

⁴⁵⁸ Per approfondire, si veda: BCE (Banca Centrale Europea) – Eurosystema, “*La nostra risposta alla pandemia di coronavirus*”, disponibile a: <https://www.ecb.europa.eu/home/search/coronavirus/html/index.it.html>.

una relazione negativa significativa con il costo del debito. Ciò significa che più ampia è la dimensione dell'impresa, più basso è il costo del debito applicato dalle banche. Questo risultato è conforme alle previsioni, in quanto il mercato finanziario percepisce un'azienda più grande come più stabile, più robusta, più incline a sopportare eventi finanziari negativi e, in generale, meno rischiosa rispetto a un'impresa di dimensioni ridotte. Di conseguenza, il costo del debito che l'impresa deve sopportare diminuisce all'aumentare delle dimensioni aziendali.

Tuttavia, l'effetto principale di interesse dell'analisi non si è manifestato. La variabile ESG non concorre a spiegare come varia la variabile dipendente, ovvero il Costo del debito.

In prima battuta, questo risultato conferma l'esistenza di una relazione non chiara e non univoca tra ESG e costo del debito (sui prestiti bancari) rilevata anche dagli studi e dalla letteratura precedenti⁴⁵⁹. Si può affermare che la discrepanza constatata nella letteratura riemerge anche in questo lavoro, nel momento in cui si controlla per una serie di altri fattori potenzialmente in grado di influenzare la variabile dipendente. In sostanza, la relazione sembra esserci e presenta segno negativo (in linea con l'ipotesi), ma l'effetto significativo sulle determinanti del livello di costo del debito applicato dalle banche è maggiormente dovuto ad altri fattori. Dunque, secondo questo studio e per questo campione, i fattori significativi nello spiegare la variabilità del costo del debito sono essenzialmente tutti fattori finanziari "classici".

Un altro motivo per cui si è ottenuto un risultato diverso da quello ipotizzato, può essere collegato alle caratteristiche intrinseche del campione. Nonostante siano state scelte imprese quotate al fine di diminuire la probabilità di dati mancanti, per alcune delle imprese del campione alcuni valori non erano disponibili nei *database* consultati. Inoltre, sono emerse altre difficoltà per quanto concerne il reperimento dei dati sui fattori ESG. Anche in questo caso, solo poche imprese disponevano dei punteggi ESG. Per questi motivi, il campione si è ridotto drasticamente ed il numero di imprese potrebbe non essere sufficiente per riflettere in modo chiaro la relazione indagata.

⁴⁵⁹ Ad esempio, si vedano: Devalle, A., Fiandrino, S. e V. Cantino (2017), "The linkage between ESG performance and credit ratings: A firm-level perspective analysis", *International Journal of Business and Management*, Vol. 12, No. 9, Published by Canadian Center of Science and Education, pp. 53-65. Izzo, M.F., Magnanelli, B.S. (2017), *op. cit.*, pp. 251-265.

È anche importante notare che, a differenza degli studi precedenti, il presente lavoro è il primo che si focalizza su questi quattro settori: “metallurgia e prodotti in metallo”; “prodotti chimici, farmaceutici, petroliferi, articoli in gomma e materie plastiche”; “industria tessile e dell’abbigliamento”; “industria alimentare e del tabacco”. Visto che si tratta proprio dei settori in cui recentemente l’Unione europea sta maggiormente intervenendo con delle normative più stringenti sulla sostenibilità, è chiaro che gli sforzi ESG di questi settori sono piuttosto recenti e, quindi, è possibile che gli effetti sul debito si vedano più a lungo termine. Per questo motivo, studi futuri dovrebbero verificare questa ipotesi.

Un’altra possibile spiegazione dell’assenza di un effetto può essere dovuta all’eterogeneità del campione per tipologia di settore. Ciò potrebbe giocare un ruolo nell’assenza di un effetto se la relazione tra ESG e Costo del debito dovesse cambiare tra settori. Nonostante i risultati ottenuti da questo studio non evidenziano un effetto di interazione significativo tra ESG e tipologia di settore, studi futuri potrebbero approfondire questo effetto di moderazione utilizzando un campione più ampio per ciascun settore.

Nonostante sia importante tenere in mente i limiti qui presentati nell’interpretazione dei risultati ottenuti, il presente studio è in linea con la letteratura precedente, la quale mette in rilievo la non unanimità dei risultati sulla relazione tra ESG e Costo del debito, l’ambiguità dei relativi effetti riscontrati, nonché la poca chiarezza della stessa. Questo studio concorre ad ampliare la letteratura esistente sugli specifici fattori di sostenibilità implementati delle imprese e, più precisamente, sulla relazione tra fattori ESG e finanziamento esterno del debito. Come già osservato, la maggior parte degli studi precedenti⁴⁶⁰ si focalizza maggiormente sulla Responsabilità Sociale d’Impresa (CSR), oppure sulla relazione di questa con il costo del capitale proprio o con l’emissione di obbligazioni.

Peraltro, il presente studio contribuisce alla letteratura precedente introducendo delle novità. Infatti, viene considerato un campione di imprese diverso rispetto a quelli esplorati dalla letteratura, composto da imprese che appartengono tutte all’Unione

⁴⁶⁰ Ad esempio, si vedano le seguenti fonti: Cooper, E. W., Uzun, H. (2015), “*Corporate Social Responsibility and the Cost of Debt*”, *Journal of Accounting & Finance*, Vol. 15(8), pp. 2158-3625. Goss, A., Roberts, G.S. (2008), *op. cit.*, pp. 1-49.

europea e a specifici settori di interesse per quanto riguarda la transizione verso un'economia più sostenibile. Inoltre, anche l'orizzonte temporale di riferimento dello studio non era ancora stato esplorato da analisi precedenti e contempla il periodo storico più recente. Si tratta di cinque anni assolutamente singolari, essendo interessati da un fenomeno epocale, qual è la pandemia globale da Covid-19.

