



Università
Ca' Foscari
Venezia

**Corso di Laurea Magistrale in
Economia e Finanza
Tesi di Laurea**

**Dalla sostenibilità alla tassonomia:
un'analisi empirica dei portafogli a livello ambientale**

Relatore:

Ch. Prof. Michele Costola

Laureanda:

Laura Maniero

Matricola 869803

Anno Accademico:

2022 / 2023

*A me stessa,
che con tutte le mie forze
ho raggiunto questo traguardo.*

*Alla mia famiglia,
che mi ha sempre supportato
in questo lungo percorso.*

*Al mio ragazzo Paolo,
che mi ha sempre spronato a fare il meglio
senza mai mollare.*

INDICE

INTRODUZIONE.....	1
CAPITOLO I.....	3
1.1 LO SVILUPPO SOSTENIBILE	5
1.2 LA NASCITA DELLA FINANZA SOSTENIBILE (FRAMEWORK NORMATIVO).....	8
1.2.1 <i>Le evoluzioni negli atti e nei regolamenti</i>	9
1.2.2 <i>Investimenti sostenibili e applicazione dei criteri ESG nelle strategie di investimento</i>	15
1.2.3 <i>Fattori e Rating ESG</i>	20
1.3 IMPATTO GUERRA RUSSIA - UCRAINA SULLA FINANZA SOSTENIBILE	22
1.3.1 <i>Gli Obiettivi globali ambientali</i>	25
1.3.2 <i>La finanza sostenibile vista con un’ottica fuori dall’Unione Europea</i>	26
CAPITOLO II.....	31
2.1 DICHIARAZIONE NON FINANZIARIA	31
2.1.2 <i>D.lgs. 30.12.2016 n. 254</i>	34
2.1.3 <i>Le Comunicazioni della Commissione Europea ad integrazione della NFRD</i>	36
2.2 GLI OBIETTIVI DEL GREEN DEAL EUROPEO.....	38
2.3 TASSONOMIA REGOLAMENTO 852/2020.....	42
2.3.1 <i>La Corporate Sustainability Directive (CSRD)</i>	46
CAPITOLO III	57
3.1 VERSO LA NUOVA TRANSIZIONE ECONOMICA	57
3.2 SVILUPPO DI UNA STRATEGIA DI INVESTIMENTO NELLA DIMENSIONE “ENVIROMENTAL”	63
3.3 LA SCELTA DEL MERCATO	64
3.3.1 <i>La scelta dei titoli ad alto e basso punteggio ambientale</i>	66
3.3.2 <i>Titoli più frequenti ed i loro vantaggi competitivi</i>	69
4.1 RENDIMENTI TITOLI SELEZIONATI.....	73
5.1 MODELLO FATTORIALE UTILIZZANDO I FATTORI DI FAMA E FRENCH	75
6.1 DISCUSSIONE DEI RISULTATI OTTENUTI	87
CONCLUSIONI.....	89
BIBLIOGRAFIA.....	92
REGOLAMENTI E NORMATIVE.....	95
SITOGRAFIA	97

Introduzione

La presente ricerca è dedicata all'analisi della finanza sostenibile in generale, ma più nel dettaglio riguarda il settore "ambientale" che possiamo definire una sottocategoria dei criteri che compongono la funzione "ESG". La mia scelta è ricaduta su questo tema in quanto è considerato di grande attualità, ogni giorno la politica discute questa tematica che non può essere tralasciata se non vogliamo peggiorare ulteriormente le condizioni di vita di noi individui.

Con il termine "enviromental" possiamo racchiudere all'interno di questo i criteri ambientali che valutano il comportamento dell'azienda nel quale essa si colloca e dell'ambiente in generale. Questo criterio è diventato così fondamentale perché permette di valutare secondo dei parametri standardizzati quanto un'azienda è performante a livello ambientale (quindi tenendo conto di determinate caratteristiche). È un tema che sta crescendo esponenzialmente e che comprende ogni tipologia di settore, si sta sviluppando una nuova filosofia che punta a dare maggiore importanza ai criteri di sostenibilità, si apre un mondo che è interessante osservare. Ci sono aziende, investimenti, che seguono questi criteri che sostanzialmente fanno riferimento ai metodi di valutazione delle stesse e alla loro capacità di allinearsi in ambito di sviluppo sostenibile.

L'obiettivo di questa tesi è quello di studiare se un portafoglio, composto da azioni ad alto rating ambientale, riesce ad ottenere una sovra performance rispetto ad un portafoglio che presenta un basso punteggio "enviromental." In sostanza, si vuole individuare, se posizionandosi su azioni ad alto impatto ambientale, l'investitore riesce ad ottenere una performance maggiore. Questo elaborato si dividerà in tre capitoli che attraverso uno studio dal generale al particolare andranno ad analizzare l'obiettivo che ci siamo posti.

Nel primo capitolo si affronterà il concetto di sviluppo sostenibile in generale, la sua nascita e la sua evoluzione, dalla prima definizione del world Conservation Strategy, del Rapporto Burtland e della strategia che ha impegnato 178 paesi ad affrontare il problema dello sviluppo sostenibile, la Conferenza di Rio de Janeiro del 1992.

Il capitolo successivamente verterà sulla descrizione degli avvenimenti storici che hanno determinato la nascita della finanza sostenibile e che hanno portato un epocale cambiamento del paradigma sugli investimenti finanziari. Descriverò infine cosa si intende per finanza sostenibile, l'evoluzione nelle norme e nei regolamenti e il Framework regolamentare di riferimento sulla stessa, fino a ciò che viene esposto nell'Agenda 2030 e nell'European Green Deal.

Nel capitolo uno verrà introdotto anche il sistema degli investimenti sostenibili e l'applicazione dei criteri Esg nelle strategie di investimento.

Nel capitolo due, si entra nel dettaglio degli aspetti degli ESG attraverso gli interventi normativi relativi alla regolamentazione della “disclosure non finanziaria” quindi la direttiva 2014/95/UE e la NFRD Non financial reporting directive, ed infine nel contesto sopra esposto verrà descritta la funzione degli interventi relativi alla “Tassonomia Verde”. Il tutto verrà esposto prendendo in considerazione il Green Deal Europeo nello specifico e i suoi aspetti chiave per la sostenibilità finanziaria.

L'ultimo capitolo verterà su un'analisi empirica che ci porterà a vedere come determinati portafogli esposti a determinate caratteristiche ambientali portino ad un risultato più o meno performante nella sua interezza a livello finanziario. Con l'utilizzo del programma Gretl studieremo poi i grafici relativi a questi portafogli e i loro andamenti. Metteremo a paragone i rendimenti dei portafogli “Top” e ”Bottom”, con i rendimenti dei tre fattori di Fama e French, per poi analizzarli nello specifico attraverso una regressione lineare.

La conclusione del capitolo terminerà con i commenti ed esaminerà i vantaggi e gli svantaggi nell'investire in portafogli ambientali e le performance che questi potrebbero rendere all'azienda o al singolo investitore.

Capitolo I

1.1 L'evoluzione della sostenibilità, il concetto e gli avvenimenti storici

L'andamento dell'economia a livello globale è ad oggi condizionata da scelte che incidono sull'ambiente, le attività che determinano danni allo stesso sono legate al rapporto tra uomo e ambiente circostante e sono dovute dal modo di agire e di organizzare la società, dal modo di produrre e fare impresa dell'ultimo secolo. Le questioni legate all'inquinamento, allo sfruttamento eccessivo delle risorse, alla sovrapproduzione di rifiuti, alle conseguenze sul clima, la scarsità di alcune risorse naturali in diverse aree del pianeta, hanno realisticamente messo il sistema economico attuale di fronte ai propri limiti, il modello attuale di crescita necessita di una modifica radicale.

Prima di affrontare il concetto di finanza sostenibile, è necessaria una sintesi sull'evoluzione della sostenibilità.

Le radici del concetto di sostenibilità risalgono agli anni '70 del Novecento, all'epoca comparivano le prime riflessioni da parte di alcuni economisti¹ ed ecologisti sulle prospettive future del modello classico di sviluppo legato alla sola crescita economica.

Ricordiamo la teoria Neomalthusiana che riprende i concetti dell'economista T.R. Malthus sulla popolazione, secondo la quale le risorse future a disposizione della popolazione sarebbero state insufficienti ai ritmi di consumo dell'epoca.

Il Club di Roma² nel 1972 produsse un documento intitolato "*Limit to Growth*" scritto da Meadows, dove vi era esposta la previsione di un'implosione del sistema futuro.

¹Enzo Tiezzi e Nadia Marchettini, *Teoria della sostenibilità, sviluppo sostenibile e indicatori di sostenibilità ambientale*. Pubblicazione Mose Venezia. Dal libro "*Che cosa è lo sviluppo sostenibile? Le basi sistemiche della sostenibilità...Edizione Donzelli 1999: Herman Daly, economista e fondatore della bioeconomia fu uno dei più noti economisti ecologici del ventesimo secolo, negli anni Settanta del '900 elaborò per primo il concetto di benessere nello sviluppo: "le future generazioni potranno avere almeno le stesse opportunità che la nostra generazione ha avuto: è un rapporto tra economia ed ecologia, in gran parte ancora da costruire, che passa per l'equilibrio sostenibile"*.

²Club di Roma: Associazione di scienziati umanisti e imprenditori degli anni '60, accomunati dalla preoccupazione sulla situazione economica ed ecologica mondiale, che si andava prospettando all'epoca dove lo sviluppo industriale ed economico era in forte espansione. computer del rapporto tra i dati della crescita economica esponenziale e della popolazione, aveva previsto un collasso della civiltà per il 2020. Il testo conferma che in quegli anni stava nascendo una certa sensibilità sui limiti della crescita.

Gi avvenimenti storici che hanno determinato la nascita del concetto di finanza sostenibile risalgono agli anni '80 del '90. A livello globale il sistema economico statunitense viveva un momento di crescita dei rendimenti azionari (pari al 16%) in generale questo si concretizzava in una crescita del benessere sociale ed economico, ma questo sistema che coinvolgeva tutti i paesi sviluppati era privo di solide basi. La teoria prevalente in quegli anni era diretta alla massimizzazione dei profitti, l'incremento degli utili azionari, da parte di tutte le tipologie di risparmiatori, venivano infatti contratti prestiti per investimenti il cui unico obiettivo era raggiungere velocemente e con molta facilità i guadagni desiderati.

Già dagli anni 2000 alcuni eventi evidenziarono la crisi, ricordiamo il caso ENRON³ che da un anno all'altro vide crollare le proprie azioni, dopo una crescita esponenziale, la causa principale del dissesto era la conseguenza di una mala gestione finanziaria, le azioni della società venivano vendute omettendo la situazione debitoria della stessa, vi era una vera e propria mancanza di trasparenza da parte del colosso dell'energia.

Un altro evento significativo è stato il crollo finanziario⁴ che ha coinvolto la banca d'affari Lehman Brothers nel 2008, una delle più importanti degli USA, a determinare il processo di bancarotta fu la gestione nella concessione di mutui a soggetti con bassa solvibilità, questo evento causò a catena un crollo del mercato finanziario, che fino all'epoca aveva illuso milioni di investitori sugli enormi profitti. Gli istituti finanziari, infatti non avevano ipotizzato scenari di crisi continuando ad acquistare "titoli tossici"⁵, che avevano un alto

³Enron Corporation è stata una multinazionale statunitense nata nel 1985, operante nel settore dell'energia e fallita nel 2001.

⁴Di Lella E. (2016), "Il caso Enron una truffa da 130 miliardi di dollari". Il meccanismo che ha determinato la bancarotta dell'istituto di credito e di conseguenza la crisi del sistema finanziario è stato determinato dalle modalità di concessione del credito, i finanziamenti venivano infatti coperti vendendo azioni e titoli ad altri investitori, con livelli di rischio alti e rendimenti molto alti. La banca copriva i mutui con altri finanziamenti, questa è una consuetudine ma, accade poi, in caso di default, che a catena si scatena un processo negativo su tutti gli altri soggetti che entrano in contatto con la banca stessa, altre banche, imprese, famiglie. - www.startingfinance.com

⁵Redazione IBL Banca, (2016). Questi titoli vengono definiti anche titoli truffa: a) mutui subprime – sul mercato statunitense sono stati emessi mutui immobiliari a soggetti a scarsa solvibilità, vale a dire a soggetti non in grado di restituire il prestito, i mutui subprime sono stati rivenduti a società finanziarie quotate in borsa, per fare in modo che le eventuali inadempienze fossero a carico degli azionisti. i titoli tossici. La conseguenza dei titoli tossici e della concomitante crisi del lavoro negli USA ha portato alla crisi del mercato finanziario, all'insolvenza dei mutui e alla messa sul mercato immobiliare ipotecario di case svalutate, con la vendita delle quali le banche non hanno potuto recuperare i mutui erogati. <https://magazine.iblbanca.it/cosa-sono-parole-semplici-titoli-tossici-titoli-truffa/>

rischio, non valutando le perdite che potevano sorgere nel caso in cui i titoli stessi avessero perso valore.

Un altro disastro da ricordare è quello della piattaforma offshore Deepwater Horizon che esplose e affonda nel golfo del Messico, immettendo da aprile a luglio 4.9 milioni di barili di petrolio in mare.

Siamo di fronte ad eventi che oltre agli aspetti economico finanziari hanno coinvolto gli aspetti socio ambientali, provocando dei veri e propri disastri ambientali. Tema centrale della gestione aziendale di quegli anni era essenzialmente l'ottica della massimizzazione del profitto ha scapito di ogni altro aspetto, le società spinte da questo obiettivo, nel loro modo di gestire produrre e commercializzare utilizzavano in maniera spregiudicata le risorse, inquinando l'ambiente naturale, immettendo sostanze nocive nell'ambiente.

Partendo da questo scenario, le imprese iniziarono a mettere in moto un cambiamento radicale, iniziano a porre attenzione alle tematiche di sostenibilità ambientale e sociale, cercando con la propria attività di attirare consumatori e clienti interessati ad investire non solo e non più in aziende interessate al solo rendimento finanziario, ma in aziende in grado di garantire la tutela, nelle loro attività, dell'ambiente, delle condizioni dei lavoratori.

Il consumatore e in particolare la collettività sono propensi all'acquisto di beni e servizi verso aziende che attuano un impegno elevato nei confronti dell'ambiente un'attenzione alle tematiche ecologiche, riconoscendosi nei valori aziendali e scegliendo quel prodotto e quel servizio.

Gli avvenimenti storici che hanno poi portato alla nascita del concetto di finanza sostenibile hanno portato ad un cambiamento di paradigma sugli investimenti finanziari.

1.1 Lo sviluppo sostenibile

La definizione di sviluppo sostenibile viene data nel rapporto del World Conservation Strategy durante gli anni '80 del '900 "*mantenimento dei processi ecologici essenziali per la produzione di alimenti, salvaguardia della diversità genetica nel mondo animale e vegetale sviluppo degli ecosistemi*" (WCS), già dagli anni '70 cresceva l'interesse per le tematiche relative allo sviluppo economico che doveva essere accompagnato da un modello di sviluppo che rispettasse le risorse naturali.

La versione ufficiale dello “sviluppo sostenibile” è storicamente data nel 1987 dal rapporto Bruntland⁶ (our common future): “*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*” (Rapporto Bruntland, 1987), nella definizione è chiaramente evidenziata la consapevolezza che l’agire dell’epoca doveva necessariamente essere rivisto considerando l’impatto sul futuro.

La strategia nata all’epoca sul «*sustainable development*», invitava inoltre a ridefinire la politica economica su scala globale, al fine di proseguire per uno sviluppo futuro della specie umana dell’ambiente e dell’economia, racchiudeva una sana presa di coscienza sulle problematiche di sviluppo e sul loro impatto ambientale.

All’interno della strategia veniva posto come obiettivo di sviluppo un complesso di operazioni che non dovevano essere statiche, in sostanza lo sviluppo doveva essere resiliente, dinamico nel senso di adattamento ai cambiamenti continui, al cui interno l’uso delle risorse, delle operazioni imprenditoriali, degli investimenti e del capitale umano doveva compatibilmente procedere con le esigenze future, una visione dinamica e prospettica : si iniziava a delineare una strategia per modificare i processi rendendoli compatibili con l’ambiente esterno usando consapevolmente le risorse e l’energia necessaria alle attività umane.

Dal Rapporto del 1987 il tema dello sviluppo sostenibile è diventato oggetto di incontri, strategie politiche, decisioni governative, norme, accordi mondiali.

Il 1992, è un'altra data significativa, la prima Conferenza mondiale su ambiente e sviluppo organizzata dall'Onu e tenutasi a Rio de Janeiro nel giugno del 1992, incentrata appunto sullo sviluppo sostenibile.

La conferenza ha riscontrato una grande partecipazione, ha impegnato infatti i governi dei 178 paesi più di 100 capi di Stato e oltre 1000 organizzazioni non governative, sono state sottoscritte 2 convenzioni e tre dichiarazioni di principio, questi documenti erano frutto del riconosciuto da parte dei paesi aderenti del problema e venivano discusse le prime proposte coinvolgendo tutti gli stati su scala mondiale.

⁶Presidente della Commissione mondiale per l’ambiente e lo sviluppo (1986), istituita nel 1983 dall’Assemblea Generale delle Nazioni Unite.

Viene istituita la Commissione per lo Sviluppo Sostenibile delle Nazioni Unite CSD, con il compito di produrre atti ed azioni volte ad indirizzare le scelte politiche al fine di promuovere partenariati tra i governi e i gruppi sociali.

In questa occasione vennero prodotte tra le altre le seguenti dichiarazioni e convenzioni:

L'Agenda 21 è un Programma d'Azione il cui fine è porre lo sviluppo sostenibile come obiettivo prioritario da raggiungere in tutti gli Stati e per tutti i popoli. Il documento che racchiude le indicazioni per mettere in atto una crescita che sia compatibile con le esigenze dei paesi più poveri e una riconversione della stessa nei paesi più ricchi, comprende un lunghissimo piano di azione (40 capitoli) che venne siglato tutti i leader presenti.

Un altro documento fondamentale prodotto dalla Conferenza è stato la Dichiarazione di Rio su Ambiente e Sviluppo, articolato in 27 principi, poneva al centro delle problematiche dello sviluppo sostenibile gli esseri umani con le loro attività, citando solo alcuni dei principi che illustrano e sottolineano un'evoluzione nella coscienza collettiva sullo sviluppo partendo dal principio n 1 che riconosce *“ il diritto degli esseri umani ad una vita sana e produttiva ”*, si passa al principio 2 *“gli Stati hanno diritto sovrano di sfruttare le proprie risorse in funzione delle rispettive politiche ambientali e di sviluppo”*, nel principio 8, 11 e 13 viene ribadito l'incipit al cambiamento *“devono inoltre ridurre ed eliminare i modelli di sviluppo insostenibile”*; *“dovranno attuare un'efficace legislazione ambientale”*; *“devono elaborare leggi nazionali sulla responsabilità civile per l'indennizzo alle vittime l'inquinamento da altri danni ambientali”*⁷ (Dichiarazione di Rio, 1992).

Nel 1994 è stata ratificata la Convenzione quadro sui cambiamenti climatici⁸, da 152 paesi il documento conteneva obblighi generali sul contenimento, la riduzione e la stabilizzazione nelle produzioni al fine di ridurre l'effetto serra, questo documento è la base per il noto Protocollo di Kyoto.

⁷ Pubblicazione sul sito ISPRA AMBIENTE anno 2000: RAPPORTO DELLA CONFERENZA DELLE NAZIONI UNITE SULL'AMBIENTE E LO SVILUPPO (Rio de Janeiro, 3-14 Giugno 1992). Ispra Ambiente - <https://www.isprambiente.gov.it/files/agenda21/1992-dichiarazione-rio.pdf>.

⁸ Atto prodotto dalla Conferenza sull'Ambiente e sviluppo delle Nazioni Unite <https://www.isprambiente.gov.it/it/attivita/cambiamenti-climatici/convenzione-quadro-sui-cambiamenti-climatici-e-protocollo-di-kyoto>

Il 1997 è stato l'anno della Terza Conferenza degli Stati contrenti, dove è stato siglato a Kyoto il protocollo, veniva infatti riconosciuta all'attività umana la causa dell'aumento dei gas in atmosfera tali da determinare un riscaldamento della superficie, le negoziazioni furono complesse, solamente nel 1998 in occasione della Quarta Conferenza tenutasi a Buenos Aires venne siglato dagli USA che all'epoca risultavano già responsabili del 24 % delle emissioni mondiali.

Da quegli anni si sono poi susseguite ulteriori conferenze che hanno fatto riferimento ai primi atti sopra elencati, il cui tema si è andato via via ampliando a partire dal primo concetto di sostenibilità.

Nel 2015 altra tappa importante è stata la proclamazione dell'Agenda 2030 delle Nazioni Unite per lo Sviluppo Sostenibile.

1.2 La nascita della finanza sostenibile (framework normativo)

L'ambito della finanza è da anni considerato come un settore in cui vengono creati benefici individuali per gli investitori, a danno del sistema esterno sociale e ambientale. Un settore in cui vengono fatti gli interessi personali a scapito dell'ambiente.

La definizione di finanza sostenibile viene data dal GSIA (Global Sustainable Investment Alliance) insieme al Forum Italiano per la Finanza Sostenibile ed Eurosif: *“La finanza sostenibile è quell'insieme di strategie di investimento che considerano i fattori ambientali, sociali e di governance nella composizione e gestione di portafoglio”*⁹, analizzando la definizione si può sottolineare che esiste una modalità di gestire gli investimenti diretta a porre attenzione ai benefici non solo economici, ma anche a quelli sociali, diversificando le strategie verso per esempio un miglioramento della crescita che tuteli aspetti diversificati, quali la diminuzione delle differenze sociali, l'attenzione e la gestione di una crescita di politiche atte alla salvaguardia dell'ambientale.

La finanza tradizionale e le crisi finanziarie hanno messo in discussione il modello di “efficienza dei mercati”, che secondo il lavoro svolto da Eugene Fama nella *“Teoria dei*

⁹ GSIA REPORT 2019. <https://sdg.iisd.org/news/gsia-report-finds-increase-in-sustainable-investing/>

Mercati efficienti di Fama”¹⁰, il mercato si riallinea da solo facendo incontrare le domande e le offerte regolandosi sull’allocazione delle risorse.