3.9 Conclusioni

Dopo aver svolto questa analisi empirica, i risultati del campione confermano che non c'è una relazione tra Costo del debito e fattori ESG unica e significativa. Tuttavia, è anche vero che non c'è una relazione di tipo positivo. Le politiche ESG delle imprese non sembrano essere mal viste dalle banche nelle decisioni di concessione del credito. Non sono favorite, ma neanche penalizzate.

Come evidenziato nella discussione dei risultati, tale studio concorre ad integrare la letteratura esistente sulla relazione tra fattori ESG e costo del debito e apre la strada a future ricerche suggerendo delle nuove ipotesi di studio.

È bene evidenziare che le questioni studiate in questa analisi empirica sono pressoché recenti e le banche, come tutti gli altri attori del mercato, potrebbero aver bisogno di maggiore tempo per integrare le questioni ESG nel processo di definizione del costo del debito concesso alle imprese. L'impianto normativo-regolamentare europeo stesso è recente ed in costante evoluzione in questi ultimi anni. Probabilmente, per poter osservare una relazione più definita tra fattori ESG e costo del debito bisognerà aspettare i prossimi anni, i quali potrebbero catturare i risultati concreti delle recenti normative. Ciò non toglie che gli sforzi dell'Unione europea, dei governi, delle istituzioni finanziarie, delle imprese e di tutti gli altri *stakeholder* siano molto consistenti e sempre più stringenti. L'intento comunitario è sempre quello di accelerare il più possibile il raggiungimento di un'economia e di una società più pulite e sostenibili.

In un periodo storico così particolarmente incerto e dinamico, la transizione attualmente in atto verso un'economia sostenibile può essere interpretata come la via potenzialmente in grado di condurre ad un futuro di gran lunga migliore di quello attuale. Se sul passato non si può più intervenire, lo sguardo al futuro deve volere il bene del Pianeta e delle generazioni di oggi e di domani.

BIBLIOGRAFIA

AIFIRM (giugno 2021), *“L'integrazione dei fattori ESG nella valutazione del rischio di credito”*, Position Paper n. 29, Associazione Italiana Financial Industry Risk Managers, DOI 10.47473/2016ppa00029, ISBN 979-12-80245-07-6.

Alsayegh, M.F., Abdul Rahman, R., Homayoun, S. (2020), *“Corporate economic, environmental, and social sustainability performance transformation through ESG disclosure”*, Sustainability, Vol. 12, No. 9, 3910.

Arcuri, F., Daga, M.C., *“La sostenibilità come opportunità di cambiamento per le banche”*, in ESG360, 22/04/2021.

Asikhia, O.U. (2016), *“Ethical Banking Determinants across Nations: A Meta-Analysis”*, Journal of Economics and Behavioral Studies, Vol. 8, No. 3.

ASSONEBB (Associazione Nazionale Enciclopedia della Banca e della Borsa), *“Pricing dei prestiti bancari”*.

ASVIS, *“Finanza per lo sviluppo sostenibile. Un tema strategico per l'Agenda 2030”*, Alleanza Italiana per lo Sviluppo Sostenibile, Position Paper 2020, Gruppo di Lavoro trasversale, Ottobre 2020.

Attig, N., El Ghouli, S., Guedhami, O., Suh, J. (2013), *“Corporate Social Responsibility and Credit Ratings”*, Journal of Business Ethics, Vol. 117 (4), pp. 679-694.

Balocco, V., *“Accordo sul clima di Parigi: che cos'è, cosa chiede, come sta evolvendo”*, in ESG360, 16/03/2021.

Balocco, V., *“Sostenibilità: significato, obiettivi e perché è importante”*, in ESG360, 06/09/2021.

Banca Centrale Europea – Vigilanza Bancaria, *“Guida sui rischi climatici e ambientali. Aspettative di vigilanza in materia di gestione dei rischi e informativa”*, Novembre 2020.

Banca Centrale Europea – Vigilanza bancaria, *“La BCE pubblica il testo definitivo della Guida sui rischi climatici e ambientali per le banche”*, Comunicato stampa, 27 novembre 2020.

Banca Centrale europea – Vigilanza bancaria, “*La BCE rivede le aspettative di vigilanza in merito agli accantonamenti prudenziali per i nuovi crediti deteriorati in seguito all’adozione di un regolamento dell’UE*”, Comunicato stampa, 22/08/2019.

Banca d’Italia – Eurosystema, “*I crediti deteriorati (Non-Performing Loans - NPLs) del sistema bancario italiano*”, in Banca d’Italia, Media – Il nostro punto di vista.

Basso Ricci, J., “*Informazioni di carattere non finanziario: nuove modalità per rendicontare le performance*”, in ESG360, 12/04/2021.

Bellini, M., “*Sustainable finance: arriva la roadmap ESG di EBA*”, in ESG360, 14/12/2022.

Bellini, M., “*Sustainable reporting: approvate le nuove regole UE sulla Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD)*”, in ESG360, 11/11/2022.

Bicciato, F. (marzo 2022), “*Disclosure ESG e doppia materialità per la transizione*”, ESG Business Review, Contributi Forum – Forum per la finanza sostenibile.

Billio, M., Costola, M., Hristova, I., Latino, C., Pelizzon, L. (2021), “*Inside the ESG ratings: (Dis)agreement and performance*”, Corporate Social Responsibility and Environmental Management, Vol. 28, No. 5, pp. 1426-1445.

Bloomberg Terminal, “*Environmental and Social Scores. Methodology and Field Information*”, scaricato da Bloomberg (ESG), Dicembre 2020, pp. 1-34.

Bloomberg Terminal, “*Governance Scores. Methodology and Field Information*”, scaricato da Bloomberg (ESG), Aprile 2022, pp. 1-16.

Bordino, R., “*Inflation Reduction Act, una delle leggi più significative della storia statunitense*”, in Eco Internazionale, 27/09/2022.

Borsa Italiana, “*Bilancio integrato*”, Glossario Finanziario.