La mancanza di principi etici sui comportamenti in ambito finanziario ha messo in discussione il modello, come abbiamo visto nel precedente paragrafo, creando disastri oltre a multe e sanzioni per cattive condotte e rispetto delle norme e dei regolamenti.

L’introduzione della sostenibilità in ambito finanziario e la conseguente nascita della finanza “sostenibile” ha come base l’introduzione di un’etica dei comportamenti nella finanza, nel più ampio modello della sostenibilità si tiene in considerazione sotto l’aspetto finanziario anche la possibilità di dare accesso ai servizi finanziari ai soggetti più deboli, si valutano gli aspetti legati alle conseguenze dei comportamenti fiscali ai diritti dei dipendenti, il dibattito riguarda sia l’attività di investimento sia l’attività creditizia.

1.2.1 Le evoluzioni negli atti e nei regolamenti

Investire sostenibile vuole realizzarsi in un impegno attivo nel finanziare attività virtuose che inseriscono nella loro strategia di lungo periodo criteri ecologici e sociali, con metodi responsabili, limitando i rischi di natura ambientale legati ad alterazioni climatiche.

A livello mondiale le Nazioni Unite (Onu), avvalendosi dell’UNEP, l’organizzazione che determina i programmi per lo sviluppo sostenibile mondiale, promuove programmi a favore dell’ambiente, oltre all’UNEP abbiamo l’OMM, l’organizzazione meteorologica mondiale che si occupa di gestire e osservare i cambiamenti climatici e lo studio delle risorse idriche, insieme all’IPCC¹¹ l’ente prevede ad elaborare i dati raccolti negoziando e producendo le risultanze scientifiche per il clima, la conferenza delle parti COP, all’interno della convenzione quadro delle Nazioni dei cambiamenti climatici e l’UNFC¹² stabilisce invece i programmi per raggiungere gli obiettivi della convenzione.

¹⁰ Cattlin B. Financial Writer 2019. https://www.ig.com/it/strategie-di-trading/che-cos_e-l-ipotesi-del-mercato-efficiente-o-emh-.

¹¹The Intergovernmental Panel on Climate Change, Gruppo Intergovernativo sul cambiamento climatico. <https://www.ipcc.ch/>

¹² United Nations Framework Classification for Resources <https://unece.org/sustainable-energy/unfc-and-sustainable-resource-management/united-nations-framework-classification>

Figura 1 – Il Framework



Fonte: Finanza sostenibile un nuovo paradigma (2021)¹³.

- *L'Accordo di Parigi:*

E' stato raggiunto nel 2015 all'interno della conferenza delle parti COP della UNFC, è entrato in vigore e pubblicato *GU L 282 del 19.10.2016* il 19 ottobre 2016 è un accordo vincolante per le parti che lo hanno firmato, all'interno gli obiettivi sono esposti nei seguenti articoli:

- all'Art. 2, al fine di proporre azioni di risposta ai cambiamenti climatici, vengono esposti i seguenti obiettivi:

a) *"mantenere la temperatura mondiale media al di sotto dell'innalzamento di 2° C riportando tale cambiamento al di sotto dei livelli pre industriali, proporre azioni che riportino questo innalzamento a 1,5 ° C, al fine di contrarre l'effetto sul clima"*¹⁴;

¹³Schioppi A. 2022, "Finanza sostenibile un nuovo paradigma" Ed. YOUcanprint.

¹⁴ Art. 2. Accordo di Parigi L. 282/4. [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:22016A1019\(01\)](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:22016A1019(01))

b) *“modificare ed aumentare l’adattamento del sistema ai cambiamenti climatici, promuovendo la resilienza e sviluppando produzioni con minor emissione di gas a effetto serra, senza incidere sulle produzioni”*;

c) *“direzionare i flussi di capitali verso azioni e percorsi che riducono l’effetto sul clima dello sviluppo”*;

Al comma 2 di questo articolo viene poi espresso il principio di equità che i paesi sono tenuti a rispettare uno con l’altro in attuazione dell’accordo; infatti, si deve tenere in considerazione delle diverse capacità dei paesi rispettando in tal senso anche la diversità nelle normative nazionali come per i Paesi con diversi gradi di sviluppo.

Ciò viene ribadito anche all’art. 4:

al fine di attuare l’abbassamento delle temperature come previsto dall’articolo 2, “...riconoscendo che ciò richiederà tempi più lunghi per le Parti che sono paesi in via di sviluppo, e ad intraprendere rapide riduzioni in seguito, in linea con le migliori conoscenze scientifiche a disposizione, così da raggiungere un equilibrio tra le fonti di emissioni e gli assorbimenti antropogenici di gas a effetto serra nella seconda metà del corrente secolo, su una base di equità e nel contesto dello sviluppo sostenibile e degli sforzi tesi a eliminare la povertà”.

- *Agenda 2030:*

Il 25 settembre del 2015 l’Assemblea Generale delle Nazioni Unite al fine di garantire, condividendone i valori con i 193 paesi che hanno sottoscritto il piano di programmazione per uno sviluppo che sia sostenibile per il futuro dell’umanità, emana la risoluzione 70/1 contenente l’Agenda 2030.

Il raggiungimento dei 17 obiettivi o goals in essa contenuti avviene attraverso un piano di programmazione e azione da realizzarsi entro il 2030, i contenuti dei 17 obiettivi riguardano gli aspetti economici, ambientali e sociali della sostenibilità.

I *“sustainable development goals SDGs”* sono espressione di obiettivi universali quali la riduzione della povertà, e della carenza di cibo per alcuni paesi del mondo, la lotta per ridurre l’effetto dei cambiamenti climatici, l’eliminazione delle disuguaglianze, garantire il rispetto dei diritti umani, gli obiettivi sono tutti interconnessi tra loro e portatori di valori universali, con il fine ultimo di proteggere la salute.

Il contenuto dei 17 obiettivi è di seguito rappresentato da questo schema:

Figura 2 – Gli obiettivi dello sviluppo sostenibile



Fonte: Commissione Europea ¹⁵

Gli obiettivi definiti dall'agenda 2030, che coinvolgono numerosi attori pubblici governativi e non, ma anche privati e il mondo del non profit, contengono un ulteriore aspetto rilevante, rendere chiaro uno sviluppo imprenditoriale etico e opportunamente bilanciato. Le società sono la base dello sviluppo economico e assumono un ruolo chiave per il loro raggiungimento attraverso il tema cardine: l'innovazione relativa ai prodotti, ai servizi e ai processi attraverso l'utilizzo di tecnologie innovative e strategie sostenibili nell'attuazione di soluzioni alternative per il cambiamento globale. Dall'emanazione degli stessi si sono sviluppati nuovi business, nuovi rapporti con i portatori di capitale e con tutti gli stakeholder, sono state promosse iniziative per la vendita di strumenti finanziari più trasparenti e con maggior certezza per il monitoraggio dei rischi, sono state emanate norme sulla rendicontazione non finanziaria.

¹⁵<https://www.agenziacoesione.gov.it/comunicazione/agenda-2030-per-lo-sviluppo-sostenibile/>

L'Italia nell'attuare i principi dell'Agenda 2030 e nel recepimento delle Direttive europee emana il Dlgs. 254/2016 con il quale vengono definite le norme relative ai report di sostenibilità, viene introdotto l'obbligo a partire dal 2018, per alcune aziende con determinate caratteristiche dimensionali, di presentare le informazioni non finanziarie in un report o all'interno della relazione sulla gestione.

- *Action Plan on Financing Sustainable Growth:*

L'Europa nel realizzare l'accordo di Parigi e l'agenda 2030 mette in “*Action Plan on Financing Sustainable Growth*” pubblicato a marzo del 2018, questo atto contiene le misure per portare il mercato ad uno sviluppo inclusivo e sostenibile e si concretizza in 10 azioni da realizzare e che sono rappresentate dalle seguenti attività:

- direzionare i capitali verso investimenti sostenibili;
- gestire in modo più efficace i rischi finanziari che derivano dal cambiamento climatico dal consumo di risorse dal degrado ambientale e dalle disuguaglianze sociali;
- migliorare la trasparenza.

L'Ue ha emanato negli ultimi anni diverse norme al fine del raggiungimento della sostenibilità ambientale, con l'Action Plan si propone inoltre di incrementare la qualità della rendicontazione non finanziaria delle aziende.

La normativa di riferimento è la Direttiva 2014/95/UE che porta delle modifiche ed integra la Direttiva 2013/34/UE ha inserito nei passaggi legislativi relativi al reporting un passo decisivo.

La normativa legifera sulla comunicazione esterna relativamente alle attività di carattere non finanziario, in questo modo sia investitori che stakeholder possono venire a conoscenza attraverso la rendicontazione di informazioni concrete sulla produzione di valore socio-ambientale.

All'interno della Direttiva non vengono definiti quali standard internazionali si devono utilizzare per la redazione della dichiarazione, ma viene fornito un esplicito riferimento alla possibilità di utilizzo di standard nazionali e internazionali¹⁶.

¹⁶Art. 9 Directive

Inoltre, per le imprese che non adottano politiche sostenibili è previsto che anch'esse debbano fornire delucidazioni sulle motivazioni della scelta.

L'adozione della norma porta numerosi benefici alle aziende in primis è il miglioramento della gestione strategica organizzativa in un'ottica sostenibile, portando a migliorare così le procedure aziendali misurandone nel contempo i risultati. Di conseguenza l'azienda migliora la sua relazione con gli stakeholder dovendo conseguire gli obiettivi comunicati.

In sostanza la comunicazione non finanziaria rappresenta:

- un momento strategico con cui l'impresa riflette sulle scelte nei relativi ambiti tematici economico di governance sociale ambientale e ne valuta le conseguenze rispetto ai propri interlocutori sociali il pubblico di riferimento;
- un mezzo per spiegare i rischi e le opportunità del contesto in cui l'impresa opera difficilmente individuabile attraverso i dati economici e finanziari.

L'Action Plan si propone di incrementare la rendicontazione non finanziaria delle aziende, lo stesso considera essenziale e rilevante la necessità per gli investitori istituzionali e gestori di attività di identificare e rafforzare i fattori di sostenibilità coinvolti nei processi decisionali di investimento, oltre a prevedere l'integrazione della sostenibilità nei requisiti prudenziali degli enti creditizi e della creazione di etichette UE per i prodotti finanziari verdi sulla base dello schema di classificazione UE, consentendo agli investitori di indentificare in maniera agevole gli investimenti che soddisfano criteri ambientali o a basse emissioni di carbonio.

- European Green deal

Questo piano è stato adottato dalla Commissione Europea l'11 dicembre 2019, un framework che inserisce la centralità del cambiamento climatico nel dibattito politico ed economico pubblico, il fine è quello di realizzare un programma per portare l'economia ad essere "pulita" e "circolare" utilizzando efficientemente le risorse, ripristinando la diversità, riducendo l'inquinamento.

All'interno del Green Deal assume un ruolo cruciale il tema energetico, essendo esso strettamente correlato con l'uso delle risorse inquinanti (il petrolio) e le altre risorse il cui utilizzo dipende strettamente dall'implementazione tecnologica da adottare grazie anche a politiche economiche innovative e "trasversali" che attraversano più settori: industria, consumo, trasporti, agricoltura.

1.2.2 Investimenti sostenibili e applicazione dei criteri ESG nelle strategie di investimento

Per investimento sostenibile si classifica un investimento che impegna capitali verso società virtuose che provvedono ad integrare nella strategia di lungo periodo criteri e mezzi che adottano scelte ecologiche e sociali, aziende che usano nelle loro decisioni responsabilità etica, implementando processi di sviluppo sostenibile nelle attività economiche.

Ai fini della costruzione degli strumenti finanziari aziendali utilizzare i criteri ESG assume il significato di adottare programmazioni a lungo termine con un profilo che tende a realizzare nella costruzione del portafoglio patrimoniale risultati reali in termini di impatto ambientale e sociale, riducendo i rischi dell'investimento, dimezzando i rischi di inquinamento ambientale, i rischi reputazionali, i rischi legati alla cause per disuguaglianze nel trattamento dei soggetti interni ed esterni all'azienda.

La sigla ESG si riferisce ad Environmental che riguarda gli aspetti strettamente ambientali e alle ripercussioni delle attività aziendali sull'ambiente; Social attiene relativamente ai comportamenti che l'azienda ha nei confronti della comunità locale, alle scelte di politica sociale, come l'organizzazione gestisce i rapporti con i suoi stakeholder; il terzo aspetto attiene alla Governance aziendale, la gestione della società e delle politiche interne anche relativamente agli aspetti nelle gestire e Governance.

Un nuovo modo di intendere la finanza, i dati da cui nascono le informazioni saranno letti con un'ottica non solo numerica o contabile, ma alla luce degli aspetti ESG, l'impresa verrà quindi osservata sia dagli azionisti che dagli operatori esterni (banche, organizzazioni internazionali, enti, collettività) anche sotto il profilo della sostenibilità, verrà di conseguenza valutata nelle sue azioni di creazione di valore ambientale, sociale ed economico.

Dai lavori fatti dal gruppo di studio sulla finanza sostenibile SFSG¹⁷ ne viene la seguente definizione:

¹⁷Sustainable Finance Study Group, <https://www.bancaditalia.it/>.

*“tutti quei servizi finanziari, prodotti, processi nonché accordi istituzionali e di mercato che contribuiscono direttamente o indirettamente al raggiungimento degli obiettivi di sviluppo sostenibile”*¹⁸.

L'interesse al raggiungimento di tali goals non sarà solamente a carico dei Governi ed Istituzioni ma verrà coadiuvato dalla forza imprenditoriale del settore privato.

Inoltre, le raccomandazioni date dal TCFD (Task Force on Climate related Financial Disclosures) sono elaborate per essere adottate al fine di ridurre i rischi del cambiamento climatico.

I rischi si suddividono in:

- *“rischi di transizione”*: questi dipendono dall'attività aziendale, e dal suo cambiamento per adeguare la struttura alle nuove modalità di produzione ad impatto zero;
- *“rischi fisici”*: sono danni dovuti agli eventi climatici conseguenza del cambiamento climatico;

La considerazione di tali rischi è fondamentale al fine di una valutazione finanziaria sostenibile.

Le società che seguono le indicazioni della TCFD possono avere dei vantaggi relativi ad una maggiore comprensione interna dei problemi e dei rischi correlati ai cambiamenti climatici, un modo per modificare la propria gestione, soddisfare le esigenze della disclosure degli investitori, pianificare un piano di offerta per soggetti che investono responsabilmente.

L'Ue per l'implementazione del quadro relativo alla finanza sostenibile regolamenta con due attività, una normativa che approfondiremo anche nel successivo capitolo e una tecnica, che è guidata dal TEG (il gruppo tecnico) technical expert group.

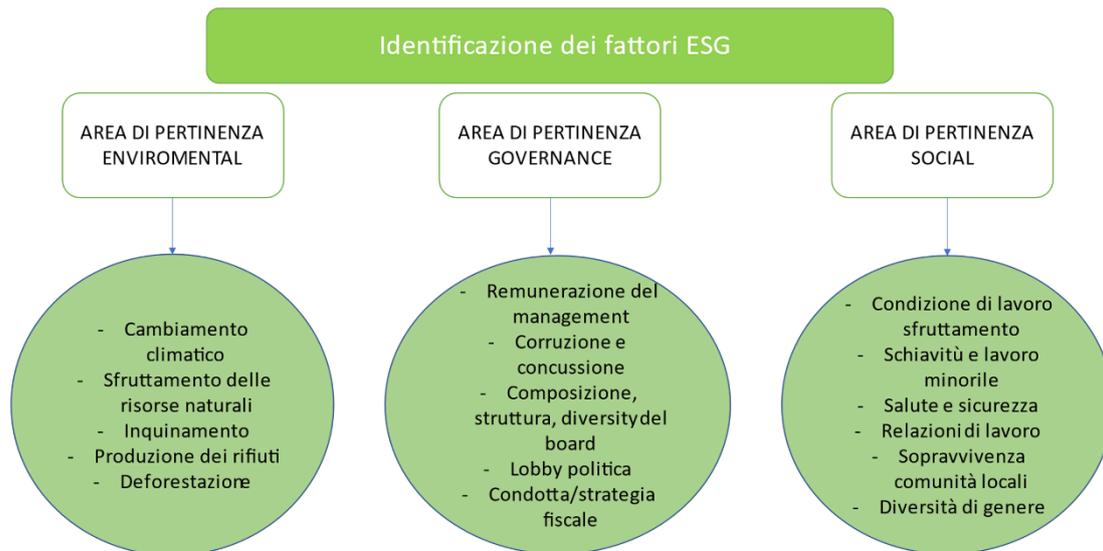
Gli investimenti sostenibili attengono quindi ai “fattori ESG”, l'identificazione è stata fornita nei PRI (Principles for Responsible Investment del 2006) elaborati dall'UNEP,

¹⁸Moriggi A., 2023 – *“Codice della normativa ESG e della finanza sostenibile”*, ESGS leadership initiative.

sono stati i primi principi elaborati, a seguire nel 2012 sono stati elaborati i PSI (Principles for Sustainable Insurance) e nel 2019 i principi for Responsible banking.

Di seguito vediamo una rappresentazione schematica di tali fattori:

Figura 3 - Fattori ESG



Fonte: Rielaborazione propria

Le strategie di investimento sostenibile utili che hanno un ruolo cardine all'interno del sistema, rappresentano la concretizzazione dei concetti di finanza sostenibile, il GSIA¹⁹ nella seguente definizione ne sottolinea l'importanza:

“La finanza sostenibile è quell’insieme di strategie di investimento che considerano i fattori ambientali, sociali e di governance (ESG) nella composizione e gestione di portafoglio [...] GSIA utilizza una definizione inclusiva di finanza sostenibile, senza operare separazione alcuna tra essa e termini o locuzioni associabili, come finanza responsabile o finanza socialmente responsabile”.

¹⁹Global Sustainable Investment Alliance.

Nel 2012 il report di GSIA strutturava le strategie in base all'introduzione dei fattori ESG nel selezionare gli investimenti, suddividendole in strategie di investimento ex ante e ex post.

Le ex ante all'investimento possono essere raggruppate nelle seguenti:

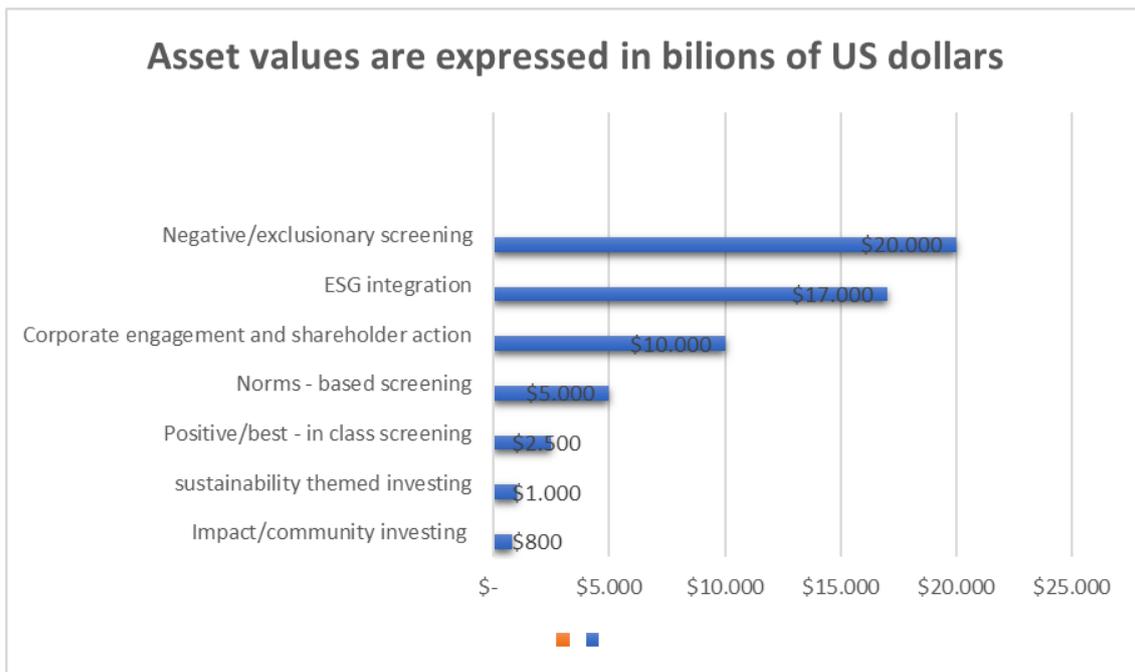
- 1) Strategia di esclusione: si escludono dagli investimenti quei settori considerati non eticamente corretti come il gioco d'azzardo, le armi, la pornografia, test su animali etc. Questa esclusione limita l'universo di investimento e nella teoria moderna del portafoglio genera un aumento del rischio;
- 1) Strategia normativa: le scelte di investimento dell'impresa seguono la normativa internazionale relativa all'ambiente, al rispetto dei diritti dei lavoratori e all'adesione anche ai diritti promossi da enti internazionali (OECD, ILO, l'UN, l'UNICEF);
- 1) Strategia best in class/ positive screening: le scelte di investimento riguardano settori ed aziende che realizzando le migliori pratiche nella gestione degli ESG;
- 2) Strategia che integra gli ESG: si integra il rating ESG nella gestione finanziaria, in senso stretto, in ogni aspetto della propria attività di asset pricing e del risk management.

Di seguito vediamo le strategie di investimento sostenibile a posteriori:

- 3) Corporate engagement and shareholder action: la strategia che fu definita dal GSIA nel 2019 si esplicita nell'usare il potere decisionale dell'azionariato per finalizzare le scelte aziendali sui temi ESG, attraverso il diritto di voto assembleare nel caso viene applicata come strategia "hard engagement";
- 4) Strategia thematic investments: riguarda l'investimento in prodotti legati ai temi ESG, come per esempio i settori energetico, della salute, dell'acqua;
- 5) Strategia dell'investimento legata all'impatto: l'investimento che si va ad effettuare è verso progetti distinti per tematiche dai quali si genera effetto positivo sociale anche sul territorio, ambientale, ed economico, la questione complicata è la tempistica e la misurazione degli impatti diretti. All'interno di questi investimenti troviamo i green bond e i social bond.

Il grafico di seguito ci mostra come a livello mondiale considerando Europa, Stati Uniti, Canada, Australi e Nuova Zelanda, Giappone, la strategia più utilizzata è quella relativa al *negative screening* con 20 trilioni di asset gestiti:

Grafico 1 – Asset Values are expressed in billions of US dollars.

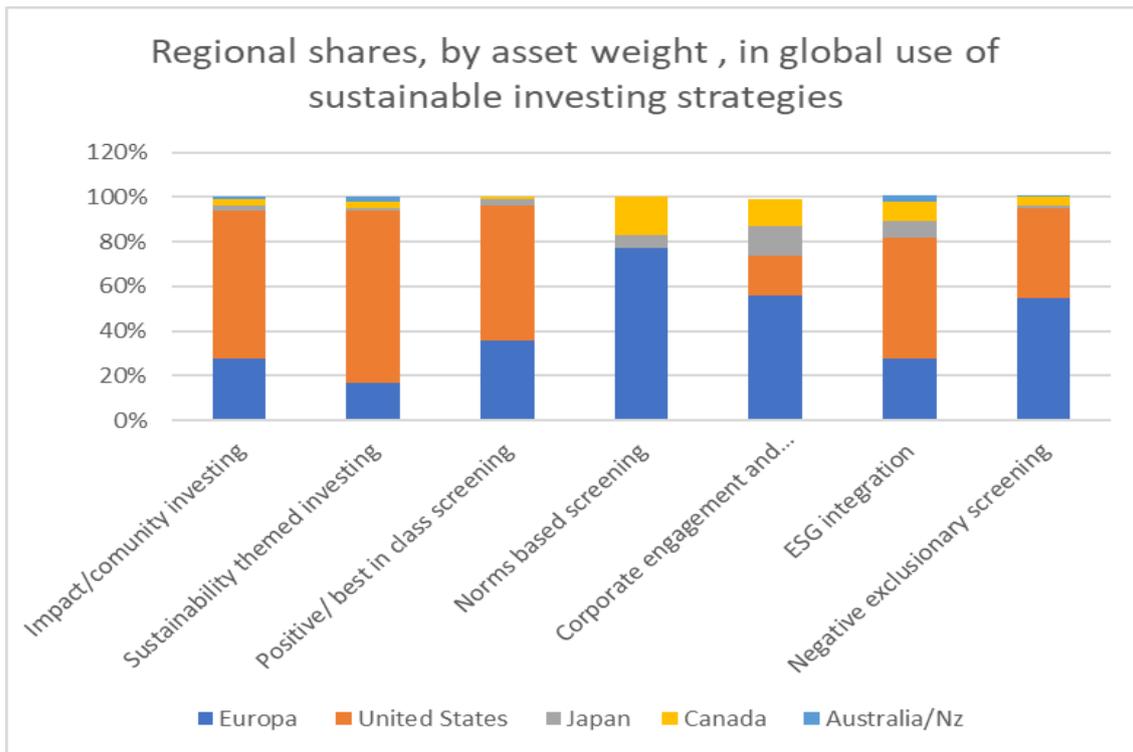


Fonte: rielaborazione propria dei dati GSIA²⁰

Un altro grafico interessante da riportare è il seguente dove si nota la percentuale di asset sostenibile in base ai paesi.

²⁰<https://www.gsi-alliance.org/trends-report-2020/>

Grafico 2 - Percentuale delle strategie nei diversi paesi



Fonte: rielaborazione propria dei dati GSIA

1.2.3 Fattori e Rating ESG

Le società di rating che tipicamente elaborano dati finanziari, affiancano ad essi dati extracontabili si occupano altresì di raccogliere informazioni sugli ESG delle società al fine di darne un giudizio di sostenibilità, ciò che più interessa è il concetto di materialità, cioè quanto le attività non finanziarie hanno un impatto sull'attività economica, questo serve agli investitori che devono compiere la scelta di effettuare l'investimento.

La documentazione a supporto della reportistica al fine di tali informazioni viene soddisfatta dal SABS²¹ – MATERIALITY MAP, una mappa creata dallo SABS

²¹SABS è un'organizzazione no profit, la cui nascita è datata 2011, con lo scopo di fornire una linea di comunicazione comune per le società e gli investitori, sviluppa standard di reportistica al pari del Financial Accounting Standard Board, sugli aspetti sociali, ambientali e di governance, nel 2021 la SABS insieme al IIRC hanno costituito la Fondazione IFRS. <https://www.esg360.it/esg-world/criteri-sasb-che-cosa-sono-e-perche-sono-importanti-per-il-reporting-esg/>

(Sustainability Accounting Standard Board), l'organizzazione emana standard uniformi per la reportistica sulla sostenibilità.

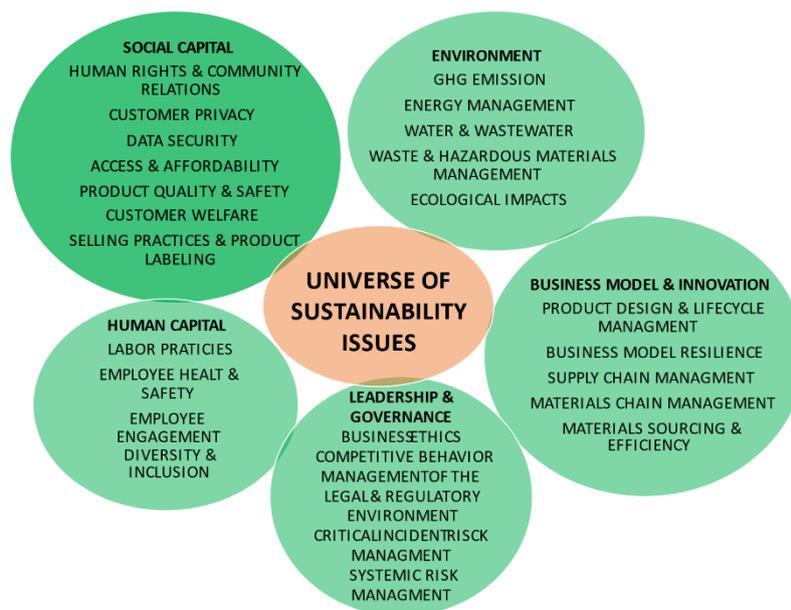
Il significato dell'analisi materiale in senso tecnico, come definito dal SABS, si intende poter valutare se un'attività è in grado di incidere sulle performance finanziarie dell'azienda, il fine è quello di contestualizzare gli aspetti ESG e le loro ripercussioni sui ricavi, sulle passività, sull'attivo e sugli impegni della stessa.

Ad esempio, è facile pensare alla materialità in relazione ad aziende di trasporti che se usano veicoli elettrici inquinano di meno e aiutano la riduzione del cambiamento climatico, meno facile è pensare ad una società di servizi finanziari in tal senso.

La mappa della materialità suddivide le questioni ESG in 26 temi, che sono raggruppati in 5 insiemi rilevanti: *“Environment, capitale sociale Social Capital, capitale umano Human Capital, modello di business e innovazione Business model and Innovation leadership e governance”*²², l'altra variabile considerata nella Materiality Map SASB è quella dei settori suddivisi in 77.

Di seguito vediamo nella figura sottostante le questioni ESG per l'analisi della materialità.

Figura 4 - Universe of Sustainability Issues



²²SDA Bocconi School of Management.

Fonte: rielaborazione propria della diapositiva SABS

Infine, di seguito vediamo un ritaglio di come è strutturata la matrice della mappa della materialità fornita da SABS, vediamo a sinistra i “*sustainability issue*”, gli ESG items, in alto ci sono i settori elencati da SASB.

Le celle colorate indicano dove vi è l’attinenza della materialità sull’aspetto della sostenibilità in quello specifico settore.

Il colore più scuro indica un’alta materialità il colore più chiaro materialità media, cella non colorata indica la non materialità per quel settore.

Figura 5 - MATERIALITY MAP SABS

		CONSUMER GOODS	EXTRACTIVES AND MINERAL PROCESSING	FINANCIALS	FOOD & BEVERAGE	HEALTH CARE	INFRASTRUCTURE
ENVIRONMENT	GHG Emissions						
	Air Quality						
	Energy Management						
	Water & Wastewater Management						
	Waste & Hazardous Materials Management						
SOCIAL CAPITAL	Ecological Impacts						
	Human Rights & Community Relations						
	Customer Privacy						
	Data Security						
	Access & Affordability						
HUMAN CAPITAL	Product Quality & Safety						
	Customer Welfare						
	Selling Practices & Product Labeling						
	Labor Practices						
	Employee Health & Safety						
BUSINESS	Employee Engagement, Diversity & Inclusion						
	Product Design & Lifecycle Management						
MODELS & INNOVATION	Business Model Resilience						
	Supply Chain Management						
	Materials Sourcing & Efficiency						
LEADERSHIP AND GOVERNANCE	Physical Impacts of Climate Change						
	Business Ethics						
	Competitive Behavior						
	Management of the Legal & Regulatory Environment						
	Critical Incident Risk Management						
	Systemic Risk Management						

Fonte: SABS

1.3 Impatto guerra Russia - Ucraina sulla finanza sostenibile

La brutale guerra di aggressione intrapresa dai russi ai danni dell’ucraina ha scosso l’opinione pubblica mondiale e ha prodotto ripercussioni negative sia sul versante diplomatico che su quello economico. Gli investimenti pubblici di molti paesi prevedono un incremento di spesa per il riarmo sia per alcuni obblighi contenuti in patti di alleanza

preesistenti per esempio per i paesi della Nato, ma anche per il timore di un allargamento del conflitto.

La dipendenza energetica dalle fonti fossili, in particolare dal gas, è emersa in tutta la sua gravità segnalando quanto miopi siano state le politiche fino ad ora adottate. La scarsa diversificazione sia delle fonti di energia sia dei fornitori rende alcuni paesi come Italia e Germania estremamente vulnerabili. Quindi è senza dubbio che una situazione come questa rappresenti una sorta di stress test molto importante per il mondo della finanza sostenibile, visto i settori coinvolti come energia, armamenti e visti i risvolti di natura economica sociale che comporta la guerra i rifugiati e le relative sanzioni, come inflazione e disoccupazione.

infatti, molti economisti hanno subito evidenziato alcuni fallimenti nel mondo ESG. In questo argomento sono chiamate in causa le agenzie di rating e i gestori dei fondi.

In particolar modo le agenzie di rating Esg sono state accusate di non aver altamente considerato i rischi insiti nei portafogli di investimenti delle imprese, molte delle quali rimaste esposte in maniera rilevante in Russia anche dopo lo scoppio della guerra.

Uno studio dell'università di Harvard ha messo in luce che esiste un divario di rating Esg a favore di queste imprese rispetto alle comparabili che hanno interrotto i rapporti con la Russia segnalando in particolare un gap abbastanza curioso sulla colonna "Social" e "Human Rights Score".

Un altro elemento molto preso nel mirino riguarda i fondi Esg; infatti, ci si sarebbe aspettato un maggior livello di protezione dalla crisi attuale che invece ha generato delle perdite anche tra fondi di investimento sostenibili che erano rimasti esposti sia sui titoli russi governativi e sia su imprese russe del settore gas e petrolio. Questo problema è stato sollevato da un articolo uscito su Bloomberg²³ nel Marzo 2022 che parla di oltre 8,3 miliardi di perdite conducibili ai fondi Esg e che mette in discussione la loro efficacia nelle selezioni di titoli in portafoglio. Molti analisti si chiedono poi oltre a questi riscontri se la finanza sostenibile debba continuare ad escludere un settore come quello degli armamenti in un momento in cui ci sono alti rischi per le democrazie e per la libertà delle persone. Quindi emergono una serie di problemi molto rilevanti in misura diversa tra loro.

²³Redazione Bloomberg, 2023 – Il punto sull'evoluzione normativa della finanza ESG nel mondo. <https://esgnews.it/regulator/bloomberg-il-punto-sullevoluzione-normativa-della-finanza-esg-nel-mondo/>

Di certo la questione più rilevante rimane il fatto che il rating ESG mostra delle debolezze connaturate in un sistema poco condiviso e trasparente.

La vicenda della guerra rende infatti ancora più limpida tali lacune. Quindi risulta opportuno mettere ordine all'interno del mondo dei rating Esg attraverso interventi regolamentari e auspicabilmente condivisi tra le autorità dei principali mercati. Per quanto concerne la questione relativa ai fondi Esg, essa si dimostra abbastanza modesta infatti, i numeri parlano di soli 300 fondi su 4300, censiti da Bloomberg come sostenibili, sono risultati esposti ad investimenti controversi (in sostanza circa il 6%). Se invece, si va a considerare le perdite riportate quindi si parla di oltre 3 miliardi sugli attivi in gestione 2300 miliardi, possiamo concludere che l'esposizione è di circa lo 0,40%. Questi sono dati che ci fanno pensare, come si evince dai numeri, non è tutto nella norma.

Perché comunque questi fondi particolari 137 erano censiti come articolo 8 e 13 come articolo 9 ex SFDR; quindi si pone un problema rilevante se l'etichetta Esg di fondi che poi imitano passivamente un indice (in questo specifico caso imitavano l'indice Emerging Market) sono effettivamente in grado di fare una selezione. Le perdite sono poche, ma perché a tutti gli effetti l'economia russa ha un peso basso rispetto al complesso dell'indice. Sulla questione inclusione ed esclusione di alcuni sistemi e di alcuni investimenti è necessario affermare che la finanza sostenibile non è sovrapponibile alla finanza etica.

Questa ultima parte si afferma su una struttura di valori spesso ispirata dalla religione, mentre la finanza sostenibile parte non da una base ideologica, ma dall'esigenza pratica di affrontare i rischi della transizione climatica in un quadro di forti cambiamenti sociali. Motivo per cui si riesce a spiegare il perché del criterio di esclusione adottato dagli investimenti Esg riguarda i produttori di armi però proibite secondo trattati o convenzioni internazionali come le mine antiuomo o le bombe a grappolo. Questo è un criterio che viene adottato da quasi il 64% degli investitori, mentre invece la restante parte (poco meno del 45%) degli investitori Esg adotta un sistema di esclusione allargato al settore degli armamenti nella sua totalità. Quindi non ci deve sorprendere che alcuni investitori pur utilizzando un filtro Esg, non escludono questo settore completamente dall'universo investibile.

La stessa questione si pone sul settore gas e petrolio, non tutti gli investitori Esg hanno dismesso i loro investimenti in questo settore, ma adottano criteri anche diversi da quelli

della mera esclusione, come quelli della best in class. Infatti, può essere opportuno avere piuttosto che società di gas e petrolio non quotate, avere delle società che hanno quotazione, investitori che la spingono verso una maggiore efficienza in senso energetico, piuttosto che ciò che sta succedendo negli Stati Uniti, dove molte di queste società sono ormai appartenenti a fondi di private Equity; quindi, per il benessere della comunità nel suo complesso non si sa se questa cosa sia positiva o negativa. Quindi fondamentalmente la debolezza dei rating Esg, il greenwashing di alcuni fondi che non adottano criteri di selezione efficienti, incrementa la confusione tra finanza sostenibile e finanza etica che rischia di alimentare false aspettative. Sono tutti elementi da migliorare per ottenere un cammino più chiaro verso la sostenibilità.

1.3.1 Gli Obiettivi globali ambientali

La finanza sostenibile ha evidenziato negli ultimi anni un tasso di crescita molto elevato, motivo per cui possiamo considerarla in forte correlazione con gli obiettivi globali di sostenibilità sia a livello ambientale sia a livello sociale.

Secondo alcune stime, negli ultimi otto anni, le attività in materia di investimento sostenibile si sono sviluppate di oltre il 170 per cento a livello globale.

In Europa negli ultimi due anni questa tipologia di investimento ha evidenziato un'affluenza netta di risparmio per più di 150 miliardi di euro, cioè una maggiorazione dell'ottanta per cento rispetto al primo anno. Secondo alcuni economisti, questo fenomeno è destinato a crescere ancora. La Global Sustainable Investment Alliance²⁴ sostiene che dal 2019 al 2021 la crescita degli investimenti Esg risale al 34%, ed è quindi aumentata del 10% rispetto ai due anni precedenti. Si concentra comunque in Europa il maggior livello di investimenti sostenibili ovvero il 46% della totalità del mercato mondiale; successivamente troviamo quello americano con una percentuale di circa il 40%. Secondo un calcolo prodotto dalle Nazioni Unite, la realizzazione dell'agenda 2030 richiederà un introito di investimento annuo che va da cinque a sette mila miliardi di dollari americani. Di pari passo si è mossa anche la commissione europea che sta valutando che, per attuare il piano al fine di raggiungere gli obiettivi climatici prefissati, saranno necessari più di 260 miliardi di investimenti annuali per i prossimi dieci anni. La

²⁴GSIA Rapporto 2019.

COP26 nel corso di una sua conferenza, per rafforzare l'efficienza e l'efficacia nei mercati e diminuire le emissioni già presenti, ha promosso un congegno di scambio dei diritti di emissione (sia per privati che pubblici) e un altro su base bilaterale per gli stati.

1.3.2 La finanza sostenibile vista con un'ottica fuori dall'Unione Europea

Possiamo contare circa una trentina di paesi al di fuori dell'Unione Europea che stanno lavorando per attuare politiche economiche che siano considerate Green. Ci sono in campo determinati obiettivi da parte dei paesi, infatti la Cop26²⁵ di Glasgow ha sottoscritto un accordo, in cui si evince che presterà più di 130 miliardi di dollari, al fine di aiutare le varie economie dei paesi emergenti, con scopo di giungere ad una imparzialità carbonica e di investire solamente in attività considerate pulite. È molto importante che le varie nazioni siano coalizzate tra di loro e che collaborino insieme perché altrimenti si rischia che le misure adottate individualmente non siano così efficaci e risulterebbe più complesso organizzarsi. Infatti, se ci sono norme per ogni tipo di situazione; sarebbe ostacolato anche l'investimento stesso perché più complicato e difficile da gestire.

Si sta espandendo sempre di più anche nel Regno Unito il mercato sostenibile.

Come si evince da alcune statistiche, infatti tre quarti degli investitori sono più indirizzati verso investimenti di società attente all'ambiente in primis, ma anche ai diritti umani, si conta infatti che quasi la metà degli investimenti del mercato britannico sia destinato ad attività Esg.

Non più tardi del 2023, le aziende quotate alla borsa di Londra avranno l'obbligo di presentare un programma in cui espliciteranno le loro intenzioni per proseguire alla decarbonizzazione, infatti, secondo il ministro britannico, il Regno Unito sarà il primo polo finanziario a zero emissioni a livello mondiale. Per le aziende, raggiungere l'obiettivo della decarbonizzazione servirà poi per trasformare le aspirazioni a livello concreto e realizzare risultati economici consistenti. Ovviamente questo processo richiede importanti investimenti come ad esempio rimodellare il ciclo produttivo per la diminuzione dei combustibili fossili, l'implemento di nuove tecnologie e l'allineamento

²⁵Conferenza delle parti dell'UNFCCC tenuto a Glasgow il dal 1 al 13 novembre 2021. E' un vertice sui cambiamenti climatici. Europa.eu.
<https://www.consilium.europa.eu/it/policies/climate-change/paris-agreement/cop26/>

con i nuovi modelli di business. Gli stessi investitori, acquistando investimenti sostenibili con l'obiettivo a zero emissioni, possono contribuire al processo di decarbonizzazione aiutando così le imprese.

Lo stesso governo ha inoltre presentato una “tabella di marcia” da seguire per continuare a lavorare secondo i principi sostenibili della finanza verde, dando quindi l'esempio, in vista della Cop26 in programma a Glasgow.

Rendere più ecologico il sistema finanziario è parte integrante del piano per il futuro del paese, che ha come scopo di portare benefici reali per la società, ma soprattutto per l'ambiente. Il Regno Unito si impegna a perseguire i suoi obiettivi molto ambiziosi in tema di green Economy e cambiamenti climatici, stabilendo così nuove politiche per avviare una “rivoluzione industriale verde”. Sarà anche un'opportunità per stimolare la crescita economica, creare nuovi posti di lavoro e far salire di livello le regioni che compongono la Britannia. Le misure stabilite in questo programma sono dirette verso una specifica direzione, le aziende del Regno Unito saranno in una posizione migliore per resistere ai rischi legati al clima e tenderanno ad avvicinarsi alle zero emissioni. In questo modo la competitività del paese aumenterà perché disporrà di un centro finanziario più forte e di conseguenza si rafforzerà anche la stabilità economica nel complesso. In questo piano si mette in rilievo la continua leadership del Regno Unito nel muoversi verso un'economia più green, basata su continui progressi tenendo conto delle raccomandazioni della Task Force legate ai problemi climatici e all'informativa finanziaria.

Altri paesi come Giappone, Canada, Sudafrica stanno mettendo in atto nuovi programmi per orientarsi verso investimenti sempre più green. Anche la Cina, sebbene non sia molto all'avanguardia (meno del 40% delle aziende ha investito in finanziamenti sostenibili) sta sviluppando degli standard adeguati, vanta, però, di un mercato piuttosto florido legato alle obbligazioni sostenibili. Rimane comunque in dubbio la decisione del paese, ovvero se collaborare con il mercato europeo in termini di sviluppo sostenibile, o se continuerà ad operare in maniera più individuale.

Altro paese di grande rilievo come gli Stati Uniti, non ha preso nemmeno in considerazione di adottare nuove politiche sostenibili. A causa dei rischi finanziari legati al cambiamento climatico, il presidente Biden ha attivato un ordine esecutivo per ricorrere all'utilizzo di una nuova tassonomia, ma non tutti gli stati federali sono d'accordo. In

contrasto troviamo stati come il Texas, che invece di essere favorevoli ad uno sviluppo sostenibile, penalizzano quegli investitori che vorrebbero investire in prodotti (ad esempio fondi pensione) finalizzati a diminuire le emissioni. Non è da sottovalutare il caso in cui, date le numerose tassonomie dei vari stati, queste potrebbero entrare in concorrenza tra loro.