Borsa Italiana, “*Capital Expenditures*”, Glossario Finanziario.

Borsa Italiana, “*Cosa sono i Green Bond*”, FTA Online News, in Borsa Italiana.

Borsa Italiana, “*UE e finanza sostenibile: i passi avanti della Commissione. Presentati gli ultimi tre report del TEG e le nuove linee guida per la rendicontazione sul clima*”, Forum per la Finanza Sostenibile, 28/06/2019.

Bowen, H.R., “*Social Responsibilities of the Businessman*”, New York: Harper and Row, 1953.

Caprotti, M., “*I mercati emergenti e la questione climatica*”, in Morningstar, 03/11/2021.

Carroll, A.B. (1979), “*A three-dimensional conceptual model of corporate social performance*”, The Academy of Management Review, Vol. 4, No. 4, pp. 497-505.

Carroll, A.B. (1991), *"The pyramid of corporate social responsibility: Toward the moral management of organizational stakeholders"*, Business Horizons, Vol. 34., Issue 4, pp. 39-48.

Carroll, A.B. (1999), *"Corporate social responsibility: Evolution of a definitional construct"*, Business & Society, Sage Publications, Inc., Vol. 38, No. 3, pp. 268-295.

Carroll, A.B. (2016), *"Carroll's pyramid of CSR: taking another look"*, International Journal of Corporate Social Responsibility, Vol. 1, No. 3, pp. 1-8.

Castiglioni, L. e Mariotti, S., *"Il vocabolario della lingua latina. Latino-italiano, italiano-latino"*, Loescher Editore – Quarta edizione, 2007.

CED (1971), *"Social Responsibilities of Business Corporations"*, Committee for Economic Development (CED), A statement by the research and policy committee, June 1971.

Chava, S. (2014), *"Environmental Externalities and Cost of Capital"*, Management Science, Informs, Vol. 60, No. 9, pp. 223-2247.

Chew, B.C., Tan, L.H., Hamid, S.R. (2016), *"Ethical banking in practice. A closer look at the Cooperative Bank UK PLC"*, Qualitative Research in Financial Markets, Vol. 8, No. 1, pp. 70-91.

Cirillo, F., *"La crisi energetica del 1973"*, in Starting Finance, 06/12/2016.

Commissione Europea (2018), *Finanza sostenibile: rendere i mercati finanziari un incisivo strumento di contrasto dei cambiamenti climatici*, Comunicato stampa, Bruxelles, 24 maggio 2018.

Commissione europea, *"Cambiare il modo in cui produciamo e consumiamo: il nuovo piano d'azione per l'economia circolare indica la strada da seguire per progredire verso un'economia climaticamente neutra e competitiva, in cui i consumatori siano responsabilizzati"*, Comunicato stampa, Bruxelles, 11.03.2020.

Commissione europea, *"COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO, AL CONSIGLIO, AL COMITATO ECONOMICO E SOCIALE EUROPEO E AL COMITATO DELLE REGIONI. Un nuovo piano d'azione per l'economia circolare per un'Europa più pulita e più competitiva"*, COM(2020) 98 final, Bruxelles, 11.3.2020.

Commissione europea, *"Green Deal europeo: mettere fine allo spreco di imballaggi, promuovere il riutilizzo e il riciclaggio"*, Comunicato stampa, Bruxelles, 30.11.2022.

Commissione europea, *"La Commissione presenta una nuova strategia per rendere il sistema finanziario dell'UE più sostenibile e propone una nuova norma europea per le obbligazioni verdi"*, Comunicato stampa, Bruxelles, 6 luglio 2021.

Commissione Europea, *"Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile"*, COM (2018) 97, Bruxelles, 8 marzo 2018.

Commissione Europea, *Accordo di Parigi*, EU Action, Azione internazionale sui cambiamenti climatici, Negoziati sul clima.

Commissione europea, COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE. Orientamenti sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario: Integrazione concernente la comunicazione di informazioni relative al clima, (2019/C 209/01). Gazzetta ufficiale dell'Unione europea, 20.6.2019.

Commissione europea, Proposta di DIRETTIVA DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO che modifica la direttiva 2013/34/UE, la direttiva 2004/109/CE, la direttiva 2006/43/CE e il regolamento (UE) n. 537/2014 per quanto riguarda la comunicazione societaria sulla sostenibilità. *COM(2021) 189 final*, Bruxelles, 21.4.2021.

Consiglio dell'Unione europea, *“Una nuova strategia industriale per l'Europa”*, Politica industriale dell'UE.

Consiglio dell'Unione europea, *“Via libera definitivo del Consiglio alla direttiva relativa alla comunicazione societaria sulla sostenibilità”*, Comunicato stampa 985/22 del 28/11/2022.

Consiglio dell'Unione europea, *Fondo europeo per gli investimenti strategici*, Politiche e Piano di investimenti per l'Europa, 5/03/2020.

CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa), *MiFID II*, Area pubblica, Regolamentazione.

Cooper, E. W., Uzun, H. (2015), *“Corporate Social Responsibility and the Cost of Debt”*, Journal of Accounting & Finance, Vol. 15(8), pp. 2158-3625.

Crédit Agricole Leasing Italia, *Direttiva IDD*.

Crutzen, P.J., Stoermer, E.F., *The “Anthropocene”*, in IGBP Newsletter, No. 41, Maggio 2000.

Davis, K. (1960), *“Can business afford to ignore social responsibilities?”*, California Management Review, Vol. 2(3), pp. 70-76.

De Luca, R., Lucido, N. (3 febbraio 2022), *“Finanza sostenibile e fattori ESG: stato dell'arte, sviluppi futuri e opportunità”*, Fondazione Nazionale dei Commercialisti, Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti contabili, Documento di ricerca, pp. 1-32.

Del Bò, C., Lupi, C. (2021), *“La sostenibilità”*, Note della Fondazione Giandomenico Romagnosi, Nota 10- 2021, pp. 1-14.