Viviamo in un'epoca in cui il mercato finanziario si sta espandendo a livello globale, ed è quindi una conseguenza che le grandi potenze siano in competizione provocando così una ricaduta in termini di efficacia. Alcuni investimenti potrebbero spostarsi verso stati in cui le normative sono meno stringenti rispetto a quelle applicate dall'Unione Europea, facendo apparire così i loro titoli "più verdi" di quello che in realtà sarebbero. L'autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati ha messo in evidenza, che già ad oggi, più del 60% dei titoli dell'Unione Europea è investito in aziende fuori UE, non soggetti quindi alle normative sostenibili di Bruxelles. Le istituzioni bancarie insieme alle imprese di investimento sono interessate a mettersi in linea con il mercato Europeo, mentre dall'altro lato, i singoli investitori potrebbero trovare più conveniente impiegare le loro risorse in paesi in cui la tassonomia risulta più chiara e semplice (perché sinonimo di sicurezza).

Un altro scenario più lontano, ma che potrebbe verificarsi è quello del "delisting" in cui le società escono dalla negoziazione nella borsa valori, per investire in mercati privati in cui le normative risulterebbero meno stringenti. Questa situazione non è detto che si verifichi in quanto le società andrebbero in contro a pericoli come l'alto rischio di investimento in termini di liquidità finanziaria. Trovare un punto d'incontro tra i paesi che adottano tassonomie differenti non è impossibile, in quanto alla base ci sono principi essenziali uguali per tutti.

Dall'altro lato, però, è vero anche che più normative differenti esistono, più aumentano i costi legati alle transazioni (e non solo) e alle indecisioni da parti degli investitori poiché il mercato sarebbe più confuso e complesso da gestire. Si pensa quindi, che sarebbe più efficiente adottare un sistema di misure comuni a tutti i paesi e fare in modo che sia la normativa europea a trainare le altre in quanto considerata più completa.

1.3.3 Prospettive per il mercato italiano e la Banca d'Italia

Oramai è noto a tutti come il cambiamento climatico sia un rischio per la crescita dei mercati finanziari, la stessa Banca d'Italia²⁶ ha dichiarato come i rating Esg siano necessari per una buona gestione e per contrastare soprattutto il rischio del climate change. È fondamentale informare i mercati sui pericoli e sulle complicazioni che questa problematica comporta, solo attraverso l'informazione si potrà riscontrare maggiore interesse ad adottare nuove politiche esg che dovrebbero essere considerate indispensabili.

È importante sottolineare la rilevanza che ricoprono tali politiche sostenibili, non solo per quanto riguarda il rischio in senso lato, ma anche le opportunità che questi criteri creano. È utile approfondire come gli investimenti socialmente responsabili portano vantaggi sia per quanto concerne la diminuzione del rischio, sia per i relativi rendimenti. Oltre a questa tipologia di investimenti (SRI) bisogna considerare anche il rischio creditizio ovvero quel rischio legato al debitore che non riesce ad adempiere ai suoi obblighi. È fondamentale che i criteri Esg considerino anche il primo step cioè quando il credito viene erogato dall'ente, ciò vale soprattutto per le piccole e medie imprese Italiane finanziate principalmente da istituti di credito bancario italiano. Il fine è sempre quello di tutelare i piccoli investitori che operano con le PMI e gli erogatori di credito di piccole dimensioni. Molto spesso gli individui desiderano vedere rendimenti positivi già nel breve periodo, questo diventa un ostacolo per gli investimenti sostenibili in quanto questi ultimi richiedono tempi di medio-lungo periodo; risulta quindi necessario che i portatori di interesse si impegnino a condividere i medesimi criteri di sostenibilità.

È importante evidenziare che lo scopo finale delle istituzioni europee è quello di incentivare la diffusione della tematica "sostenibilità" e fare in modo che questa venga presa in considerazione nel quotidiano alla pari di tematiche già conosciute nei mercati finanziari. È opportuno che queste tematiche green non siano circoscritte fine a sé stesse, ma che vengano utilizzate in maniera ampia incorporando al loro interno l'industria finanziaria per verificare in maniera più completa il grado di sostenibilità di nuove politiche e strategie. Allo stesso tempo, risulta essenziale salvaguardarsi da possibili

²⁶ Scalia A. Rapporto sugli investimenti sostenibili e sui rischi climatici 1 maggio 2022. <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/rapporto-investimenti-sostenibili/2022/RISC-2022.pdf>

minacce e rischi connessi che potrebbero diminuire l'efficacia degli investimenti sostenibili.

Il quadro politico ed economico che abbiamo vissuto a causa della pandemia, fortunatamente non ha allontanato il pensiero degli investitori riguardo la sostenibilità, anzi, si è registrato un aumento significativo di investimenti green.

La Banca d'Italia continua ad avere un importante ruolo sullo scenario delle banche centrali europee, ha come obiettivo quello di inserire nei propri investimenti i criteri di Esg. Questa espansione ha avuto inizio nel 2019 contando più di 15 miliardi di portafogli azionari sostenibili nella zona euro, nel 2020 si è espansa poi ad acquisti di green bond a livello sovranazionale per circa 750 milioni.

La Banca d'Italia ha istituito tramite la carta degli investimenti sostenibili, la sua visione per la gestione degli investimenti finanziari sostenibili. Tra gli obiettivi che si è posta risaltano la promozione, l'integrazione e l'informazione. L'informazione è ritenuta necessaria in quanto attraverso la divulgazione dei risultati ottenuti investendo in fondi sostenibili questo porta ad una crescita sia culturale che a livello di mercati finanziari sostenibili. La promozione e l'integrazione sono altri due aspetti importanti poiché contribuiscono ad incoraggiare gli investitori ad orientarsi verso nuovi orizzonti, migliorando il sistema finanziario.

Infine, la necessità di attivarsi per contrastare i rischi climatici mondiali è frenata da onerosi costi per un'azione a scoppio ritardato e da disparità a livello internazionale. È la politica che deve essere consenziente e condurre il pensiero verso scelte strategiche per il bene internazionale, evitando di soffermarsi su obiettivi fine a se stessi in un'ottica di breve periodo. Se non vogliamo compromettere il nostro futuro, è necessario uno sforzo rilevante da parte di tutti, investitori, banche, istituzioni, comunità, per contribuire alla crescita sostenibile del paese in cui viviamo.

Capitolo II

2.1 Dichiarazione non finanziaria

Come abbiamo precedentemente analizzato, la sostenibilità si è evoluta negli anni in un processo articolato integrando l'interesse di tutti i settori e su più livelli, è sempre più presente nelle aziende aumentando il valore delle imprese che ne adottano i criteri e le pratiche sostenibili nelle loro attività, in tal modo contribuiscono a rendere il sistema economico compatibile con gli obiettivi dello sviluppo sostenibile. Le aziende che implementano i fattori ESG all'interno delle proprie attività aderendo a quegli standard ambientali e sociali e divulgando le proprie performance non finanziarie, aumentano la loro reputazione, contribuiscono concretamente ad una futura crescita sostenibile.

Come precedentemente analizzato, gli ESG, aumentano il livello di visibilità e che, grazie anche alla regolamentazione normativa europea e alle sue indicazioni, ha trasformato l'approccio volontaristico della ESG *“mi adeguo perché mi conviene”* ad un sistema obbligatorio.

L'Unione Europea ha prodotto numerose direttive ed è intervenuta su diversi ambiti per mantenere l'impegno verso il raggiungimento di un sistema economico coerente con una crescita economica sostenibile²⁷, sono stati emanati atti precedenti alla *“Tassonomia Verde”* al fine di regolamentare la *“disclosure non finanziaria”* il primo tra questi è la Direttiva n. 2014/95/UE, la *Non Financial Reporting Directive* NFRD.

Con questo intervento, che apporta modifiche alla precedente Direttiva 2013/34/UE variano le norme sulla comunicazione non finanziaria, l'Unione Europea introduce, per le imprese soggette a tale norma, standard di rendicontazione coerenti con l'attività svolta e utili alla diffusione delle informazioni ambientali e sociali, la trasparenza verso gli investitori viene incrementata e la stima del mercato aumenta, in particolare verso gli stakeholder, in tal modo si attiva la diffusione del maggior valore grazie ai temi ESG.

L'articolo 6 della Direttiva richiede che *“Le imprese di grandi dimensioni che costituiscono enti di interesse pubblico e che, alla data di chiusura del bilancio,*

²⁷ Green Deal: Bruxelles, 11.12.2019 COM (2019) 640 final. COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO, AL CONSIGLIO, AL COMITATO ECONOMICO E SOCIALE EUROPEO E AL COMITATO DELLE REGIONI

presentano un numero di dipendenti occupati in media durante l'esercizio pari a 500 includono nella relazione sulla gestione una dichiarazione di carattere non finanziario contenente almeno informazioni ambientali, sociali, attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani, alla lotta contro la corruzione attiva e passiva in misura necessaria alla comprensione dell'andamento dell'impresa, dei suoi risultati, della sua situazione e dell'impatto della sua attività” (Direttiva 2014/95/UE)²⁸.

Questa direttiva è la base di partenza per le comunicazioni esterne alle imprese, viene data facoltà agli stati membri di definire delle regole più dettagliate al fine di contribuire ad un miglioramento della reportistica non finanziaria, non vengono infatti obbligatoriamente indicati gli standard a cui far riferimento, ma viene data la facoltà di poter utilizzare i diversi standard disponibili e normati²⁹.

Le disposizioni relative alla divulgazione delle informazioni di carattere non finanziario fungono da stimolo per le imprese ad adottare, nelle proprie scelte operative e strategiche i KPI di natura non finanziaria, monitorando di conseguenza i risultati in un’ottica di evoluzione e monitoraggio che porta ad un miglioramento delle procedure aziendali.

L’adozione della direttiva contribuisce con i seguenti benefici:

- ottimizzazione della gestione delle tematiche sostenibili;
- miglioramento della capacità delle imprese di comunicare le informazioni rilevanti al fine di dare una corretta rappresentazione delle politiche adottate, dei risultati e dei rischi a cui l’impresa è soggetta;
- comparazione delle informazioni date;
- aumenta l’attenzione dell’azienda verso la sua reputazione, dovendo perseguire gli obiettivi dichiarati;
- attenziona gli stakeholder in misura positiva;

La direttiva regola dettagliatamente gli aspetti relativi alla comunicazione della dichiarazione di carattere non finanziario D.N.F: l’inserimento nella Relazione sulla gestione, ma anche in un documento diviso; quali attività devono essere descritte; la

²⁸Art. 6 Direttiva 2014/95/UE

²⁹Art. 9 Direttiva 2014/95/UE

comunicazione di quali attività organizzative dichiarare, dettagliando quelle che attengono ai rischi d’impresa; i metodi di misurazione degli ESG.

L’articolo 7 definisce i contenuti della comunicazione:

“gli aspetti ambientali, informazioni dettagliate riguardanti l’impatto attuale e prevedibile delle attività dell’impresa sull’ambiente nonché, ove opportuno, sulla salute e la sicurezza, l’utilizzo delle risorse energetiche rinnovabili e/o non rinnovabili, le emissioni di gas a effetto serra, l’impiego di risorse idriche e l’inquinamento atmosferico”; “per quanto concerne gli aspetti sociali e attinenti al personale, le informazioni fornite nella dichiarazione possono riguardare le azioni intraprese per garantire l’uguaglianza di genere, l’attuazione delle convenzioni fondamentali dell’Organizzazione internazionale del lavoro, le condizioni lavorative, il dialogo sociale, il rispetto del diritto dei lavoratori di essere informati e consultati, il rispetto dei diritti sindacali, la salute e la sicurezza sul lavoro e il dialogo con le comunità locali, e/o le azioni intraprese per garantire la tutela e lo sviluppo di tali comunità” (Direttiva 2014/95/Ue).

Tabella 1 - Sintesi della Direttiva 2014/95/Ue

Ambito di applicazione	Obiettivo	Orientamenti principali
<ul style="list-style-type: none"> • Imprese/gruppi di «interesse pubblico», di grandi dimensioni aventi un numero medio di dipendenti (anche su base consolidata) durante l’esercizio di riferimento superiore a 500 unità. 	<ul style="list-style-type: none"> • Introduzione dell’obbligo di «disclosure» non finanziaria per le imprese di grandi dimensioni 	<ul style="list-style-type: none"> • Obbligo di rendicontazione non finanziaria per le imprese rientranti nei parametri di cui sopra. • Adozione facoltativa per le PMI; • Introduzione di specifiche categorie di informazioni da divulgare • Reporting tools suggerito: DNF • Nessuno standard di riferimento prescritto • Possibilità da parte di ciascuno Stato Membro di adottare regole ancora più stringenti

Fonte: Rielaborazione propria³⁰

³⁰ Tettamanzi P., Minutiello V. 2021, “ESG: BILANCIO DI SOSTENIBILITA’ E INTEGRATED REPORTING” Ed. Wolters Kluwer

L'art. 9 della direttiva prevede che vengano utilizzati, a facoltà dell'impresa, standard di rendicontazione *“lo standard deve essere esplicitato al fine di una maggior trasparenza verso gli investitori”*, le aziende fanno riferimento in questo senso ai principali standard conosciuti ed utilizzati che sono quelli degli enti quali GBS (Gruppo di Studio per il Bilancio Sociale); ISEA (Institute of Social and Ethical Accountability), GRI (Global Reporting Initiative).

2.1.2 D.lgs. 30.12.2016 n. 254

Il recepimento della Direttiva in Italia è avvenuto con il D.lgs. 30.12.2016 n. 254 pubblicato il 10/1/2017.

Il primo requisito, Art. 2 del Decreto Legislativo 254/2016 comma 1³¹, è la natura dei soggetti (gli EIP³²) sottoposti alla DNF, che deve appartenere alle seguenti categorie:

- Società quotate
- Imprese appartenenti al settore bancario
- Imprese di assicurazione e riassicurazione

L'art. 2 del D.lgs. 254/2016 definisce il requisito dimensionale per applicarsi il decreto stesso, media dei dipendenti impiegati maggiori di 500.

Oltre ad almeno uno di questi altri:

- Stato patrimoniale maggiore di 20.000.000,00 di euro

³¹ D. Lgs 254/2016: 1. Gli enti di interesse pubblico redigono per ogni esercizio finanziario una dichiarazione conforme a quanto previsto dall'articolo 3, qualora abbiano avuto, in media, durante l'esercizio finanziario un numero di dipendenti superiore a cinquecento e, alla data di chiusura del bilancio, abbiano superato almeno uno dei due seguenti limiti dimensionali: a) totale dello stato patrimoniale: 20.000.000 di euro; b) totale dei ricavi netti delle vendite e delle prestazioni: 40.000.000 di euro;

³²I soggetti interessati vengono definiti dal decreto IEP i enti di interesse pubblico, definiti già nel decreto n. 39 del 2010, che vengono definiti dall'articolo 16 c. 1 del decreto legislativo 27 gennaio 2010 numero 39 *“ 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”*.

- Ricavi maggiori di 40.000.000,00 di euro

Le società come descritte dall'art. 2 devono redigere un documento con i contenuti specificati secondo i dettami dell'articolo 3.

All'interno dell'art. 3 vengono definiti i contenuti che la DNF deve avere:

- la descrizione nel modello gestionale;
- gli obiettivi per la realizzazione delle strategie di politica aziendale, e i risultati ottenuti validamente correlati da indicatori che ne misurano la performance ai fini della dichiarazione non finanziaria;
- disamina dei rischi creati e subiti in conseguenza alle attività legate ai temi ambientali;
- le fonti di energia rinnovabile usata;
- le emissioni inquinanti prodotte a causa della produzione del bene o servizio dell'attività d'impresa;
- una descrizione dei criteri di misurazione degli effetti ambientali prodotti;
- gli aspetti legati al personale;
- il rispetto dei diritti umani e la lotta alla corruzione.

All'art. 6 comma 1 vengono riportati i casi di esonero dell'obbligo di informativa dell'art. 3: non sono soggetti alla redazione secondo l'art. 3 quei soggetti che redigono una dichiarazione di carattere non finanziario secondo l'art. 4 del Decreto, o oppure che *“ tale ente e le sue eventuali società figlie sono ricomprese nella dichiarazione di carattere non finanziario consolidata resa: a) da un'altra società madre soggetta ai medesimi obblighi o b) da una società madre europea che redige tali dichiarazioni ai sensi e conformemente agli articoli 19-bis e 29-bis della direttiva 2013/34/UE”*.

Per società madre si fa riferimento a quanto riportato dall'art. 1 del Decreto: *c) «società madre»: l'impresa, avente la qualifica di ente di interesse pubblico, tenuta alla redazione del bilancio consolidato ai sensi del decreto legislativo 9 aprile 1991, n.127, o alla redazione del bilancio consolidato secondo i principi contabili internazionali se ricompresa nell'ambito di applicazione del decreto legislativo 28 febbraio 2005, n. 38”*

L'ente non è soggetto se redige una dichiarazione individuale di carattere non finanziario ai sensi dell'articolo 4, che al comma 1 stabilisce che al fine di garantire "... la comprensione dell'attività del gruppo, del suo andamento dei suoi risultati e dell'impatto della stessa prodotta..." la DNF consolidata deve riportare i dati della holding (l'impresa madre di un gruppo) e delle imprese consolidate integralmente oltre alle informazioni relative ai tematiche ambientali, sociali, del personale, i diritti umani la lotta contro la corruzione attiva e passiva.

L'importanza della comunicazione non finanziaria è data dai seguenti due aspetti:

- un aspetto strategico volto a indirizzare l'impresa sulle scelte relative alla governance sociale ed ambientale, dando l'opportunità di implementare il sistema controllandone le conseguenze anche sui propri stakeholder;
- uno strumento comunicativo utile a dare trasparenza sulle azioni che la stessa pone per descrivere i rischi che incorre nella realizzazione della propria attività, che dai dati di bilancio (economici e finanziari) non è facilmente possibile l'individuazione.

2.1.3 Le Comunicazioni della Commissione Europea ad integrazione della NFRD

Nel 2017 è stata emanata la Comunicazione della commissione 2017/C 215/01³³ con la quale vengono "introdotti chiarimenti e orientamenti sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario". Lo scopo di questa Comunicazione è aiutare le imprese ad incrementare la propria *disclosure* in modo che le informazioni date al mercato possano essere rilevanti, coerenti e viste sotto il profilo della materialità.

L'obiettivo perseguito dall'unione europea con la NFRD, come precedentemente analizzato, è quello di dettare delle regole chiare e precise per divulgare le informazioni non finanziarie, evitando che questo diventi un esercizio di descrizione o spunta delle caselle, favorendo contemporaneamente uno strumento per il confronto e l'analisi delle informazioni, con la Comunicazione 2017/C 215/01 si aggiunge uno strumento in grado di direzionare le imprese per un'attuazione concretamente realizzabile della NFRD, al fine di realizzare gli obiettivi in essa posti: resilienza, trasparenza, incentivazione ad

³³<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A52017XC0705%2801%29>

investire in strumenti green di lungo periodo, ciò comporta di conseguenza ad un aumento della fiducia da parte dei finanziatori.

All'interno della Comunicazione viene sottolineata l'importanza di una chiara e veritiera descrizione delle informazioni relative all'ambito ambientale e sociale, all'impatto generato dalla gestione aziendale, sia se esso ha provocato effetti positivi che negativi, il tutto deve essere comunicato con approfondita accuratezza.

Le indicazioni date con questa comunicazione approfondendo ciò che è contenuto nella NFRD sono da applicare a tutti i settori contestualizzando l'informazione del settore specifico di appartenenza dell'impresa, dando rilevanza agli indicatori di analisi usati, in questo senso vengono indicati come rilevanti ai fini informativi: *“il business model aziendale, il settore industriale appartenenza, gli interessi che gli stakeholder ripongono nell'impresa e gli impatti generati dalle attività aziendali eventuali, la normativa settoriale di riferimento”*. Definisce poi le caratteristiche di una buona Disclosure non finanziaria con i seguenti aggettivi: *“rilevanza correttezza e comprensibilità completezza e sinteticità coerenza e sistematicità”*.

Successivamente viene pubblicata la 2019/C 209/1 nel 2019, il cui focus sono gli aspetti legati al clima, considerati un sottoinsieme degli aspetti ambientali ma che negli ultimi anni stanno avendo una crescente attenzione a livello europeo, la presente comunicazione richiama la responsabilità delle imprese sulla questione climatica nell'adottare modelli di gestione più sostenibili in linea con i macro-obiettivi dei Development Goals dell'Agenda 2030.

Tabella 2 - Comunicazione della Commissione 2019/C 209/1

Ambito di applicazione	Obiettivo	Orientamenti principali
<ul style="list-style-type: none"> Riferimento alla NFRD di carattere non vincolante. 	<ul style="list-style-type: none"> Fornire orientamenti in merito alla divulgazione di informazioni legate al clima 	<ul style="list-style-type: none"> Informazioni in merito ai rischi d'impresa legati al clima, suddivisi in: rischi di transizione e rischi fisici. Introduzione del principio della doppia materialità Informazioni in merito alle opportunità della transizione ecologica Pone in parallelo le raccomandazioni della TCFD (Task Force on Climate –related Financial Disclosures) con i contenuti della NFRD.

Fonte: rielaborazione propria

Successivamente a dicembre 2019 la commissione europea ha pubblicato la comunicazione sul Green Deal europeo al cui interno viene sottolineato che all'interno dei futuri regolamenti verranno adottati dei criteri più stringenti per evitare che le imprese utilizzino la reportistica non finanziaria al solo fine di attirare investitori, dunque vi è la volontà da parte della Commissione di contrastare azioni fuorvianti e non reali per i consumatori e per gli investitori.

In conclusione, di questo panorama normativo è chiaro che la NFRD rappresenta un valore aggiunto e assume un ruolo decisivo per aumentare la presa di coscienza degli operatori sul mercato circa la sostenibilità degli investimenti.

2.2 Gli obiettivi del Green Deal Europeo

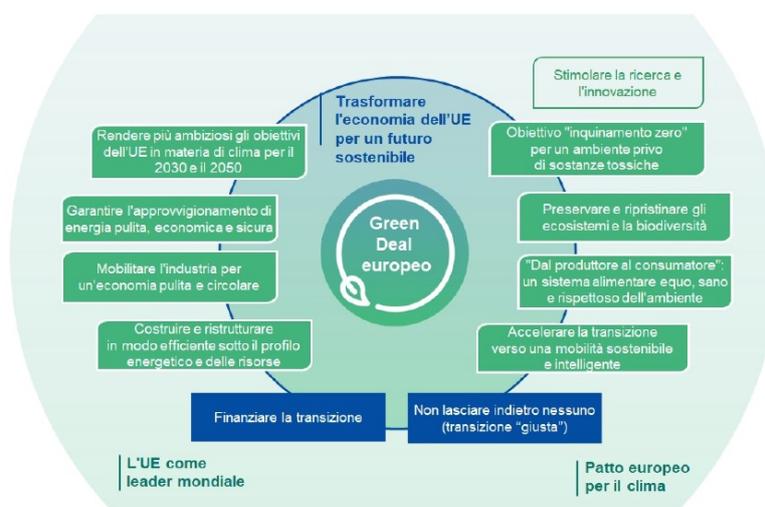
La *tassonomia verde* è uno strumento funzionale al riconoscimento esterno dell'azienda da parte degli investitori, contribuendo anche a migliorare l'impatto sul clima e

sull'ambiente delle attività³⁴, oltre ad essere è un punto essenziale per incrementare gli investimenti al fine di dare una concreta realizzazione del Green Deal Europeo.

Il regolamento detta i criteri per considerare quali sono le attività aziendali ecosostenibili, una classificazione uniforme che dà la possibilità agli investitori e alle aziende di raggiungere la trasparenza necessaria per operare nel mercato attuale, non vi è comunque l'obbligo degli investitori di investire in suddette attività, ma è una risposta europea alle sfide del cambiamento climatico in atto.

Il Green Deal europeo è un insieme di iniziative europee avviate dalla Commissione Europea nel dicembre 2019, con l'obiettivo di portare l'Ue verso la transizione verde, ed avere entro il 2050 impatto climatico a zero. L'approccio è intersettoriale la strategia comprende delle attività e iniziative che riguardano tutti i settori: clima, ambiente, energia, trasporti, industria, agricoltura e finanza sostenibile, tutti settori fortemente interconnessi³⁵. La figura che segue illustra i vari elementi del Green Deal.

Figura 6. Elementi del Green Deal



Fonte: Commissione Europea ³⁶

³⁴Gotti Tedeschi R., Anselmo P. *“Tassonomia verde: così la sostenibilità diventa funzione del business”*. www.agendadigitale.eu/smart-city/tassonomia-verde-così-la-sostenibilità-diventa-funzione-al-business/

³⁵<https://www.consilium.europa.eu/it/policies/green-deal/>

³⁶ COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO, AL CONSIGLIO, AL COMITATO ECONOMICO E SOCIALE EUROPEO E AL COMITATO DELLE REGIONI Il Green Deal europeo. Bruxelles, 11.12.2019 COM(2019) 640 final

L'Ue con il Green Deal pone gli obiettivi della sostenibilità nella scala delle priorità e al primo posto vi è la questione clima: ridurre le emissioni inquinanti del 55% entro il 2030 e del 100% entro il 2050.

La realizzazione di tale obiettivo, come esplicitato nel Green Deal, è possibile rimodulando il settore energetico con l'uso di tecnologie innovative tali da poter sfruttare le fonti di energia rinnovabile, inoltre viene sottolineato che deve essere garantito l'accesso ad un'energia pulita per tutti, consumatori ed imprese, anche attraverso la ricostruzione di infrastrutture che possano agevolare l'utilizzo della stessa.

Si deve considerare che il 75% dei gas inquinanti derivano dalle produzioni e dall'uso energetico, l'Ue vuole arrivare ad un uso efficiente delle risorse.

Gli ambiziosi obiettivi del Green Deal da raggiungere entro il 2030 necessitano di finanziamenti pari a 260 miliardi di euro, per far fronte a questa esigenza è necessario che vengano mobilitati tutti i settori, l'Ue a tal fine ha promosso diverse iniziative per agevolare i finanziamenti diretti e per agevolare gli investimenti verdi. Viene inoltre specificato che per realizzare gli obiettivi di riduzione dell'inquinamento e moderare le ripercussioni sul clima in ogni piano o politica futura dell'Ue vi sia l'integrazione per almeno il 25% della tematica clima.

Per incrementare i flussi di entrata una delle proposte è che almeno il 30% del Fondo InvestEU viene indirizzato alla lotta contro i cambiamenti climatici.

Il fondo è nato nel 2014 per finanziarie investimenti strategici in UE, è stato recentemente approvato il programma 2021-2027, con questo programma vengono avvicinati i partner di investimento a partecipare in progetti rischiosi a cui, in assenza della garanzia prestata dall'Ue (circa 26.2 miliardi di euro) avrebbero rinunciato³⁷.

La garanzia è data su 4 aree in cui ognuna deve includere progetti per la neutralità climatica nell'Ue:

- 9.9 miliardi per i progetti in strutture infrastrutturali sostenibili;

³⁷InvestEU: il principale partner è la Banca europea, oltre alle singole banche nazionali dei Paesi Membri che possono avere accesso alla garanzia UE. Il presente sostegno è progettato per attirare altri investitori. Il sostegno ai progetti dovrebbe a sua volta attirare altri investitori, per cui ci si aspetta che il programma

- 6.6 miliardi garantiscono la ricerca e l'innovazione

- per le imprese sono previsti 6.9 miliardi e 2.8 miliardi vengono garantiti per investimenti verso l'aumento dei servizi sociali e le competenze degli operatori di questo settore.

I progetti sono soggetti alla valutazione per verificare se i risultati contribuiscono agli obiettivi climatici, ambientali e sociali.

Viene inoltre disciplinata la riorganizzazione del sistema dei Fondi utili al rinnovamento e rendere più attuale il sistema di scambio delle quote di emissioni, che non viene finanziato dal bilancio UE, le intenzioni sono quelle di velocizzare il processo per arrivare a soluzioni alternative e meno inquinanti per le emissioni inquinanti e contrastare il cambiamento climatico³⁸.

Nel green deal un aspetto rilevante è che la transizione che viene gestita dall'Ue per un sistema sostenibile debba essere alla portata di tutti, non si deve tralasciare nessuno: *“la transizione, infatti, può avere esito positivo solo se avviene in modo equo e inclusivo, in particolare nei confronti dei gruppi più vulnerabili perché maggiormente esposti agli effetti nocivi dei cambiamenti climatici e del degrado ambientale”*.

Viene riconosciuta la questione della diversità reazione (tecnologica, sociale e politica) degli Stati Membri alle sfide poste nel programma Green Deal, la politica dell'Ue è univoca su tutti i livelli, le intenzioni poste nel programma sono quelle di dare inizio al processo di transizione nei paesi e nei settori che maggiormente utilizzano fonti ad alto uso di carbonio e combustibili fossili, contribuendo anche attraverso la formazione dei lavoratori (riqualificandoli in nuovi posti di lavoro) in ambito energetico, è previsto che la Commissione Europea supporta gli Stati membri per realizzare piani di transizione locale.

Viene inoltre ribadita l'importanza che assumono le fonti private nel finanziare la transizione per un'economia verde, la strategia messa in atto serve a anche a consolidare gli investimenti sostenibili.

³⁸"Uniti nel realizzare l'Unione dell'energia e l'azione per il clima: gettare le fondamenta della transizione all'energia pulita" (COM(2019) 285).

2.3 Tassonomia Regolamento 852/2020

La sostenibilità nel suo lungo cammino è entrata in tutti i settori, nelle scelte delle aziende e dei consumatori, nelle organizzazioni internazionali, negli enti, si è strutturata come un sistema che accresce il loro valore soprattutto quando vengono comunicate, non solo le performance di bilancio in senso stretto, ma anche le operazioni fatte in adesione agli standard ambientali, di conseguenza si riscontra un miglioramento della struttura organizzativa e delle prestazioni finanziere.

La politica economica dell'Unione Europea ha indirizzato le scelte dei singoli Stati membri, ciò ha determinato un cambiamento della ESG *compliance* da *“mi adeguo perché mi conviene”* verso *“mi adeguo perché è obbligatorio”*.

Con la Tassonomia Verde - Regolamento 2020/852 pubblicato il 18 giugno 2020, *“la sostenibilità diventa funzionale al business”*³⁹, questa norma è un mezzo per migliorare l'impatto su ambiente e clima generando ingenti flussi di capitali da parte degli investitori.

Il Regolamento è lo strumento che rende concreti gli obiettivi posti a suo tempo nell'Accordo di Parigi sui cambiamenti climatici del 5 ottobre 2016 e coerente con l'Agenda Onu 2030, il cui fine è quello di dare una risposta ai cambiamenti climatici *“rendendo i flussi finanziari coerenti con un percorso che conduca uno sviluppo a base emissioni di gas a effetto serra e resiliente ai cambiamenti climatici”*.

Nella normativa vengono indicate le caratteristiche che deve avere un'attività per considerarsi ecosostenibile, definendo in primis gli obiettivi ambientali che deve soddisfare e che sono enunciati all'art. 9 del Regolamento⁴⁰.

Inoltre, per essere considerata eco sostenibile un'attività deve rispettare le seguenti condizioni (Art. 3 Reg.):

³⁹Gotti Tedeschi R., Anselmo P. *“Tassonomia verde: così la sostenibilità diventa funzione del business”*. www.agendadigitale.eu/smart-city/tassonomia-verde-così-la-sostenibilità-diventa-funzione-al-business/

⁴⁰ Art. 9 Reg. 2020/852 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 delle biodiversità e degli ecosistemi.

- a) incidere concretamente sugli obiettivi ambientali⁴¹ e nel soddisfarli non deve creare effetti negativi sugli altri⁴²;
- b) rispettare sia le garanzie minime di salvaguardia⁴³ sia i criteri tecnici definiti dalla Commissione Europea.

Le tre aree oggetto del regolamento sono relative:

- a) alle norme obbligatorie adottate dagli Stati membri sui soggetti che operano nei mercati, sull'ecosostenibilità dei prodotti finanziari e delle obbligazioni;
- b) alle regole sulla trasparenza dei mercati finanziari;
- c) alle specifiche della D.N.F.

Per soddisfare il punto a) bisogna innanzitutto sottolineare l'attenzione posta dall'Ue sulla funzione che gli strumenti finanziari assumono nel portare maggior equilibrio tra economia e società come recita il considerando n 10 del regolamento: *“Dati l'entità della sfida e i costi legati all'inerzia o a ritardi nell'intervento, il sistema finanziario dovrebbe essere adattato gradualmente per supportare un finanziamento sostenibile dell'economia. A tal fine, è necessario integrare pienamente nel sistema la finanza sostenibile e occorre tener conto dell'impatto dei prodotti e servizi finanziari in termini di sostenibilità”*.

L'emissione sul mercato di prodotti finanziari che contengono investimenti ecosostenibili è efficace in quanto aumenta la fiducia degli investitori, incentiva lo sviluppo di una maggiore sensibilità sugli impatti ambientali, crea visibilità e minimizza le problematiche relative al *greenwashing*⁴⁴. I fenomeni di *greenwashing* sono impegni fatti da società emittenti per cui vengono dichiarate ed emesse obbligazioni di stampo ecosostenibile ma che di fondo vengono derivate per altre finalità, disattendendo le aspettative degli investitori. In sostanza il fenomeno utilizza in misura distorta gli obiettivi ambientali promossi, con il fine di trarne vantaggi sul mercato.

⁴¹Art. 10-16.

⁴²Art. 17.

⁴³Art. 18.

⁴⁴Tettamanzi P., Minutiello V. 2021, “ESG: BILANCIO DI SOSTENIBILITA' E INTEGRATED REPORTING” Ed. Wolters Kluwer p. 51 *“Strategia di comunicazione o di marketing percepita da aziende, istituzioni, enti che presentano come ecosostenibili le proprie attività, cercando di occultarne l'impatto ambientale negativo”*.

Su questo l'Ue si è espressa per incentivare una comunicazione trasparente, infatti se gli intermediari, le Sim e in generale i soggetti dei mercati finanziari non danno un'informazione utile a comprendere quale è l'attività target dell'investimento, cioè l'attività sottostante al prodotto finanziario, o nel caso in cui vengono usati criteri diversi per comunicare le informazioni che fanno riferimento solamente a norme nazionali, gli investitori sono disincentivati verso il mercato dei prodotti finanziari sostenibili.

Se le attività vengono qualificate come sostenibili secondo criteri comuni all'interno del mercato questo avvicina gli investitori e spinge le aziende a costruire modelli aziendali più sostenibili.

Nel regolamento una delle aree di intervento, punto a), è relativa ai Green Bond Standard il 6 luglio 2021 la Commissione presenta una proposta per l'acquisizione dello standard che potrà essere adottato dagli enti e dalle società emittenti obbligazioni che finanziano investimenti verdi (nel comparto dell'energia, dei trasporti, delle tecnologie verdi e delle infrastrutture), successivamente potranno usare l'etichetta "EU Green Bond" e saranno in linea con il regolamento tassonomia.

Nel recente comunicato stampa del Consiglio Europeo è stato raggiunto un accordo provvisorio⁴⁵, verrà reso definitivo una volta confermato e adottato sia dal Consiglio che dal parlamento europeo: le prescrizioni contenute sono uniformate alla Tassonomia Europea, sono altresì consultabili a livello internazionale, si prevede anche un sistema di verifica da parte di un Revisore esterno che deve essere iscritto all'ESMA⁴⁶, per garantire che siano rispettati gli standard di ecosostenibilità.

La seconda area di intervento, la b), del Regolamento 852/2020 sono le norme per i soggetti che operano nei mercati finanziari (assicurazioni, società di investimento, società che trattano fondi pensionistici, enti creditizi) a tal fine il riferimento normativo è il Regolamento 2019/2088, il *Sustainable Finance Disclosure Regulation* o Regolamento SFDR, ed è specifico sulla reportistica di natura non finanziaria nel settore dei servizi finanziari. Ricordiamo che il fine delle strategie UE è ottenere una crescita economica

⁴⁵Elisabeth Svantesson, ministra delle Finanze della Svezia Consiglio dell'UE Comunicato stampa 28 febbraio 2023 23:35 <https://www.consilium.europa.eu/it/press/press-releases/2023/02/28/sustainable-finance-provisional-agreement-reached-on-european-green-bonds/>

⁴⁶Esma – European Securities and Markets Authority

più sostenibile anche attraverso investimenti che direzionano i capitali nell’ambito ambientale e sociale come enunciato nel programma dell’Agenda 2030 e nel Green Deal.

Con il Regolamento 2019/2088, l’Ue legifera sulla reportistica dei prodotti finanziari attraverso un sistema armonizzato per tutti gli operatori, come viene definito nella parte introduttiva “*scopo di dare delle informazioni che siano standardizzate ed oggettive al fine di consentire un confronto efficace dei prodotti finanziari offerti dagli operatori*”.

Tabella 3 - Sintesi del Regolamento 2018/2088

Ambito di applicazione	Obiettivo	Orientamenti principali
<ul style="list-style-type: none"> • Settore dei servizi finanziari 	<ul style="list-style-type: none"> • Supportare la NRDF nell’indirizzare i flussi di capitali verso investimenti sostenibili 	<ul style="list-style-type: none"> • Definizione degli impatti derivanti dai rischi ambientali sui risultati attesi dei prodotti finanziari; • Introduzione di indici per la valutazione della «sostenibilità» dei prodotti finanziari proposti; • Informazioni chiare, concise e comprensibili; • Divieto di divulgazione di informazioni di marketing ingannevoli.

Fonte: Riproduzione propria⁴⁷

I soggetti destinatari della norma devono inizialmente integrare e valutare, nel predisporre i piani aziendali e le proprie strategie aziendali, i rischi climatici, ambientali e sociali sullo stesso piano dei rischi finanziari e trovare soluzioni per contenerli, successivamente comunicare attraverso una Disclosure specifica quanto pesano i rischi sui prodotti finanziari anche nell’ipotesi in cui non ci sono tali rischi.

Il Regolamento 2088 è di supporto alla *Non Financial Reporting Directive*, in particolare se il prodotto predisposto è sostenibile deve esserne documentata l’analisi e le

⁴⁷ESG Bilancio di Sostenibilità e Integrated Reporting – Ed. Iposa Wolters Kluwer

motivazioni che hanno portato all'utilizzo di determinati indici utili a misurare l'impatto positivo su ambiente e aspetti sociali.

Il Reg. Tassonomia dedica l'art. 6 “alla *trasparenza dei prodotti finanziari che promuovono caratteristiche ambientali*” richiamando il Reg. 2019/2088 specifica “*in relazione alle informazioni da comunicare devono accompagnate dalla seguente dichiarazione: «Il principio “non arrecare un danno significativo” si applica solo agli investimenti sottostanti il prodotto finanziario che tengono conto dei criteri dell'UE per le attività economiche ecosostenibili.*”

In particolare, è la trasparenza che viene disciplinata e deve essere comunicata su questi aspetti:

- 1) l'integrazione dei rischi nelle decisioni della governance aziendale;
- 2) la valutazione sugli ipotetici effetti negativi degli investimenti;
- 3) se il prodotto finanziario sostenibile ha come scopo reale, l'investimento su tali attività.

In relazione alla terza area la c) del Reg. 852/2020 è specifica per la D.N.F. secondo l'art. 8 ogni impresa che è obbligata a redigere la N.F.R.D deve comunicare quali attività sono ecosostenibili e deve adottare un sistema di verifica della correttezza di tali informazioni.

2.3.1 La Corporate Sustainability Directive (CSRD)

In relazione alla divulgazione delle informazioni non finanziarie il 16 dicembre 2022 è stata pubblicata nella Gazzetta ufficiale dell'Ue la nuova direttiva sulla sostenibilità la Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) DIRETTIVA (UE) 2022/2464, con la quale vengono stabiliti i requisiti di rendicontazione ESG.

In particolare, l'Art. 1 *Modifiche alla Direttiva 2013/34/UE* impone obblighi più severi e detta anche i contenuti da inserire nell'apposita sezione della relazione sulla gestione, descrive dettagliatamente cosa le imprese devono comunicare e documentare⁴⁸.

⁴⁸DIRETTIVA (UE) 2022/2464 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 14 dicembre 2022 che modifica il regolamento (UE) n. 537/2014, la direttiva 2004/109/CE, la direttiva 2006/43/CE e la direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la rendicontazione societaria di sostenibilità

Tabella 4 - Sintesi della Direttiva CSRD

Ambito di applicazione	Obiettivo	Orientamenti principali
<ul style="list-style-type: none"> • Tutte le Società quotate. • Grandi imprese non quotate che superano per 2 esercizi due dei requisiti: 250 dip; 40 mil ricavi; 20 mil totale attivo; • Regole specifiche sulle PMI; • Inclusione dei gruppi Extra UE che svolgono attività in UE; • Esclusione per le Microimprese. 	<ul style="list-style-type: none"> • Ampliamento del perimetro di applicazione della NFRD e introduzione di standard di rendicontazione non finanziari univoci 	<ul style="list-style-type: none"> • Informazioni non finanziarie da riportare nella relazione sulla gestione, governance dei fattori ESG, rendicontazione degli <i>Intangibles</i>, coerenza con Regolamenti UE 2020/852 «Tassonomia» e 2019/2088 «Disclosure»; • Assegnazione di incarico all'EFRAG di sviluppare standard univoci di rendicontazione non finanziaria, allineati alla normativa già in vigore e agli standard più affermati; • Standard aggiornati con scadenze triennali • Introduzione di TAG per la classificazione delle informazioni • Introduzione della <i>Limited Assurance</i> per le non <i>Financial information</i>

Fonte: Riproduzione propria

L'obiettivo della CSRD è rendere la rendicontazione più coerente con l'ambito legislativo della finanza sostenibile, inclusi l'SFDR e il regolamento tassonomia, e collegarsi con gli obiettivi del Green Deal Europeo dando un migliore coordinamento delle norme precedenti, apporta modifica anche l'*Accounting Directive*⁴⁹, e sulla SHRD II⁵⁰ e sull'*Audit Directive*⁵¹.

Una delle principali novità è l'introduzione obbligatoria della gestione degli impatti finanziari e non finanziari con la “doppia materialità” per dare una rendicontazione sulla dimensione degli ESG, quali di questi incidono sul business dimensione *outside – in* e gli impatti del modello gestionale sugli ESG dimensione definita *inside – out*.

Per comprendere il concetto di materialità dobbiamo prendere in esame ciò che viene specificato dal GRI Global Reporting Initiative, istituzione nata a Boston nel 1997 divenuta un framework internazionale per i report di sostenibilità, detta i principi di rendicontazione sia sugli aspetti ambientali che he sociali economici e di governance⁵²:

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

⁴⁹DIRETTIVA UE 2013/34

⁵⁰DIRETTIVA UE 2017/828 SHRD II (Shareholders' Rights Directive)

⁵¹DIRETTIVA 2014/56/UE

⁵²ODC Milano – 2018 – Evoluzione della Rendicontazione non finanziaria

“l'obiettivo del reporting di sostenibilità conforme ai GRI Sustainability Reporting Standard è quello di dare un'informativa trasparente su come un'organizzazione contribuisce o mira a contribuire allo sviluppo sostenibile”⁵³.

L'importanza di GRI è stata sottolineata dall'UE e in tutte le sue politiche sulla sostenibilità anche a seguito della nomina di cooperatore insieme all'EFRAG “*European Financial Reporting Advisory Group*” per la definizione degli EU “*EU Sustainability Reporting Standard*”.