Derbali, A., Jamel, L., Chenguel, M.B. (2022), *“The nexus between governance structure and cost of debt”*, International Journal of the Economics of Business, Vol. 29, Issue 1, pp. 119-136.

Devalle, A., Fiandrino, S., Cantino V. (2017), *“The linkage between ESG performance and credit ratings: A firm-level perspective analysis”*, International Journal of Business and

Management, Published by Canadian Center of Science and Education, Vol. 12, No. 9, pp. 53-65.

Devalle, A., Fiandrino, S., Cantino, V. (2017), “*ESG Sustainability and Financial Capital Structure: Where they Stand Nowadays*”, International Journal of Business and Social Science, Vol. 8, No. 5, pp. 116-126.

Di Tommaso, C., Thornton, J. (2020), “*Do ESG scores effect bank risk taking and value? Evidence from European banks*”, Corporate Social Responsibility and Environmental Management, Wiley, Vol. 27, Issue 5, pp. 2286-2298.

Digital4, “*Michael Porter: «Le aziende devono creare valore condiviso: sociale e ambiente al cuore delle strategie»*”, Digital4 executive, 30/11/2020.

DIRETTIVA 2013/34/UE DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 26 giugno 2013 relativa ai bilanci d’esercizio, ai bilanci consolidati e alle relative relazioni di talune tipologie di imprese, recante modifica della direttiva 2006/43/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e abrogazione delle direttive 78/660/CEE e 83/349/CEE del Consiglio. Gazzetta ufficiale dell’Unione europea, 29.6.2013.

DIRETTIVA 2014/95/UE DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 22 ottobre 2014 recante modifica della direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese e di taluni gruppi di grandi dimensioni. Gazzetta ufficiale dell’Unione europea, 15.11.2014.

Donaldson, T., Preston, L.E. (1995), “*The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence and Implication*”, The Academy of Management Review, Academy of Management, Vol. 20, No. 1, pp. 65-91.

Donna, G. (2021), “*Milton Friedman e la buona causa (purpose) dell’impresa*”, Impresa Progetto, Electronic Journal of Management, N. 2, pp. 1-14.

EBA – European Banking Authority (2019), *EBA Action Plan on Sustainable Finance*, 6 dicembre 2019.

EBA – European Banking Authority, “*EBA seeks to future proof loan origination standards taking into consideration significant transition periods to facilitate implementation*”, News & press, 29 maggio 2020.

EBA – European Banking Authority, “*Report on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms*”, EBA/REP/2021/18, 23 giugno 2021.

EBA – European Banking Authority, “*The EBA publishes its roadmap on sustainable finance*”, News & press, 13/12/2022.

EBA – European Banking Authority, “*The EBA roadmap on sustainable finance*”, EBA/REP/2022/30, December 2022.

EBA – European Banking Authority, *Final Report. Guidelines on loan origination and monitoring*, (EBA/GL/2020/06), 29 May 2020.

EBA (ottobre 2020), *Discussion paper on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms*, pp. 1-154, ottobre 2020.

Erragragui, E. (2018), “Do creditors price firms’ environmental, social and governance risks?”, *Research in International Business and Finance*, Elsevier, Vol. 45, pp. 197-207.

ESG News, “Greenwashing: cos’è e quali sono i quattro esempi più importanti”, 27/01/2022.

ESG360, “ESG: tutto quello che c’è da sapere per orientarsi su Environmental, Social, Governance”, *Network Digital 360*, 30/01/2021.

Etica News, “Il Teg pubblica la relazione finale sui climate benchmark”, in *ETicaNews*, 3/10/2019.

Etica SGR, “Tassonomia verde, l’Europa scrive il vocabolario della finanza sostenibile”, 4/07/2022.

EU High-Level Expert Group on Sustainable Finance (HLEG), *Financing a sustainable European economy*, Final Report 2018.

European Commission, *Commission guidelines on non-financial reporting*, 18/06/2019.

European Commission, Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the Council, the European Economic and Social Committee of the regions, *The European Green Deal*, Brussels, COM(2019) 640 final, 11/12/2019.

European commission, COMMUNICATION FROM THE COMMISSION TO THE EUROPEAN PARLIAMENT, THE EUROPEAN COUNCIL, THE COUNCIL, THE EUROPEAN ECONOMIC AND SOCIAL COMMITTEE AND THE COMMITTEE OF THE REGIONS. A New Industrial Strategy for Europe”, COM(2020) 102 final, Brussels, 10.3.2020.

European Commission, *High-Level Expert Group on sustainable finance (HLEG)*, Finance, Publications, 28/10/2016.

European Commission, *Platform on Sustainable Finance*, Sustainable finance, Overview of sustainable finance.

Fatemi, M.A., Fooladi I.J. (2013), “Sustainable finance: A new paradigm”, *Global Finance Journal*, Elsevier Inc., Vol. 24, Issue 2, pp. 101-113.

Fatemi, M.A., Fooladi, I.J., Tehranian, H. (2015), “Valuation effects of corporate social responsibility”, *Journal of Banking & Finance*, Elsevier, Vol. 59, pp. 182-192.

FORUM PER LA FINANZA SOSTENIBILE, *“L’Unione Europea e la finanza sostenibile. Impatti e prospettive per il mercato italiano”*, in collaborazione con ABI e Assogestioni, 19 novembre 2019.

Frederick, W.C. (1978/1994), *“From CSR₁ to CSR₂: the maturing of business and society thought”*, Business and Society, Vol. 33, No. 2, pp. 150-164.

Freeman, R.E., *“Strategic management: A stakeholder approach”*, Marshfield: Pitman Publishing, 1984.

Freeman, R.E., Reed, D.L. (1983), *“Stockholders and stakeholders: a new perspective on corporate governance”*, California Management Review, Vol. 25, No. 3, pp. 88-106.