Nella GRI SR Guidelines ⁵⁴ viene sottolineato nel delineare il contenuto che report devono avere “*1.1 Defining Report Content*”, “*Reporting Principles for Defining Content [...] Materiality Definition: The information in a report should cover topics and Indicators that reflect the organization's significant economic, environmental, and social impacts, or that would substantively influence the assessments and decisions of stakeholders.*” Che tradotto significa: “*Materialità Definizione: le informazioni contenute in un report devono riferirsi agli argomenti e agli indicatori che riflettono gli impatti significativi economici, ambientali e sociali, o che potrebbero influenzare in modo sostanziale le valutazioni e le decisioni degli stakeholder.*”⁵⁵”

Lo standard GRI 101 definisce quali debbano essere i principi di rendicontazione (“*inclusività degli stakeholder, contesto di sostenibilità, materialità, completezza*” sulla base dei quali un'organizzazione costruisce i propri report.

I temi su cui l'azienda si può trovare a rendicontare possono essere molteplici ma quelli che devono essere evidenziati nei report sono quei temi che diventano di rilievo perché riflettono gli aspetti economici sociali e ambientali, il tema è materiale se ha un impatto positivo o negativo su almeno uno di questi fattori.

Il tema, quindi, è materiale se è “rilevante” anche solo su una di queste dimensioni. Se osserviamo solo l'aspetto finanziario la “materialità” è quella soglia che condiziona le decisioni dei finanziatori che vengono estrapolate dal bilancio di esercizio.

⁵³Così nel GRI Foundation 2021, GRI 101 pag. 4, reperibile presso il sito GRI globalreporting.org

⁵⁴<https://www.globalreporting.org/standards/media/2121/italian-gri-101-foundation-2016.pdf>.

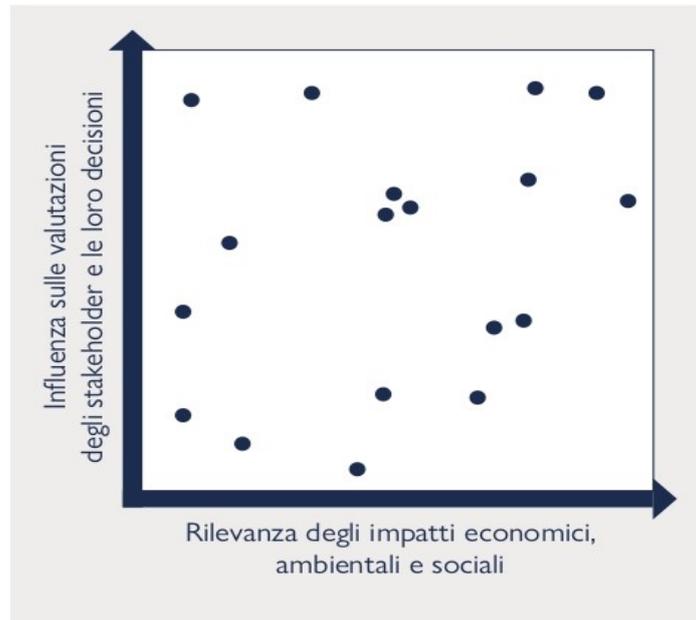
⁵⁵Magrassi L Raoli E. - 2018 – “*Rilevanza (e materialità) nella disclosure non finanziaria Definizioni e criticità anche ai fini della compliance alle disposizioni del decreto legislativo 30 dicembre 2016, n. 254, sulla rendicontazione non finanziaria*”. Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili

Nei reporting di sostenibilità la materialità è sempre una soglia, vista però su due profili quello dell'impatto che hanno i diversi temi e l'effetto sugli stakeholder, quanto essi vengono coinvolti e quanto interesse hanno nell'impresa, la materialità è in questo senso quel processo che evidenzia gli aspetti dell'impresa che incidono sulla sostenibilità e sugli interessi dei soggetti che con essa si trovano ad interagire.

Le aspettative di soggetti quali i fornitori i clienti la società in generale l'influenza che l'organizzazione ha su tutti i processi esterni ad essa, può essere indicatore di materialità. Nel determinare il contenuto della comunicazione sugli aspetti ESG secondo quanto esposto dal GRI 101, si dovrà tenere conto dei riflessi che essi hanno verso l'interno dell'organizzazione e verso l'esterno, in questo modo gli impatti possono essere classificati secondo una diversa significatività: *“quando un'azione dell'organizzazione determina un'attenzione o interesse dei soggetti esterni si definiscono “impatti significativi”*.

Seguendo questa logica si potrà avere la sicurezza che i report siano importanti ai temi materiali, nell'applicare il principio della materialità il GRI 101 utilizza una matrice come esempio per poter valutare la materialità di questi due temi.

Figura 7 - Rappresentazione visiva della scala delle priorità dei temi



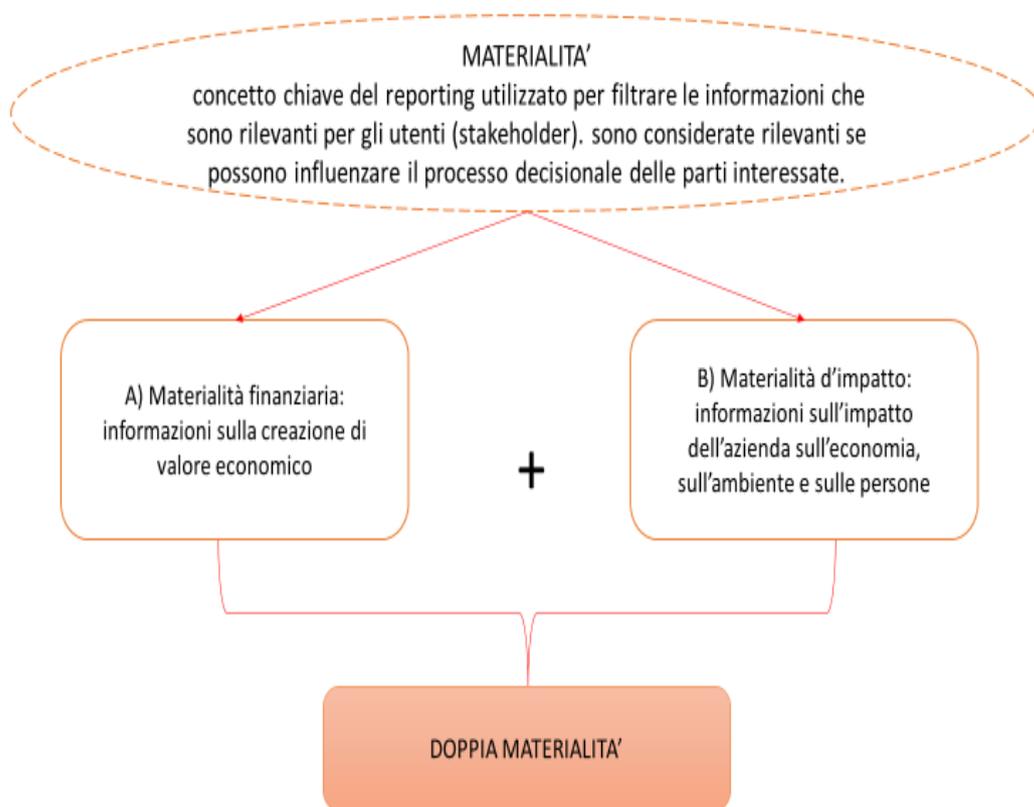
Fonte: GRI 101

Nell'informativa 102.46 nel GRI 102 viene spiegato, con un esempio di Test (di seguito riportato), utilizzabile da parte dell'organizzazione che, in applicazione del principio di materialità, si trova a dover definire i temi, valutando se si è tenuto in considerazione i seguenti fattori:

- indagine da effettuarsi attraverso istituti specifici da cui risulti una stima impatti economici ambientali e sociali;
- verifica delle aspettative e degli interessi particolari degli azionisti e dipendenti ma anche aspettative più ampie della comunità circostante (associazioni di categoria, fornitori, etc.) sui temi ambientali e sociali;
- indagine sul mercato relativamente alle prospettive del settore di appartenenza dell'organizzazione, e sui concorrenti;
- valutazione della normativa e delle modifiche legislative rilevanti;
- i principi, obiettivi e strategie dell'organizzazione in funzione del raggiungimento di uno sviluppo più sostenibile;
- le azioni che possono determinare degli impatti conseguenti al suo operato;
- se i temi materiali sono stati inseriti in ordine al peso che hanno.

Con la Direttiva CSRD viene riportato che *“le aziende devono rendicontare su come i problemi di sostenibilità influenzano sulla loro attività e come impattano, dall’altra parte, anche sulle persone e sull’ambiente”*. Il duplice impatto è rappresentato, per esempio, se vengono prodotti rifiuti inquinanti e non si applicano dei sistemi per ridurli si viene a determinare un impatto doppio: sull’azienda dal punto di vista economico e finanziario (impatto) per le possibili spese per danni in violazione di norme di legge, maggiori costi ed effetti negativi sulle vendite, con un minor utile, e sui soggetti esterni (impatto) che non si sentono più sicuri di continuare i rapporti con essa.

Figura 8 - Doppia materialità



Fonte: ⁵⁶

⁵⁶ Baldi P.P. 2023, ODCEC, “La nuova Direttiva sulla rendicontazione di sostenibilità (CSRD) e revisione contabile sui dati non finanziari - Il concetto di materialità: definizioni e sviluppi futuri”

Materialità di impatto: si devono identificare gli elementi di sostenibilità che incidono sulle attività dell'impresa e sul bilancio, in funzione di questi punti:

- a) percentuale di accadimento di fatti negativi su persone e ambiente;
- b) percentuale di accadimenti di eventi positivi sulle persone e l'ambiente;
- c) analisi e predisposizioni di azioni da modificare in funzione del cambiamento delle politiche sociali e ambientali.

Materialità finanziaria: si devono identificare gli elementi di sostenibilità finanziaria che incidono sul valore dell'impresa, per la loro valutazione si devono tenere in conto i dati quantitativi e qualitativi, vengono denominata “pre – finanziari”⁵⁷ quegli impatti che potenzialmente diventeranno rilevanti dal punto di vista finanziario.

L'evoluzione della sostenibilità, della normativa e la crescita di prodotti di investimento sostenibili, sta interessando sempre di più gli investitori che verificano con attenzione l'informativa su tutti e due gli aspetti della materialità al fine di verificare quanto il loro investimento può essere rischioso e può incidere attraverso l'operato dell'organizzazione, sulle persone e l'ambiente.

L'ISSB⁵⁸ a tal proposito ha elaborato e pubblicherà entro la fine di quest'anno, gli standard necessari alla rendicontazione di informazioni finanziarie sulla sostenibilità, standard che hanno l'obiettivo di rendicontare sulla materialità finanziaria per gli investitori.

L'EFRAG insieme al GRI sta predisponendo gli European Sustainability Reporting Standards (ESRS), i quali saranno basati sulla doppia materialità, per un pubblico multi-stakeholder (inclusi anche gli investitori). L'Ue con l'incarico dato all'EFRAG vuole proporre degli standard univoci in linea con gli obiettivi del Green Deal europeo, il cui contenuto deve necessariamente ricomprendere le aree tematiche di ambiente, clima, aspetti sociali, governance delle aziende, energia rinnovabile, tutela e preservazione della biodiversità, inclusione delle fasce più deboli, tutela dei lavoratori e dei diritti umani.

Gli standard dovranno rispettare la normativa della Tassonomia e il Regolamento 2019/2088, considerando appunto il criterio della doppia materialità, integrandosi con gli altri standard di rendicontazione già adottati dall'azienda.

⁵⁷ Evoluzione dell'informativa di sostenibilità, la doppia materialità. Dott. Pietro Paolo Baldi ODCEC.

⁵⁸ISSB - International Sustainability Standards Board (Fondazione IFRS).

Al regolamento Tassonomia seguono due importanti atti delegati, strumenti legislativi dove vengono fissati i criteri tecnici per concretizzare le norme, sono necessari per fissare le condizioni specifiche tese a soddisfare per ogni attività economica in che misura contribuisce al soddisfacimento dei 6 obiettivi ambientali:

- 1) *“mitigazione del cambiamento climatico (i.e. mantenimento dell'aumento della temperatura media globale ben al di sotto dei 2 °C come stabilito dall'accordo di Parigi)”*;
- 2) *“adattamento al cambiamento climatico (i.e. adeguamento ai cambiamenti climatici attuali e previsti e ai loro effetti)”*;
- 3) *“uso sostenibile e protezione dell'acqua e delle risorse marine”*;
- 4) *“transizione ed economia circolare”*;
- 5) *“controllo e prevenzione dell'inquinamento”*;
- 6) *“prevenzione ripristino della biodiversità e degli ecosistemi”*.

La scelta dell'adozione del Regolamento Tassonomia è stata fatta per avere in tutto il territorio dell'Ue una politica omogenea da applicare immediatamente in ogni Stato Membro a differenza dalle Direttive che devono essere tramutate in Legge, l'applicazione della Tassonomia rappresenta un passo fondamentale per la rimozione degli ostacoli relativi alla raccolta Fondi funzionali agli investimenti in progetti sostenibili, vengono inoltre uniformati i sistemi per l'applicazione delle valutazioni sostenibili delle attività economiche.

Il Regolamento Tassonomia classifica le attività, considerando i diversi settori economici, che raggiungono realisticamente gli obiettivi ambientali ed entro il 2050 la *“carbon neutrality”*, a questo scopo sono stati classificati i settori su tre piani di impatto ambientale e i relativi parametri di misurazione:

- a) Livello basso: *“low carbon”*;
- b) Livello di transizione per quelle attività molto inquinanti ma che appartengono a settori base;

- c) Attività complementari che facilitano l'evoluzione degli altri settori, definiti “*enabling*”.

Il Regolamento rimanda agli atti delegati, “*Con gli atti delegati, la commissione intende definire i criteri di vaglio tecnico per qualificare un'attività economica come sostenibile*”⁵⁹. I criteri che vengono usati devono essere rimodulati ogni 3 anni in funzione dell'andamento del mercato e dei cambiamenti tecnologici.

Il primo atto delegato è 2021/2139 sul Clima, fissa i requisiti tecnici per determinare quando un'attività economica da “*un solido contributo alla mitigazione dei cambiamenti climatici*”.

Questo atto divide le attività in alcune tipologie:

- attività che hanno potenzialmente la capacità di raggiungere gli obiettivi di riduzione dell'inquinamento sul clima sono definite ammissibili, a differenza delle altre che non sono considerate nel Regolamento definite inammissibili;
- attività che indirettamente raggiungono gli obiettivi climatici, aiutando le altre attività sono definite abilitanti;
- attività che non hanno la possibilità tecnologica di adeguamento ma che coadiuvano la transizione verso emissioni zero;
- Attività allineate: sono attività allineate con i criteri di ecosostenibilità

Vediamo di seguito un esempio della procedura di applicazione della tassonomia in un'azienda che produce energia.

⁵⁹Regolamento (UE) 2020/852 relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili. <https://eur-lex.europa.eu/IT/legal-content/summary/assessing-environmentally-sustainable-investments.html>

Tabella 5 – Esempio di applicazione Tassonomia

	Contribuzione Effettiva	Danno non significativo	Garanzie minime	
C1 Energia da Carbone Fossile	25% Non allineato	DNSH solo per CR	Valutazione delle garanzie minime	
C2 energia idroelettrica	25% Limite massimo: 100g di CO2/KW/H			
C3 energia	50% Allineato – nessun limite	Nessun danno significativo: rumore, produzione rifiuti, biodiversità, rischi per volatili diurni e notturni	Standard minimi	Allineamento tassonomia (50% dei Ricavi)
	L'azienda ha tre fonti di ricavo. Il carbone escluso dalla tassonomia. La produzione di energia idroelettrica ha un limiti di 100g di CO2 per KWh.	L'investitore deve condurre una valutazione che tenga conto dei criteri DNSH, includendo uno screening delle possibili controversie legali.	L'investitore deve condurre una valutazione sulle garanzie minime, considerando anche l'eventualità di controversie legali.	
	FASE 1	FASE 2	FASE 3	FASE 4
				FASE 5

Fonte TEG – Taxonomy Technical Expert – Marzo 2020 Commissione Europea

Il DNSH è il principio del “Do Not Significant Harm” non creare un danno significativo agli altri obiettivi.

Il secondo atto delegato adottato il 2178 del 6 luglio 2021 si concentra sul dovere di fornire informazioni da parte di imprese non finanziarie e finanziarie, lo scopo è quello di dare un’informativa più dettagliata e indica il metodo per il calcolo degli indicatori sostenibili ad integrazione dell’art. 8 del Regolamento Tassonomia.

L’articolo 8, paragrafo 1, del regolamento (UE) 2020/852 determina quanto segue⁶⁰ *“comunicare quanto e come le proprie attività sono associate ad attività ecosostenibili” al paragrafo 2 “impone alle imprese non finanziarie di comunicare informazioni sulla quota del fatturato, delle spese in conto capitale e delle spese operative («indicatori*

⁶⁰ Art. 19 bis o all’articolo 29 bis della direttiva 2013/34/UE del Parlamento europeo e del Consiglio (2)

fondamentali di prestazione» o «KPI») delle loro attività relative ad attivi o processi associati ad attività economiche ecosostenibili”.

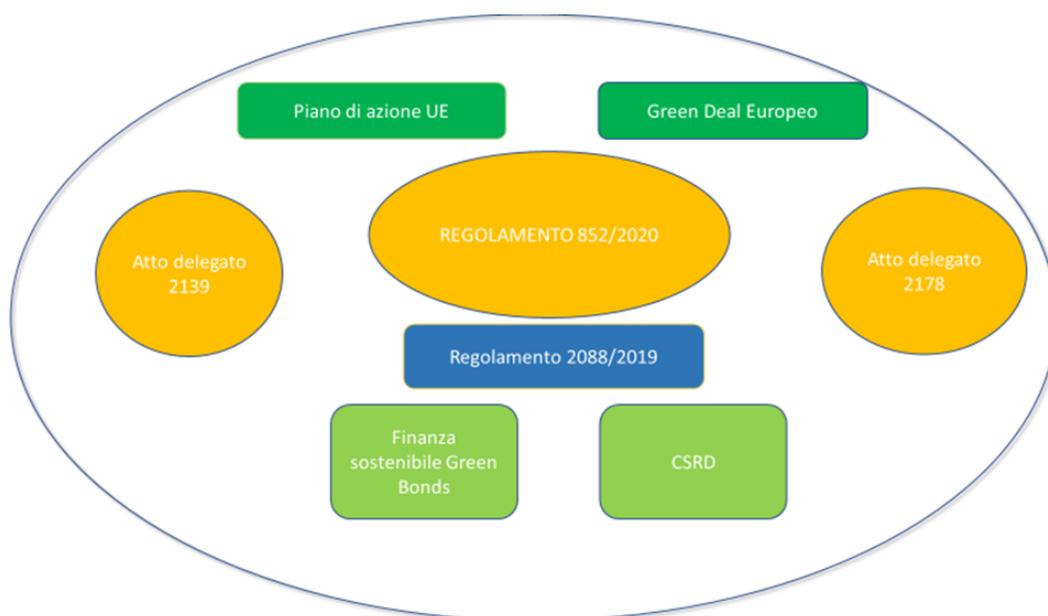
Le imprese non finanziarie devono divulgare indicatori chiave di performance (KPI) relativi a fatturato, spese in conto capitale (CapEx) e spese operative (OpEx) per prodotti, servizi e processi allineati alla tassonomia. Il regolamento non specifica KPI per le imprese finanziarie (banche, asset manager, società d’investimento, imprese assicuratrici e di riassicurazione).

Questa esigenza di avere un’informativa più dettagliata a favore degli investitori è in linea con quanto esposto dal Green Deal. La comunicazione trasparente ed omogenea per attività classificata con criteri univoci dà la possibilità di confrontare dove investire e alle aziende di modificare il proprio livello di gestione in questo modo si crea un circolo virtuoso che migliora le attività del mercato.

La normativa sulla Tassonomia è un punto essenziale per incrementare gli investimenti al fine di dare una concreta realizzazione del Green Deal Europeo.

La seguente figura riassume il quadro di riferimento della Tassonomia Europea:

Figura 9 - Quadro della Tassonomia europea



Fonte: rielaborazione propria

CAPITOLO III

3.1 Verso la nuova transizione economica

Al giorno d'oggi, gli investimenti sostenibili e responsabili ovvero quelli che incorporano i fattori ambientali, sociali e di buon governo (enviromental, social and governance spesso conosciuti con l'acronimo ESG) fanno parte di un settore di mercato che si sta diffondendo rapidamente. Negli ultimi anni, infatti, sta sempre più crescendo la domanda e l'offerta di prodotti sostenibili e l'interesse per tali prodotti sia da parte degli investitori istituzionali sia da parte dei risparmiatori privati. Per questi ultimi, investire seguendo criteri di sostenibilità spesso sta a significare l'importanza di attuare scelte coerenti non solo con i propri obiettivi di rischio e rendimento, ma anche con i propri valori morali ed etici in cui si rispecchiano.

La commissione mondiale sull'ambiente e lo sviluppo delle nazioni unite, nel 1987, ha pubblicato un documento, il cosiddetto rapporto Brundtland ("Our common Future") nel quale emergono i primi principi di sviluppo sostenibile. In questo scritto, non si tratta del tema ambientale in senso stretto e superficiale, ma in maniera più specifica ci si riferisce al benessere che questo può portare all'individuo. Al suo interno si evince infatti un concetto etico molto importante, cioè la responsabilità che hanno le generazioni di oggi verso quelle future a mantenere un equilibrio sano e duraturo nel tempo delle risorse e il rispetto per l'ambiente.

La relazione tra cambiamento climatico e la finanza sostenibile ha suscitato una crescente attenzione sia in ambito economico che politico.

Gli effetti dei cambiamenti climatici destano sempre più preoccupazione tra la popolazione poiché causano danni non indifferenti che si riflettono poi sull'economia e sul sistema finanziario del paese interessato. La crescente preoccupazione per i rischi a cui si va incontro, ha scaturito negli individui una sensibilità riguardo i temi della biodiversità, dell'inquinamento, dello sfruttamento delle risorse naturali, tale che ha portato una consapevolezza maggiore inerente le tematiche ambientali. Senza dubbio sono temi che influiscono sulla stabilità del sistema finanziario e sullo sviluppo sostenibile.

Una particolare attenzione riguardo ai temi sociali, ambientali e di governance ha condotto ad una diffusione in rapida crescita della finanza sostenibile, in Italia i primi investimenti socialmente responsabili sono stati istituiti con il primo comparto etico del gruppo SanPaolo nel 1997, quindi in un'epoca abbastanza recente. Intorno agli anni 90' sono nati fondi legati a particolari temi e all'impact investing, verso la fine degli anni 90', invece, si è sviluppata l'idea dell'integrazione dei fattori ESG negli investimenti finanziari.

Più nel dettaglio, le strategie di investimento sostenibili orientate verso una nuova transizione possono essere classificate secondo un ordine specifico redatto dall'European Sustainable Investment Forum.

I principali tipi di investimenti sono cinque:

- 1) selezione negativa o di esclusione,
- 2) Esg di base,
- 3) Esg avanzato,
- 4) Impact aligned,
- 5) Impact generating.

Il principio della selezione negativa conosciuta anche come esclusione, mira all'investimento in determinati fondi attraverso una selezione di certi settori, aziende o aree operative sulla base di specifici criteri sostenibili.

Ad esempio, secondo gli indici MSCI di tipo SRI alcuni settori di attività come Tabacco, alcolici, energia nucleare, armi fanno parte dei criteri di esclusione. Di conseguenza, questa tipologia di investimenti non ha come obiettivo quello di sostenere attivamente la transizione, perciò non possono essere considerati "sostenibili".

Gli investimenti Esg di base hanno l'obiettivo di mitigare i rischi, solitamente vengono preferiti da risparmiatori tradizionalmente attenti ai rendimenti corretti per il rischio nel lungo periodo. Anch'essi non rientrano nella categoria di investimento sostenibile poiché non sostengono a pieno la transizione dal momento in cui le scelte sono di carattere speculativo.

Per quanto riguarda invece gli investimenti in ambito Esg avanzato essi puntano alla gestione del rischio (come i precedenti), ma allo stesso tempo prendono in considerazione tematiche Esg di rilievo finanziario. Prestando quindi una maggiore attenzione verso la

sostenibilità questi investimenti superano la singola prospettiva di mitigazione del rischio. A differenza degli investimenti Esg di base, questi di tipo avanzato incorporano strategie anche dopo aver effettuato l'investimento, quindi il processo non si ferma.

Gli investimenti allineati all'impatto presentano una doppia prospettiva di investimento. Oltre al rendimento l'obiettivo di questi ultimi ricade sulle tematiche ambientali affrontando i problemi e le sfide che l'ambiente presenta e di allinearsi rispetto agli obiettivi che le autorità riconoscono a livello internazionale.

Ad esempio, in questo ramo rientrano investimenti che selezionano società la cui riduzione dei gas serra è già allineata a Parigi, senza specifici contributi provenienti dal singolo investitore. In questo caso, l'Eurosif ritiene che questo tipo di investimenti presenti un livello medio di interessamento verso la transizione economica. Per impact/community generating si intendono quegli investimenti in fondi, organizzazioni o imprese con l'obiettivo di perseguire un risultato che sia positivo per l'ambiente (oltre ad avere un rendimento finanziario).

Sono per lo più investimenti in mercati privati che hanno come scopo quello di risolvere problemi sociali piuttosto che ambientali fornendo mirati finanziamenti. Rientrano in questa categoria gli investimenti in micro finanza, nelle energie rinnovabili, e quelli cosiddetti "comunitari" in cui il capitale è diretto all'aiuto di comunità che presentano problemi di varia natura.

La tabella n. 6 riprende ciò che abbiamo analizzato fino ad ora aggiungendo altre caratteristiche determinanti. È suddivisa in cinque macro aree la prima riguarda le caratteristiche generali, poi le strategie pre-investimento, le strategie post investimento, la misurazione delle performance e l'ultima concerne la documentazione. Le caratteristiche generali si riferiscono a quello che prima abbiamo chiamato "livello di" ovvero quanto un investimento contribuisce in modo chiaro verso una transizione economica sostenibile.

Tabella 6 - Strategie di investimento

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

Fonte: Eurosif 2022.

Correlato all'ambizione dell'investimento si colloca senza dubbio l'obiettivo principale che esso ha. Un'altra importante distinzione è necessario farla riguardo il tipo di materialità cui si fa riferimento (finanziaria o d'impatto o doppia quando comprende entrambe le strategie).

Nelle strategie pre-investimento rientrano quelle che sono correlate al principio

dell'esclusione che non sostengono quindi una transizione economica sostenibile. La scelta di un investimento può essere fatta anche su base normativa o di standard internazionali. Ne sono esempi le linee guida dell'OCSE sulle multinazionali e le convenzioni dell'organizzazione internazionale sul lavoro.

Altra strategia è l'integrazione dei fattori Esg in cui rientrano la cosiddetta "best in class" "best universe" e "best in progress". È un approccio che mira a selezionare le migliori aziende da un punto di vista Esg, è quindi un investimento in sotto settori aziende o progetti selezionati in base ad una performance Esg positiva rispetto ad altri settori. Le strategie post-investimento includono quelle relative al voto e all'engagement, definite entrambe a lungo termine che hanno come scopo quello di influenzare le scelte legate a questioni sulla sostenibilità.

È da sottolineare che molti individui preferiscono investire in società sostenibili poiché molto spesso queste ultime risultano più innovative rispetto ad altre. Con la transizione economica che ha sempre preso più le redini della nostra società e l'innovazione del modello di business possiamo affermare che Esg può significare anche una forte spinta verso un cambiamento più radicale. Gli investimenti sostenibili occupano oramai una buona parte di mercato a livello globale.

Tabella 7 - Indicatori di materialità ESG

Environmental (E)	Social (S)	Governance (G)
Biodiversità /uso del territorio	Rapporti con la comunità	Meccanismi di Responsabilità
Emissioni di carbonio	Attività controverse	Misure anti-takeover
Rischi di cambiamento climatico	Prodotti e rapporti con i consumatori	Struttura e dimensione del consiglio di amministrazione
Uso dell'energia	Diversità	Corruzione tangenti
Approvvigionamento delle materie prime	Rapporti di lavoro	Dualità del CEO
Rischi regolamentari e legali	Sicurezza e sanità	Struttura dei compensi dell'esecutivo
Supply chain management	Gestione delle risorse umane	Struttura di controllo
Rifiuti e riciclaggio	Diritti umani	Diritti degli azionisti
Gestione delle acque	Marketing e R&D responsabili	Trasparenza
Weather events	Union relationships	Procedure di voto

Fonte: University of Oxford, How Sustainability can drive Financial Outperformance, 2015

Nella tabella n. 7 vengono riassunti gli indicatori di materialità in ambito Esg, ogni colonna è incentrata su un singolo ambito (enviromental, social and governance). Gli indicatori di materialità possono essere più o meno rilevanti a seconda del focus dell'azienda, e servono soprattutto agli stakeholder per individuare meglio il business su cui essa si concentra e di conseguenza, attuare scelte finanziarie più consapevoli. In questo modo l'azienda attraverso uno studio più puntuale identifica le materie di sostenibilità e dimostra il suo impegno a livello etico ed economico concentrato nella rappresentazione grafica della matrice. Questa tabella aiuta meglio a comprendere quali siano gli obiettivi futuri, e quali siano le “debolezze” da superare rapportate alla realtà interna dell'azienda, ma allo stesso tempo anche alla situazione economica globale esterna.

Quando si confrontano i risultati di un'azienda Esg rispetto ad un'altra meno incentrata sulla sostenibilità, è opportuno prendere in considerazione un periodo medio lungo.

Questo perché un'azienda che non rispecchia parametri Esg potrebbe risentirne in maniera più esplicita nel lungo periodo e potrebbe anche incorrere in situazioni che ne possono compromettere la sua esistenza (Tail-risk). Si evince che, le aziende più all'avanguardia sia per quanto riguarda lo sviluppo di nuovi prodotti strategici, sia di tecniche innovative per forza lavoro abbiano un profilo Esg più favorevole rispetto ad altre.

3.2 Sviluppo di una strategia di investimento nella dimensione “Environmental”

In questa analisi, si considera la strategia di investimento nella singola dimensione “E” tenendo quindi presente i seguenti ambiti:

Tabella 8 - Componente ambientale

Biodiversità /uso del territorio
Emissioni di carbonio
Rischi di cambiamento climatico
Uso dell'energia
Approvvigionamento delle materie prime
Rischi regolamentari e legali
Supply chain management
Rifiuti e riciclaggio
Gestione delle acque
Weather events

Fonte: University of Oxford, how sustainability can drive financial outperformance, 2015

La selezione dei portafogli è avvenuta scegliendo le aziende in base alla loro capitalizzazione in un range di tempo di 12 anni che parte dal 2001 fino al 2023.

Una volta definita la strategia di riferimento, si è scelto il mercato in cui operare ossia lo STOXX 600, indice azionario europeo. L'indice STOXX 600 è un indice generale paneuropeo, in cui vengono scambiati i maggior titoli azionari. Lo STOXX 600 è considerato il miglior indice europeo sul mercato che riflette l'andamento dell'economia europea; ne prendono parte le 16 potenze europee maggiori. Questo indice è molto simile allo Standards & Poors 500, si basa su una logica cap-weighted in cui il peso di ogni singola azienda dipende dalla sua capitalizzazione per poi essere aggiustata in base al flottante. Questo indice è suddiviso al suo interno in 19 aree, ognuna di queste corrisponde ad un settore dove le aziende vengono associate in base al loro business di appartenenza.

3.3 La scelta del mercato

L'obiettivo di questa ricerca è quello di comparare le performance dei titoli ad alto rating ambientale con portafogli che sono considerati a basso punteggio ambientale.

I dati sono stati classificati in base al sito in cui sono stati reperiti i dati ovvero Bloomberg ed il mercato che è stato preso in considerazione è lo STOXX 600 europeo. Le azioni classificate con basso punteggio, sono stati scelti come costituenti per un portafoglio a basso rating, viceversa, i titoli con punteggi elevati hanno composto i portafogli con rating elevato, ogni portafoglio è stato poi bilanciato per ogni anno.

Per la creazione del portafoglio sono state prese società che rientrano nell'indice STOXX 600. Questo indice è formato da 600 aziende a livello europeo e misura la performance delle grandi società e la loro capitalizzazione di mercato. Sono stati presi in considerazione titoli differenti tra loro, qui di seguito è riportata una tabella con i principali settori di appartenenza di alcuni di loro.

Ad esempio, aziende di tecnologia informatica, servizi, comunicazione, settore farmaceutico, settore finanziario ecc.

Ogni informazione e ogni titolo sono stati selezionati dalla piattaforma di Bloomberg per la parte degli score ESG. Questa piattaforma è conosciuta in tutto il mondo, è considerata il colosso dell'informazione finanziaria, sia per quanto riguarda i mercati fisici, che quelli online ed è diventato un vero punto di riferimento per gli investitori e i trader di tutto il mondo.

Questa applicazione consente di avere dati aggiornati ad ogni ora del giorno, fornisce in tempo reale strumenti finanziari altamente tecnologici, i principali clienti sono operatori finanziari.

I dati che sono stati presi per questa analisi fanno riferimento all'indice azionario STOXX 600. Questa tipologia di indice seleziona le aziende secondo il rispetto dei principi stabiliti dal patto globale delle nazioni unite, che riguardano i diritti umani dei lavoratori, l'etica commerciale, la lotta alla corruzione e il rispetto per l'ambiente. L'indice STOXX 600 è conforme agli approcci sull'esclusione tipici dell'investimento socialmente responsabile. Qui di seguito si illustra una tabella relativa allo STOXX Europe 600 ESG.

Tabella 9 - Stoxx Europe 600 Esg-X

Nome dell'indice	STOXX Europe 600 ESG-X
Indice di partenza	STOXX Europe 600
Criteri di inclusione nell'indice di partenza	L'indice STOXX Europe 600 rappresenta società ad elevata, media e bassa capitalizzazione appartenenti a 17 paesi europei: Austria, Belgio, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Norvegia, Paesi Bassi, Polonia, Portogallo, Regno Unito, Spagna, Svezia e Svizzera.
Schema di ponderazione	Capitalizzazione di mercato corretta per il flottante
Strategia ESG	Ad esclusione
Fornitore di dati ESG	Sustainalytics
Frequenza di ribilanciamento	Trimestrale: mar, giu, set, dic
Ticker	SXXRESGX

	Esclusione	Criteri — (definiti dal fornitore di dati ESG)	Filtro specifico — (definito dal fornitore di dati ESG)
Esclusione 1	Non conformità ai Principi del Patto Globale delle Nazioni Unite ³	Livello 5 di rischio ESG (rischio molto alto) considerato non conforme	Società con livello di rischio ESG pari a 5
Esclusione 2	Armi controverse ⁴	Coinvolgimento nel settore delle armi controverse	(i) Produzione interna o vendita di armi controverse (ii) La società detiene >10% dei diritti di voto di una società coinvolta (iii) >10% dei diritti di voto della società sono detenuti da una società coinvolta
Esclusione 3	Tabacco	Produttori di tabacco	Soglia di ricavi dello 0%
Esclusione 4	Carbone termico	Generazione di ricavi dall'estrazione del carbone termico o dalla relativa attività di prospezione ovvero possesso di impianti di produzione energetica che utilizzano carbone termico	(i) >25% dei ricavi provenienti dall'estrazione di carbone termico (ii) >25% della capacità di produzione di energia costituita da impianti a carbone, impianti a vapore o termici/ impianti di produzione di elettricità a carbone termico
Altre caratteristiche:	Fast Exit: se il rating assegnato da Sustainalytics sul rischio di controversia di un titolo raggiunge il livello 5 (vale a dire il livello di rischio più alto), il titolo sarà cancellato dall'indice due giorni lavorativi dopo l'annuncio.		

Fonte: Stoxx, dati luglio 2022.

3.3.1 La scelta dei titoli ad alto e basso punteggio ambientale

L'analisi è compresa nel periodo degli anni dal 2015 a marzo 2023, ma alcuni dei titoli non sono presenti sin da subito poiché entreranno a far parte dell'indice qualche anno più tardi. Di seguito si illustrano i titoli scelti ad alto e basso punteggio Esg. Nella tabella seguente si riportano alcuni dei titoli presi in considerazione:

- Titolo;
- Isin;
- Simbolo;
- Settore di appartenenza: si è scelto di prendere settori differenti tra loro per avere un'analisi più diversificata;
- Paese.

Tabella 10 - Selezione dei titoli

	Name	GICS Industry	Country	ISIN
MAERSKB DC Equity	3i Group PLC	Marine Transportation	Denmark	DK0010244508
AZN LN Equity	A2A SpA	Pharmaceuticals	United Kingdom	GB0009895292
SPX LN Equity	AAK AB	Machinery	United Kingdom	GB00BWFQGN14
LISP SE Equity	Aalberts NV	Food Products	Switzerland	CH0010570767
LPP PW Equity	ABB Ltd	Textiles, Apparel & Luxury Goods	Poland	PLLPP0000011
GAW LN Equity	ABN AMRO Bank NV	Leisure Products	United Kingdom	GB0003718474
LSEG LN Equity	abrdn plc	Capital Markets	United Kingdom	GB00B0S0WJX34
CRDA LN Equity	Acciona SA	Chemicals	United Kingdom	GB00BJFFLV09
NXT LN Equity	Accor SA	Broadline Retail	United Kingdom	GB0032089863
LOTB BB Equity	Ackermans & van Haaren NV	Food Products	Belgium	BE0003604155
RKT LN Equity	ACS Actividades de Construccion y Servicios SA	Household Products	United Kingdom	GB00B24CGK77
RIO LN Equity	AddTech AB	Metals & Mining	United Kingdom	GB0007188757
IHG LN Equity	Adecco Group AG	Hotels, Restaurants & Leisure	United Kingdom	GB00BHJYC057
DCC LN Equity	adidas AG	Industrial Conglomerates	Ireland	IE0002424939
AHT LN Equity	Admiral Group PLC	Trading Companies & Distributors	United Kingdom	GB0000536739
ULVR LN Equity	Adyen NV	Personal Care Products	United Kingdom	GB00B10R2P78
BKG LN Equity	Aedifica SA	Household Durables	United Kingdom	GB00BLJNXL82
ITRK LN Equity	Aegon NV	Professional Services	United Kingdom	GB0031638363
SXS LN Equity	Aena SME SA	Electronic Equipment, Instruments & Components	United Kingdom	GB0003308607
DGELN Equity	Aeroports de Paris	Beverages	United Kingdom	GB0002374006

Fonte: Dati Stoxx 600 Europe - Bloomberg, 2023, rielaborazione in excel.

Poiché l'analisi delle prestazioni dei portafogli viene effettuata utilizzando i modelli fattoriali di Fama e French, segue la costruzione di portafogli individuali e long-short con la stessa logica usata da Fama e French per costruire i fattori di rischio dei loro modelli. I fattori sono stati costruiti classificando le azioni in una regione di appartenenza in base alla loro dimensione, redditività operativa e livelli di investimento, e calcolando il rendimento medio dei portafogli ponderati per il valore in base a dimensioni, patrimonio netto e redditività. Per questa ricerca, allo stesso modo, alla fine di ogni dicembre dell'anno preso in considerazione, le società sono state ordinate in base all'ordine crescente sulla media dei loro punteggi ambientali tra gennaio dell'anno t-1 e dicembre dell'anno t.

Dopo aver fatto questo, ho proceduto prendo in considerazione il quantile inferiore e superiore per il 10% dei titoli delle aziende per ogni anno con il peggior punteggio e il 10% dei titoli per le aziende con alto punteggio.

Le aziende che non erano presenti durante qualche periodo (questo si verifica soprattutto per i primi anni 2015-2016) all'interno della nostra analisi (2015-2023) non sono state prese in considerazione per la costruzione del portafoglio di quel determinato periodo. In questo modo i portafogli sono stati ribilanciati ogni dicembre dell'anno t, e di conseguenza la combinazione delle componenti nei portafogli varia.

Alla fine di questa prima proiezione, ho ottenuto due diversi portafogli per ogni tipo di punteggio environmental.

Ho deciso di creare portafogli con la stessa ponderazione, quindi ho assegnato ad ogni portafoglio lo stesso peso (equally weighted).

Di seguito, ho calcolato i rendimenti di ciascun titolo da gennaio 2015 a marzo 2023, facendo la differenza dei logaritmi dei prezzi, dove come prezzi ho utilizzato quelli forniti dalla piattaforma Bloomberg per lo stesso periodo (quindi gennaio 2015 a marzo 2023). La formula che ho utilizzato è la seguente:

$$r_i = \ln P_t - \ln P_{t-1} = \frac{\ln P_t}{\ln P_{t-1}}$$

In cui:

r_i = rendimenti azionari, dove $i = 1,2,3,\dots,10$

P_t = prezzo dell'azione al tempo t

P_{t-1} = prezzo dell'azione al tempo $t-1$

Una volta ottenuti i rendimenti azionari mensili, ho calcolato i rendimenti mensili del portafoglio da gennaio dell'anno t a dicembre dell'anno $t+1$ come media dei rendimenti mensili dei titoli a parità di peso utilizzando la seguente formula:

$$r_p = \sum_{i=1}^n w_i r_i$$

dove

R_p = rendimento del portafoglio

W_i = peso assegnato per ogni stock $i = 1,2,3,\dots,10$

R_i = rendimento delle azioni $i = 1,2,3,\dots,10$

Per la costruzione dei portafogli ponderati in base al valore, alla fine di ogni dicembre di ogni anno, ho calcolato il valore medio di mercato tra dicembre dell'anno $t-1$ e gennaio

dell'anno t delle imprese scelte come elementi costitutivi dei vari portafogli a rating ambientale. Per quanto riguarda i prezzi delle azioni, i dati sul valore di mercato erano già resi disponibili dalla piattaforma di Bloomberg. Sono stati calcolati i rendimenti dei portafogli ponderati per il valore utilizzando la formula appena sopra inserita.

Alla fine, è stata adottata una strategia di long-short che consiste nel tenere posizioni lunghe in portafogli con rating basso. La ragione alla base di questa strategia è che i portafogli di azioni di alto rango dovrebbero sovraperformare i portafogli di azioni di basso rango. Ho costruito portafogli long-short ponderati sulla base dei punteggi Environmental, per fare la differenza tra portafogli top e bottom.

3.3.2 Titoli più frequenti ed i loro vantaggi competitivi

Analizzando i titoli che sono risultati più performanti e che quindi sono presenti in più annualità, si è riscontrato che le diverse aziende 'top' beneficiano di un vantaggio competitivo inserendo fattori ESG all'interno della propria strategia.

In particolare, ho considerato il settore di appartenenza e così ho riscontrato che il vantaggio competitivo apportato dall'indicatore di materialità 'environmental' è:

Tabella 11 - Vantaggio competitivo dei titoli più frequenti

SETTORE	TITOLO	VANTAGGIO COMPETITIVO
SOFTWARE	- NESTE OYJ (TEMN SE Equity)	“La tecnologia può essere utilizzata per alimentare trasformazioni sostenibili”, spiega ad esempio Microsoft, mettendo così in luce un inaspettato legame fra realtà apparentemente lontane. La tecnologia ha un potenziale incredibile in quanto stimolatore della produttività dei sistemi e, al contempo, di un abbassamento delle emissioni, di una riduzione degli sprechi e di un monitoraggio delle risorse. Merito della sua capacità di raccogliere ed elaborare grandi quantità di dati, che non si esaurisce nella sola gestione delle <u>emissioni di Co2</u> , ma si estende anche a molti degli Obiettivi di sostenibilità definiti dalle Nazioni Unite.