Friedman, M. (September 13, 1970), *“The social responsibility of business is to increase its profits”*, The New York Times Magazine, Copyright 1970 by The New York Times Company, pp. 1-6.

Friedman, M., Mackey, J., Rodgers, T.J. (2005), *“Rethinking the social responsibility of business: A reason debate featuring Milton Friedman, Whole Foods’ John Mackey, and Cypress Semiconductor’s T.J. Rodgers”*, in Reason, 37.

FundsPeople, *“ESG: guida per capire a che punto sono le regolamentazioni dei principali Paesi del mondo”*, 08/02/2022.

Gallino, L., *“L’impresa irresponsabile”*, Einaudi, Torino, 2005.

Gazzetta ufficiale della Repubblica italiana, *Decreto legislativo 254/2016*, 30 dicembre 2016.

Gazzetta ufficiale della Repubblica italiana, *Decreto Legislativo 2010/39*, 27 gennaio 2010.

Geraci, E., *“Sostenibilità e Finanza: la sostenibilità come paradigma del futuro nello spazio europeo”*, PwC TLS Avvocati e Commercialisti, 03/12/2020.

Gerster, R. (2011), *“Sustainable Finance: Achievements, Challenges, Outlook. Striking a Balance Ahead of Rio+20 in 2012”*, Gerster Consulting, Switzerland, pp. 1-19.

Gholami, A., Sands, J., Rahman, H.U. (2022), *“Environmental, Social and Governance Disclosure and Value Generation: Is the Financial Industry Different?”*, Sustainability, Multidisciplinary Digital Publishing Institute, Vol. 14, No. 5: 2647.

Goss, A., Roberts, G.S. (2008), *“Corporate Social Responsibility and the Cost of Debt Financing”*, European Financial Management Association (EFMA), Annual Meetings 2009, Milan – Papers.

Goss, A., Roberts, G.S. (2010), *“The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans”*, Journal of banking & finance, Vol. 35 (7), pp. 1794-1810.

Hayes, A., “*Return on Capital Employed (ROCE): Ratio, Interpretation, and Example*”, in Investopedia, 14/06/2022.

Hoepner, A., Oikonomou, I., Scholtens, B., Schröder, M. (2014), “*The Effects of Corporate and Country Sustainability Characteristics on the Cost of Debt: An International Investigation*”, ZEW – Centre for European Economic Research, Discussion Paper No. 14-100.

Hofinger, J., “*The imminent arrival of the Green Asset Ratio*”, Executive Education, in Frankfurt School of Finance & Management, 20/05/2022.

Investi Responsabilmente, “*Regolamento UE sulla trasparenza delle informazioni di sostenibilità (2019/2088 – SFDR)*”, un progetto di Forum per la Finanza Sostenibile, Glossario.

Investi Responsabilmente, “*Task Force on Climate-related Financial Disclosures*”, un progetto di Forum per la Finanza Sostenibile, Glossario.

ISPI (Istituto per gli Studi di Politica Internazionale), “*Usa - Cina: intesa sul clima*”, a cura della redazione di ISPI Online Publications, www.ispionline.it, 11/11/2022.

Istituto Superiore di Sanità (EpiCentro – L'epidemiologia per la sanità pubblica), “*Tutto sulla pandemia di SARS-CoV-2*”.

Izzo, M.F., Magnanelli, B.S. (2017), “*Corporate social performance and cost of debt: the relationship*”, Social Responsibility Journal, Emerald Publishing Limited, Vol. 13, Issue 2, pp. 250-265.

Jensen, M.C., Meckling, W.H. (1976), “*Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*”, Journal of Financial Economics, Vol. 3, Issue 4, pp. 305-360.

Jeucken, M.H.A., Bouma, J.J. (1999), “*The changing environment of banks*”, Greener management international, Vol. 27, pp. 21-35.

Jones, T.M., Wicks, A.C., Freeman, R.E. (2002), “*Stakeholder theory: the state of the art*”, in Norman E. Bowie (ed.), The Blackwell Guide to Business Ethics, Oxford, Blackwell, pp. 19-37.

Kakabadse, N.K., Rozuel, C., Lee-Davies, L. (2005), “*Corporate social responsibility and stakeholder approach: a conceptual review*”, International Journal of Business Governance and Ethics, Vol. 1, No. 4, pp. 277-302.

Kell, G., “*The Remarkable Rise Of ESG*”, Forbes, 11/07/2008.

La Torre, M., Leo, S., Panetta, I.C. (2021), “*Banks and environmental, social and governance drivers: Follow the market or the authorities?*”, Corporate Social Responsibility and Environmental Management, Wiley, Vol. 28, Issue 6, pp. 1620-1634.

LaeseNews.it, “*EBA: il Rapporto su gestione e supervisione dei rischi ESG*”, 25/06/2021.

Leconte, A. (2021), *“L’America verde di Biden. Possibili vantaggi e non poche sfide per l’Europa”*, Centre International de formation européenne, Luiss School of Government.

Letizi, M., *“Circular economy: Action Plan della Commissione europea”*, in NTPlus Diritto – Il Sole 24 Ore, 28/06/2021.

Lovisolò, S., *“Le nuove Non-binding Guidelines a integrazione della Non-financial reporting Directive”*, approfondimento contenuto in FORUM PER LA FINANZA SOSTENIBILE (2019).

Lupini, A., *“Indici finanziari”*, in UniGiro Financial Risk Analysis, 15/07/2020.

Meadows, D.H., Meadows, D.L., Randers, J., Behrens III, W.W., *“I limiti dello sviluppo”*, Edizioni scientifiche e tecniche Mondadori, Milano, 1972.

Miglietta, A. (2021), *“ESG, CSR, Shareholder value: non è il momento per un reset del capitalismo”*, Corporate Governance and Research & Development Studies, N. 2-2021, Franco Angeli, pp. 65-83.

Ministero dell’Ambiente e della Sicurezza Energetica, *Ecolabel UE*, Certificazione ambientale, 3/08/2022.

Minnetti, F. (2004), *“L’introduzione e la crescente rilevanza di profili etici nell’offerta di prodotti finanziaria da parte delle imprese bancarie italiane”*, Studi e note di economia (2), pp. 141-166.

Miralles-Quirós, M.M., Miralles-Quirós, J.L., Redondo Hernández, J. (2019), *“ESG Performance and Shareholder Value Creation in the Banking Industry: International Differences”*, Sustainability, Multidisciplinary Digital Publishing Institute, Vol. 11, Issue 5: 1404.

Mondini, G. (2019), *“Valutazioni di sostenibilità: dal rapporto Brundtland ai Sustainable Development Goal”*, Journal valori e valutazioni, No. 23, pp. 129-138.

Morelli, P., *“Geografia economica”*, McGraw-Hill Education, Milano, 2010.

Moricola, G., *“La crisi petrolifera”* in treccani.it, contributo tratto da “Storia della civiltà europea a cura di Umberto Eco”, edizione in 75 ebook, 2014.

Nandy, M., Lodh, S. (2012), *“Do banks value the eco-friendliness of firms in their corporate lending decision? Some empirical evidence”*, International Review of Financial Analysis, Elsevier, Vol. 25, pp. 83-93.

Neitzert, F., Petras, M. (2022), *“Corporate social responsibility and bank risk”*, Journal of Business Economics, Springer, Vol. 92, pp. 397-428.

Nigro, C. (2021), *“La complessità della sostenibilità. Dall’evoluzione storica all’integrazione nel sistema capitalistico”*, in Rivista di studi manageriali, Sapienza università editrice, Vol. 1, No. 1, pp. 35-65.

Nigro, C., Petracca, M., *“La Corporate Social Responsibility: dalle origini all’approccio situazionista. Focus sui processi di isomorfismo e di decoupling”*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2016.

Organizzazione delle Nazioni Unite, *A/RES/70/1*, Risoluzione adottata dall’Assemblea Generale il 25 settembre 2015 [senza riferimento a una Commissione Principale (A/70/L.I)] – 70/1, *Trasformare il nostro mondo: l’Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile*.

Palermo, D., *“50 anni fa, la Conferenza ONU di Stoccolma sull’ambiente”*, in *Ambientalismi.it*, 05/06/2022.

Parlamento europeo – Attualità, *“Nuova politica industriale UE: le sfide da affrontare”*, 18/11/2020.

Parlamento europeo – Direzione generale della Comunicazione, *“Economia circolare: definizione, importanza e vantaggi. Che cosa significa economia circolare? Tutti i vantaggi per l’ambiente, la crescita e i cittadini spiegati in un video e un’infografica”*, Articolo 20151201ST005603, 06/12/2022.

Pezzuto, A., *“L’azione delle istituzioni europee a sostegno della finanza sostenibile”*, In *Diritto bancario Tidona, Diritto finanziario Tidona, Magistra Banca e Finanza*, 23/03/2022.

Pignatti, M., *“Chicago, scuola di”*, *Dizionario di Economia e Finanza (2012)*, in *Treccani.it*.

Porter, M.E., Kramer, M.R. (2011), *“The Big Idea: Creating Shared Value. How to reinvent capitalism—And unleash a wave of innovation and growth”*, *Harvard Business Review*, Vol. 17. Boston, MA, USA: FSG, pp. 1-17.

Post, J.E., Preston, L.E. and Sachs, S. (2002), *“Managing the extended enterprise: the new stakeholder view”*, *California Management Review*, Vol. 45, No. 1, pp. 6-28.

Proposta di REGOLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO che modifica il regolamento (UE) 2016/1011 per quanto riguarda gli indici di riferimento di basse emissioni di carbonio e gli indici di riferimento di impatto positivo in termini di carbonio, *COM(2018) 355 final*, Bruxelles, 24.05.2018.

Proposta di REGOLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO relativo all’istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili, *COM(2018) 353 Final*, Bruxelles, 24.05.2018.

Proposta di REGOLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO sull’informativa in materia di investimenti sostenibili e rischi per la sostenibilità recante modifica della Direttiva (UE) 2016/2341, *COM(2018) 354 final*, Bruxelles, 24.05.2018.

Raimo, N., Caragnano, A., Zito, M., Vitolla, F., Mariani, M. (2021), *“Extending the benefits of ESG disclosure: The effect on the cost of debt financing”*, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, Wiley, Vol. 28, pp. 1412-1421.

REGOLAMENTO (UE) 2018/1999 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO dell'11 dicembre 2018 sulla governance dell'Unione dell'energia e dell'azione per il clima che modifica le direttive (CE) n. 663/2009 e (CE) n. 715/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio, le direttive 94/22/CE, 98/70/CE, 2009/31/CE, 2009/73/CE, 2010/31/UE, 2012/27/UE e 2013/30/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, le direttive del Consiglio 2009/119/CE e (UE) 2015/652 e che abroga il regolamento (UE) n. 525/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio. Gazzetta ufficiale dell'Unione europea, 21.12.2018.

REGOLAMENTO (UE) 2019/2088 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 27 novembre 2019 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari. Gazzetta ufficiale dell'Unione europea, 9.12.2019.

REGOLAMENTO (UE) 2019/2089 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 27 novembre 2019 che modifica il regolamento (UE) 2016/1011 per quanto riguarda gli indici di riferimento UE di transizione climatica, gli indici di riferimento UE allineati con l'accordo di Parigi e le comunicazioni relative alla sostenibilità per gli indici di riferimento. Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea, 9.12.2019.

REGOLAMENTO (UE) 2019/876 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 20 maggio 2019 che modifica il regolamento (UE) n. 575/2013 per quanto riguarda il coefficiente di leva finanziaria, il coefficiente netto di finanziamento stabile, i requisiti di fondi propri e passività ammissibili, il rischio di controparte, il rischio di mercato, le esposizioni verso controparti centrali, le esposizioni verso organismi di investimento collettivo, le grandi esposizioni, gli obblighi di segnalazione e informativa e il regolamento (UE) n. 648/2012. Gazzetta ufficiale dell'Unione europea, 7.6.2019.

REGOLAMENTO (UE) 2020/852 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 18 giugno 2020 relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del regolamento (UE) 2019/2088. Gazzetta ufficiale dell'Unione europea, 22.6.2020.

REGOLAMENTO (UE) 2021/1119 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 30 giugno 2021 che istituisce il quadro per il conseguimento della neutralità climatica e che modifica il regolamento (CE) n. 401/2009 e il regolamento (UE) 2018/1999 («Normativa europea sul clima»). Gazzetta ufficiale dell'Unione europea, 09.07.2021.

REGOLAMENTO DELEGATO (UE) 2021/2139 DELLA COMMISSIONE del 4 giugno 2021 che integra il regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio fissando i criteri di vaglio tecnico che consentono di determinare a quali condizioni si possa considerare che un'attività economica contribuisce in modo sostanziale alla mitigazione dei cambiamenti climatici o all'adattamento ai cambiamenti climatici e se non arreca un danno significativo a nessun altro obiettivo ambientale. Gazzetta ufficiale dell'Unione europea, 9.12.2021.

Report of the World Commission on Environment and Development, *“Our Common Future”*, 1987.

- Rete Clima, *“Il regolamento SFDR e la trasparenza dei fondi ESG”*, 03/04/2022.
- Rete Clima, *“La Tassonomia EU: il gold standard per la finanza sostenibile”*, 22/02/2022.
- Rossi, F. (2017), *“Marketing e comunicazione della sostenibilità. Un nuovo vantaggio competitivo tra etica e nuovi modelli di business”*, pp. 79-81, contenuto in Fasan, M., Bianchi, S. (a cura di), *“L’azienda sostenibile. Trend, strumenti e case study”*, I libri di Ca’ Foscari 4, Edizioni Ca’ Foscari – Digital Publishing, I ed., Venezia, 2017.
- Rugi, T., *“Paese che vai tassonomia che trovi. La finanza sostenibile fuori dall’Ue”*, in *Economici circolare.com – L’informazione in circolo*, 24/11/2021.
- Saulle, R. (2011), *“La teoria degli stakeholder: approccio manageriale e fondamenti normativi”*, *Mercati ed intermediari finanziari, Dirigenza bancaria*, n. 147, pp. 26-30.
- Schoenmaker, D., Schramade, W., *“Principles of Sustainable Finance”*, Oxford University Press, 2019, pp. 1-35.
- Scholtens, B. (2009), *“Corporate Social Responsibility in the International Banking Industry”*, *Journal of Business Ethics*, Vol. 86, pp. 159-175.
- Sharfman, M.P., Fernando, C. (2008), *“Environmental Risk Management and the Cost of Capital”*, *Strategic Management Journal*, John Wiley & Sons Ltd, Vol. 29, Issue 6, pp. 569-592.
- Siani, G. (intervento di), *“L’impatto del processo di attuazione dell’Action Plan sulla Finanza sostenibile”*, Festival dello Sviluppo Sostenibile (ASVIS) - Le imprese di fronte agli Obiettivi dell’Agenda 2030: le nuove sfide della regolazione europea e di Next generation Eu, Banca d’Italia Eurosystem, Roma, 6/10/2021.
- Sicca, L., *“La gestione strategica dell’impresa. Concetti e strumenti”*, Cedam, 1998.
- Silano, S., *“Cosa significa ESG”*, Morningstar, 21/03/2016.
- Sistema Nazionale per la Protezione dell’Ambiente, *“Al via l’action plan europeo per l’economia circolare 2020”*, in *SNPAmbiente*, 17/03/2020.
- Soppe, A. (2009), *“Sustainable Finance as a Connection Between Corporate Social Responsibility and Social Responsible Investing”*, *Indian School of Business WP, Indian Management Research Journal*, Vol. 1, No. 3, pp. 1-23.
- Stephens, C., Skinner, C. (2013), *“Banks for a better planet? The challenge of sustainable social and environmental development and the emerging response of the banking sector”*, *Environmental Development*, Elsevier, Vol, 5(0), pp. 175-179.
- Studio di Teodoro (TCF – Tax, Corporate and Finance), *“Un’analisi dell’equilibrio finanziario dell’impresa”*, 27/01/2016.

Sun, W., Cui, K. (2014), "*Linking corporate social responsibility to firm default risk*", *European Management Journal*, Vol. 32, Issue 2, pp. 275-287.

Taliento, M., Favino, C., Netti, A. (2019), "*Impact of Environmental, Social, and Governance Information on Economic Performance: Evidence of a Corporate 'Sustainability Advantage' from Europe*", *Sustainability* 2019, Vol. 11, No. 6:1738.

UN (2004), "*Who cares wins: Connecting financial markets to a changing world*", Recommendations by the financial industry to better integrate environmental, social and governance issues in analysis, asset management and securities brokerage, Tech. rep., United Nations Global Compact, June 2004.

UNEP FI (2005), "*A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment. Produced for the Asset Management Working Group of the UNEP Finance Initiative*", Freshfields Bruckhaus Deringer, October 2005.

UNEP FI (2019), *Principles for Responsible Banking*, Banking, Publications, July 2019.

United Nations – Climate Change (UNFCCC), *Paris Agreement - Status of Ratification*.

United Nations – Climate Change (UNFCCC), *The Paris Agreement*, 2015.

United Nations, "*Report of the United Nations Conference on Environment and Development. Rio de Janeiro, 3-14 June 1992*", A/CONF.151/26/Rev. 1, Vol. I, ISBN 92-1-100498-5, United Nations publication, New York, 1993.

United Nations, "*Report of the United Nations conference on the Human Environment, Stockholm*", A/CONF.48/14/Rev.1, Stockholm, 5-16 June 1972.

Valls Martínez M.d.C., Cruz Rambaud, S., Parra Oller I.M. (2019), "*La banca ética en España*", In Lena Acebo, F.J., García Ruíz, M.E. (coord). *Education, Technology, Innovation and Development: Perspectives for a New Era*, Spain, McGraw-Hill.

Valls Martínez, M.d.C., Cruz Rambaud, S., Parra Oller, I.M. (2020), "*Sustainable and conventional banking in Europe*", *PLoS ONE*, Springer, Vol. 15, No. 2: e0229420.

Weber, O., Fenchel, M., Scholz, R.W. (2008), "*Empirical Analysis of the Integration of Environmental Risks into Credit Risk Management Process of European Banks*", *Business Strategy and the Environment*, Vol. 17(3), pp. 149-159.

Wolf, M.J., Emerson, J.W., Esty, D.C., de Sherbinin, A., Wendling, Z.A., et al. (2022), "*2022 Environmental Performance Index*", New Haven, CT: Yale Center for Environmental Law & Policy.

Wood, D.J. (1991), "*Corporate social performance revisited*", *The Academy of Management Review*, Vol. 16, No. 4, pp. 691-718.

Wood, D.J., (2010), "*Measuring Corporate Social Performance: A Review*", International Journal of Management Reviews, Blackwell Publishing Ltd and British Academy of Man., Vol. 12, No. 1, pp. 50-84.

Zimmermann, S. (2019), "*Same same but different: How and why banks approach sustainability*", Sustainability, MDPI, Vol. 11, No. 8, 2267.

Zingales, L., "*Friedman's Principle, 50 Years Later*", ProMarket, Stigler Center for the Study of the Economy and the State, 01/09/2020.

Ziolo, M., Filipiak, B.Z., Bąk, I., Cheba, K. (2019), "*How to design more sustainable financial systems: the roles of Environmental, Social, and Governance factors in the decision-making process*", Sustainability, Multidisciplinary Digital Publishing Institute, Vol. 11, No. 20: 5604.

SITOGRAFIA

Ambientalismi, <https://www.ambientalismi.it/>;

ASSONEBB (Associazione Nazionale Enciclopedia della Banca e della Borsa),
<https://www.bankpedia.org/index.php/it/>;

Banca d'Italia, <https://www.bancaditalia.it/homepage/index.html>;

BCE (Banca Centrale europea) – Vigilanza bancaria,
<https://www.bankingsupervision.europa.eu/home/html/index.it.html>;

BCE (Banca Centrale Europea), <https://www.ecb.europa.eu/ecb/html/index.it.html>;

Bloomberg Terminal, <https://www.bloomberg.com/professional/>;

Borsa Italiana, <https://www.borsaitaliana.it/homepage/homepage.htm>;

Bureau van Dijk – Orbis, <https://www.bvdinfo.com/it-it/le-nostre-soluzioni/dati/internazionali/orbis>;

CED (Committee for Economic Development), <https://www.ced.org/>;

Commissione Europea, https://commission.europa.eu/index_it;

Confederazione Svizzera – Ufficio federale dello sviluppo territoriale ARE,
www.aren.admin.ch;

Consiglio dell'Unione Europea, <https://www.consilium.europa.eu/it/council-eu/>;

CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa), <https://www.consob.it/>;

Credit Agricole, <https://www.credit-agricole.it/>;

Digital4 (Network Digital 360), <https://www.digital4.biz/>;

EBA (European Banking Authority), <https://www.eba.europa.eu/>;

Eco Internazionale, <https://ecointernazionale.com/>;

EconomiaCircolare.Com – L'informazione in circolo, <https://economiecircolare.com/>;

EFRAG (European Financial Reporting Advisory Group), <https://www.efrag.org/>;

EPI (Environmental Performance Index), <https://epi.yale.edu/about-epi>;

Equator Principles, <https://equator-principles.com/>;

ESG News, <https://esgnews.it/>;

ESG360, <https://www.esg360.it/>;

Etica News, <https://www.eticanews.it/>;

Etica SGR, <https://www.eticasgr.com/>;

Fondazione Nazionale dei Commercialisti,
<https://www.fondazione nazionalecommercialisti.it/>;

Forbes, <https://www.forbes.com/?sh=579488c12254>;

Forum per la Finanza Sostenibile, <https://finanzasostenibile.it/>;

Funds People, <https://fundspeople.com/it>;

GRI (Global Reporting Initiative), <https://www.globalreporting.org/>;

GSIA (Global Sustainable Investment Alliance), <http://www.gsi-alliance.org/>;

IG Italia, <https://www.ig.com/it>;

Investi Responsabilmente, <https://investiresponsabilmente.it/>;

Investopedia, <https://www.investopedia.com/>;

Jamovi, <https://www.jamovi.org/>;

Laese News, <https://leasenews.it/>;

Lexambiente, <https://lexambiente.it/>;

Ministero dell'Ambiente e della Sicurezza Energetica, <https://www.mite.gov.it/>;

Morningstar, <https://www.morningstar.it/it/>;

NT+ Diritto, <https://ntplusdiritto.ilsole24ore.com/>;

PRI (Principles for Responsible Investment), <https://www.unpri.org/>;

Rete Clima, <https://www.reteclima.it/>;

Sistema Nazionale per la Protezione dell'Ambiente (SNPAmbiente),
<https://www.snpambiente.it/>;

Starting Finance, <https://startingfinance.com/>;

Studio Societario e Tributario Di Teodoro, <https://studioditeodoro.wordpress.com/>;

Treccani, <https://www.treccani.it/>;

UN (United Nations), <https://www.un.org/en/>;

UNEP (UN Environment Programme), www.unep.org;

UNEP FI (UN Finance Initiative), <https://www.unepfi.org/>;

UNFCCC (United Nations Climate Change), <https://unfccc.int/>;

UniGiro – Financial Risk Analysis, <https://www.unigiro.org/it/>;

Youmatter, <https://youmatter.world/en/>.