PHARMACEUTICAL	<ul style="list-style-type: none"> • A2A SpA (Azn LN Equity) - Johnson Matthey PLC (SAN FP Equity) 	<ul style="list-style-type: none"> - <u>Salute ambientale</u>: porre fine all'HIV e alla tubercolosi, ridurre il peso delle malattie tropicali trascurate, affrontare le sfide della salute mentale, prevenire e rispondere alle minacce pandemiche. - <u>Salute migliore per tutti</u>: ridurre l'impatto ambientale e il 30% del consumo totale di elettricità prodotta e acquistata da fonti rinnovabili. - <u>Pratiche aziendali responsabili</u>: coltivare una cultura di etica e integrità, promuovere la diversità e l'inclusione, consentire ai dipendenti di diventare la forza lavoro più sana.
FOOD PRODUCT	- KINDRED GROUP PLC (KYGA ID Equity)	<ul style="list-style-type: none"> - circa 230 milioni di tonnellate di emissioni di CO2 evitate dal 2017. - 80% dei materiali di scarto deviati dalle discariche a livello globale. - 29% delle attività alimentate da energia rinnovabile. - quasi il 100% i prodotti ittici e freschi presenti in Walmart proviene dalla politica sui prodotti ittici sostenibili.
BANK	Carlsberg AS (HSBA LN Equity)	<ul style="list-style-type: none"> - Basandosi sul sostegno di lunga data per l'accordo di Parigi sul clima, hanno l'obiettivo di raggiungere le emissioni nette di gas a effetto serra (GHG) pari a zero nelle attività di finanziamento, operazioni e catena di fornitura prima del 2050. - L' iniziativa per le imprese ambientali distribuirà e mobiliterà 1 trilione di dollari entro il 2030 per accelerare la transizione verso un'economia sostenibile a basse emissioni di carbonio, come parte di un più ampio obiettivo di finanza sostenibile da 1,5 trilioni di dollari allineato al raggiungimento degli obiettivi di sviluppo sostenibile (SDG) delle Nazioni Unite. - Stanno anche rendendo le operazioni più sostenibili, compreso il raggiungimento della neutralità del carbonio e l'approvvigionamento di elettricità rinnovabile al 100% nel 2019, un anno prima del previsto.
SEMICONDUCTOR	-Lonza Group Ag (NHY NO Equity)	<ul style="list-style-type: none"> - INTEL CORP. è stata tra le prime aziende americane che hanno avvertito il cambiamento climatico e hanno ricapitalizzato l'interesse degli investitori in ESG. - Dal 2012 si è garantito un risparmio energetico

		cumulato di oltre 4 miliardi di chilowattora e conseguenti risparmi sui costi.
OIL AND GAS REFINING AND MARKETS	<ul style="list-style-type: none"> - Cembra Money Bank Ag (BP/LN Equity) - Deutsche Bank AG (EQNR NO Equity) 	<ul style="list-style-type: none"> - Partecipano a molteplici aspetti dei 17 SDGs. - Mitigano le emissioni nelle attività aziendali. - Forniscono prodotti per aiutare a ridurre le loro emissioni. - Sviluppano e distribuiscono soluzioni tecnologiche scalabili. - Si impegnano in modo produttivo nella politica relativa al clima.

Fonte: Modelli e strumenti verso un'economia circolare

Per quanto riguarda le aziende “low”, ho preferito dare una spiegazione generica, in quanto i motivi che le hanno spinte verso queste scelte sono analoghi tra loro.

Le energie rinnovabili sono semplicemente incapaci di sostenere il nostro attuale stile di vita perché le persone non sono disposte a rinunciare a tutti i vantaggi della vita moderna per tornare a una sorta di era preindustriale, l'unico tipo di era che le rinnovabili possono sperare di sostenere.

Il cambiamento climatico e il perno verso la transizione energetica sono reali ma l'idea di far funzionare il mondo così come lo conosciamo, alimentato esclusivamente da energie rinnovabili, non è realistica ad oggi e probabilmente sarà ancora impraticabile per i prossimi decenni. Per comprendere ciò è sufficiente prendere in considerazione le aziende “low” che investono in maniera misera sulle fonti di energia rinnovabile.

Mentre il costo delle energie rinnovabili continua a diminuire con l'evoluzione della tecnologia, il costo dell'integrazione senza problemi delle fonti rinnovabili intermittenti nelle reti elettriche (spesso obsolete) è enorme in termini di investimenti. Questa integrazione è attualmente insormontabile anche in termini di politiche governative.

Solo negli Stati Uniti, si stima che la completa decarbonizzazione della rete elettrica costerà, allo stato attuale della tecnologia, 4,5 trilioni di dollari e secondo alcune analisi, questi enormi costi potrebbero anche non essere il più grande ostacolo da superare.

I governi e i responsabili politici di tutto il mondo si trovano quindi ad affrontare un difficile equilibrio tra la risposta alla crescente preoccupazione del pubblico per il cambiamento climatico e l'attenta pianificazione di strategie di transizione energetica che non allontanino parte dello stesso pubblico dai progetti verdi.

Gli investimenti sostenibili nell'Europa continuano ad espandersi.

Nella tabella n. si riportano le caratteristiche divise per settore che riguardano i maggiori investimenti Europei.

Tabella 12 - Caratteristiche dei principali settori analizzati

SETTORE	CARATTERISTICHE
ENERGIA E RISORSE RINNOVABILI	L'Europa è il Paese leader nella produzione e nella fornitura di energia ed è anche fra i più grandi consumatori di energia al mondo.
SERVIZI AMBIENTALI	Si è registrata una crescita considerevole nel settore delle tecnologie ambientali. Tale crescita è spinta dalla necessità di rinnovare le infrastrutture critiche del Paese per renderle più moderne ed adattare ai cambiamenti climatici in corso.
MACCHINARI E APPARECCHIATURE	Gli USA sono il più grande mercato al mondo per la produzione di macchinari e apparecchiature e ne sono il terzo fornitore mondiale. L'impegno delle società statunitensi verso l'innovazione tecnologica è la chiave della loro leadership.
INDUSTRIA AUTOMOBILISTICA	Recentemente l'Europa ha legiferato sull'efficienza del consumo del carburante. I nuovi standard elaborati apriranno la via ad imprese innovative.
INFORMATICA TELECOMUNICAZIONI	E Nell'Europa, il settore ICT uno dei settori in forte crescita, infatti le società europee stanno prendendo sempre più piede nei mercati mondiali di software e sono competitivi negli altri segmenti di mercato.

Fonte: Modelli e strumenti verso un'economia circolare.

4.1 Rendimenti titoli selezionati

In questo paragrafo analizzerò solamente i risultati dei rendimenti dei portafogli bilanciati. Per procedere con il lavoro di regressione, si sono analizzati i rendimenti dei titoli selezionati.

Una volta scelti i titoli e avendoli divisi per mese e per anno, ho proceduto facendo una media dei rendimenti dei titoli per ogni mese dell'anno preso in considerazione.

Facendo questa operazione, sono arrivata ad avere un unico risultato che ci indica il valore del rendimento tramite un bilanciamento dei portafogli.

Una volta ottenuto, ho proceduto estraendo i rendimenti complessivi dei portafogli top ed i rendimenti complessivi dei portafogli bottom, le tabelle n. ci mostrano i risultati ottenuti.

Tabella 13 - Rendimenti portafogli Bottom

	Rend. Bottom		Rend. Bottom		Rend. Bottom		Rend. Bottom
31/1/2015	1,78%	31/1/2016	-7,40%	31/1/2017	1,74%	31/1/2018	1,61%
28/2/2015	-4,31%	29/2/2016	-1,56%	28/2/2017	2,45%	28/2/2018	-1,24%
31/3/2015	-6,78%	31/3/2016	2,34%	31/3/2017	5,18%	31/3/2018	-1,92%
30/4/2015	-0,44%	30/4/2016	0,16%	30/4/2017	4,19%	30/4/2018	4,57%
31/5/2015	-6,49%	31/5/2016	0,68%	31/5/2017	1,14%	31/5/2018	0,70%
30/6/2015	1,20%	30/6/2016	-6,17%	30/6/2017	-1,45%	30/6/2018	-1,10%
31/7/2015	2,05%	31/7/2016	5,55%	31/7/2017	2,26%	31/7/2018	1,58%
31/8/2015	-2,05%	31/8/2016	2,30%	31/8/2017	0,90%	31/8/2018	0,47%
30/9/2015	-2,74%	30/9/2016	0,33%	30/9/2017	2,68%	30/9/2018	-1,19%
31/10/2015	2,29%	31/10/2016	3,85%	31/10/2017	3,59%	31/10/2018	-8,37%
30/11/2015	-0,76%	30/11/2016	0,68%	30/11/2017	-2,30%	30/11/2018	-2,35%
31/12/2015	7,84%	31/12/2016	6,50%	31/12/2017	1,46%	31/12/2018	-4,29%
31/1/2019	5,58%	31/1/2020	-1,33%	31/1/2021	-0,81%	31/1/2022	-3,55%
28/2/2019	6,38%	29/2/2020	-8,00%	28/2/2021	4,63%	28/2/2022	-1,79%
31/3/2019	-0,26%	31/3/2020	-20,11%	31/3/2021	6,46%	31/3/2022	3,12%
30/4/2019	8,97%	30/4/2020	6,45%	30/4/2021	2,19%	30/4/2022	-4,93%
31/5/2019	-6,66%	31/5/2020	3,66%	31/5/2021	3,01%	31/5/2022	-0,75%
30/6/2019	4,95%	30/6/2020	3,16%	30/6/2021	-0,58%	30/6/2022	-7,93%
31/7/2019	1,44%	31/7/2020	0,51%	31/7/2021	4,12%	31/7/2022	6,96%
31/8/2019	-3,87%	31/8/2020	3,30%	31/8/2021	1,49%	31/8/2022	-5,98%
30/9/2019	5,18%	30/9/2020	-2,29%	30/9/2021	-3,31%	30/9/2022	-9,38%
31/10/2019	0,54%	31/10/2020	-5,66%	31/10/2021	4,23%	31/10/2022	6,15%
30/11/2019	2,06%	30/11/2020	19,61%	30/11/2021	-1,64%	30/11/2022	7,68%
31/12/2019	3,57%	31/12/2020	3,22%	31/12/2021	5,62%	31/12/2022	-0,96%
31/1/2023	7,50%						
28/2/2023	0,96%						

Fonte: Dati Stoxx 600 Europe - Bloomberg, 2023, rielaborazione in excel.

Dalla Tabella n. 13 si evince come i rendimenti dei portafogli bottom abbiano in media un rendimento mensile positivo.

Si nota che i rendimenti dei titoli Bottom, sono maggiori rispetto ai rendimenti dei titoli top. Infatti, nel periodo analizzato, evidentemente la crescita si è invertita, ovvero i titoli bottom hanno superato i titoli top. Si potrebbe ritenere che questa crescita sia dovuta al settore di appartenenza della società.

Tabella 14 - Rendimenti portafoglio Top

	Rend. Top		Rend. Top		Rend. Top		Rend. Top
31/1/2015	4,33%	31/1/2016	-4,68%	31/1/2017	-0,30%	31/1/2018	1,60%
28/2/2015	6,62%	29/2/2016	-0,80%	28/2/2017	3,19%	28/2/2018	-2,54%
31/3/2015	2,87%	31/3/2016	2,72%	31/3/2017	2,63%	31/3/2018	-1,91%
30/4/2015	-1,19%	30/4/2016	0,74%	30/4/2017	1,52%	30/4/2018	5,01%
31/5/2015	0,59%	31/5/2016	2,26%	31/5/2017	2,85%	31/5/2018	0,00%
30/6/2015	-4,79%	30/6/2016	-4,31%	30/6/2017	-2,73%	30/6/2018	-0,16%
31/7/2015	4,98%	31/7/2016	6,07%	31/7/2017	-0,40%	31/7/2018	1,27%
31/8/2015	-6,51%	31/8/2016	0,68%	31/8/2017	-0,14%	31/8/2018	-0,92%
30/9/2015	-4,31%	30/9/2016	-0,78%	30/9/2017	3,22%	30/9/2018	-0,19%
31/10/2015	6,85%	31/10/2016	-1,60%	31/10/2017	1,76%	31/10/2018	-5,92%
30/11/2015	4,73%	30/11/2016	0,18%	30/11/2017	-0,98%	30/11/2018	-1,92%
31/12/2015	-2,68%	31/12/2016	5,67%	31/12/2017	1,44%	31/12/2018	-4,86%
31/1/2019	4,99%	31/1/2020	-2,59%	31/1/2021	-0,16%	31/1/2022	-1,43%
28/2/2019	3,15%	29/2/2020	-9,39%	28/2/2021	3,34%	28/2/2022	3,38%
31/3/2019	1,24%	31/3/2020	-15,86%	31/3/2021	5,37%	31/3/2022	4,83%
30/4/2019	4,55%	30/4/2020	8,29%	30/4/2021	1,33%	30/4/2022	2,66%
31/5/2019	-4,58%	31/5/2020	4,39%	31/5/2021	2,16%	31/5/2022	0,80%
30/6/2019	4,28%	30/6/2020	3,51%	30/6/2021	2,96%	30/6/2022	0,45%
31/7/2019	-1,22%	31/7/2020	-2,31%	31/7/2021	-0,24%	31/7/2022	1,16%
31/8/2019	-1,34%	31/8/2020	4,20%	31/8/2021	1,52%	31/8/2022	0,49%
30/9/2019	2,76%	30/9/2020	-0,72%	30/9/2021	-2,10%	30/9/2022	-3,39%
31/10/2019	1,66%	31/10/2020	-5,79%	31/10/2021	2,35%	31/10/2022	2,51%
30/11/2019	2,95%	30/11/2020	17,27%	30/11/2021	-1,28%	30/11/2022	-0,82%
31/12/2019	1,98%	31/12/2020	2,68%	31/12/2021	4,83%	31/12/2022	3,65%
31/1/2023	6,92%						
28/2/2023	2,62%						

Fonte: Dati Stoxx 600 Europe - Bloomberg, 2023, rielaborazione in excel.

Osservando i risultati della tabella n. 14 si vede come i titoli abbiano un rendimento medio complessivo positivo. Si nota, che, alcuni dei titoli cioè quelli con basso punteggio che non presentano grandi performance, potrebbero essere penalizzati, in quanto le aziende,

potrebbero aver attivato politiche, a livello di environmental i cui risultati richiedano delle tempistiche maggiori per poter beneficiare effettivamente di reali vantaggi. Infatti, questo range di tempo studiato 2015-2023 (sette anni) non è molto ampio e potrebbe limitare alcune tipologie di analisi.

Altra motivazione potrebbe essere che questa situazione si verifica perché le aziende analizzate non appartengono tutte allo stesso settore e quindi questo potrebbe portare a squilibri di livello economico. Per attuare un'analisi più efficace sarebbe forse opportuno selezionare aziende che operino nello stesso ramo, con le stesse dimensioni e che siano value oppure growth, su un orizzonte temporale maggiore così i risultati che si otterrebbero sarebbero sicuramente più attendibili. Inoltre, il metodo che ho utilizzato è basato unicamente sullo score "E" e questo potrebbe limitare ulteriormente poiché potrebbe risultare poco sufficiente come unico parametro.

In aggiunta, effettuare l'analisi su un orizzonte temporale come questo, ovvero sette anni, è troppo breve, perché potrebbe essere influenzato anche da altri fattori che non è detto siano correlati con le tematiche della finanza sostenibile, come ad esempio un prodotto specifico che non ha reso un profitto oppure un cambio di un componente del CDA interno all'azienda.

Quindi, per avere un'analisi più precisa si dovrebbe tenere in considerazione un arco temporale più ampio (es. 15 anni).

5.1 Modello fattoriale utilizzando i fattori di Fama e French

Un modello simile all'APT è quello di Fama e French (conosciuto anche come three factor model/ five factor model), considerato l'unica concreta alternativa al CAPM.

Tale modello parte dalla constatazione della non perfetta linearità tra rendimento e rischio misurato dal beta e si basa sull'approccio multifattoriale. In particolare, tale modello aggiunge al coefficiente beta del CAPM due indicatori di rischiosità di natura fondamentale: la dimensione dell'impresa e il reciproco del multiplo P/BV.

Di norma, i titoli di una società di maggiori dimensioni dovrebbero risultare meno rischiosi e, di conseguenza, meno redditizi. Al contrario, i titoli delle società più piccole dovrebbero computare un maggior rischio e un maggior rendimento. Ciò indurrebbe l'investitore a richiedere un premio maggiore a compensazione del rischio addizionale.

In questo paragrafo analizzerò i risultati delle regressioni dei portafogli bilanciati.

Uno dei metodi più utilizzati per stimare il Beta è l'analisi di regressione semplice, specificato dalla relazione:

$$R_i(t) = \alpha_i + \beta_i R_m(t) + e_i(t)$$

Dove:

$R_i(t)$ = rendimento di un'azione (variabile dipendente)

α_i = valore atteso di a_i , dove a_i è la componente del rendimento del titolo i che è indipendente dalla performance del mercato, ovvero è una componente specifica dell'impresa (intercetta)

β_i = coefficiente che misura il cambiamento atteso in R_i dato un cambiamento in R_m (coefficiente angolare): misura la sensibilità del rendimento di un'azione al rendimento di mercato

$R_m(t)$ = rendimento dell'indice di mercato (variabile indipendente)

$E_i(t) = e_i$ la componente casuale (incerta) di a_i che ha valore atteso pari a zero (componente di errore)

Il beta rappresenta il coefficiente che definisce la misura del rischio sistematico di un'attività finanziaria, ovvero la tendenza del rendimento di un'attività a variare in conseguenza di variazioni di mercato. Esso è misurato dal rapporto tra la covarianza del rendimento di un'attività i -esima con il rendimento di mercato, e la varianza del rendimento di mercato:

$$\text{Beta coefficient}(B) = \frac{\text{Covariance}(R_e, R_m)}{\text{Variance}(R_m)}$$

Dove:

Re = Rendimento dell'attività i-esima

Rm = rendimento del mercato

s2m = varianza del rendimento del mercato

Tabella 15 - Modello Gretl

Modello 2: OLS, usando le osservazioni 2015:01-2023:02 (T = 98)

Variabile dipendente: TOP

Errori standard HAC, larghezza di banda 3, Kernel di Bartlett

	<i>Coefficiente</i>	<i>Errore Std.</i>	<i>rapporto t</i>	<i>p-value</i>	
const	0,00429987	0,00330080	1,303	0,1959	
MktRF	0,559449	0,114583	4,882	<0,0001	***
SMB	0,187882	0,113110	1,661	0,1000	
HML	0,146323	0,0906073	1,615	0,1097	
Media var. dipendente	0,008894	SQM var. dipendente		0,040850	
Somma quadr. residui	0,079137	E.S. della regressione		0,029015	
R-quadro	0,511100	R-quadro corretto		0,495497	
F(3, 94)	13,70319	P-value(F)		1,73e-07	
Log-verosimiglianza	209,8998	Criterio di Akaike		-411,7997	
Criterio di Schwarz	-401,4598	Hannan-Quinn		-407,6174	
rho	-0,105747	Durbin-Watson		2,142602	

Fonte: Dati Stoxx 600 Europe - Bloomberg, 2023, rielaborazione in Gretl.

Si può osservare dalla tabella n. 15 che con queste condizioni selezionate si è esposti solamente al mercato e non agli altri due fattori.

Osservando i risultati si nota che l'R-quadro è pari a 0,51 e dato che esso rappresenta il coefficiente di determinazione che viene utilizzato come indicatore della bontà dell'adattamento e analizza quanto la parte macroeconomica legata al mercato spiega sul totale; si può concludere che in questo caso non è troppo significativo in quanto presenta un valore solamente intermedio.

Lo 0,511100 rappresenta cioè il 51% della parte sistematica legata al beta di mercato e rappresenta la parte di remunerazione dovuta all'esposizione a fattori macroeconomici. Essendo perciò esattamente la metà del 100% si può affermare che questi titoli non sono

particolarmente esposti al rischio di mercato, infatti anche il p-value mostra un risultato non particolarmente buono in quanto non mostra una stretta correlazione proporzionale al suo coefficiente con la variabile endogena.

Tabella 16 - Modello Gretl

Modello 3: OLS, usando le osservazioni 2015:01-2023:02 (T = 98)
 Variabile dipendente: BOTTOM
 Errori standard HAC, larghezza di banda 3, Kernel di Bartlett

	<i>Coefficiente</i>	<i>Errore Std.</i>	<i>rapporto t</i>	<i>p-value</i>	
const	-0,00012488	0,00302691	-0,04126	0,9672	
	3				
MktRF	0,791944	0,0733333	10,80	<0,0001	***
SMB	-0,0408859	0,103317	-0,3957	0,6932	
HML	0,241291	0,0821399	2,938	0,0042	***
Media var. dipendente	0,006333	SQM var. dipendente	0,050057		
Somma quadr. residui	0,096654	E.S. della regressione	0,032066		
R-quadro	0,602327	R-quadro corretto	0,589635		
F(3, 94)	39,50217	P-value(F)	1,32e-16		
Log-verosimiglianza	200,1016	Criterio di Akaike	-392,2032		
Criterio di Schwarz	-381,8633	Hannan-Quinn	-388,0209		
rho	-0,068873	Durbin-Watson	2,098406		

Fonte: Dati Stoxx 600 Europe - Bloomberg, 2023, rielaborazione in Gretl.

Come si osserva dalla tabella n. 16 anche in questo caso non emerge alcuna differenza rispetto alla tabella n. citata poco fa. Questo sta a significare, che di fatto, questi due portafogli sono indistinguibili. L'SMB in questo caso ci mostra un risultato negativo, sottolineando di fatto che i rendimenti del portafoglio dipendono dalle maggiori aziende presenti nel mercato; mentre l'HML presenta risultati tutti positivi per entrambi i portafogli.

Quando si crea una strategia equally-weighted, si va, di fatto, ad associare i singoli titoli creando così una sorta di portafoglio che è combinazione lineare di questi, per cui l'R-quadro diventa 0,60 ed anche in questo caso non presenta un valore particolarmente significativo.

L'R-quadro del portafoglio top è inferiore all'R-quadro del portafoglio bottom, quindi la parte macroeconomica del primo, legata al mercato spiega meno sul totale.

Tabella 17 - Modello Gretl

Modello 4: OLS, usando le osservazioni 2015:01-2023:02 (T = 98)

Variabile dipendente: ls

Errori standard HAC, larghezza di banda 3, Kernel di Bartlett

	<i>Coefficiente</i>	<i>Errore Std.</i>	<i>rapporto t</i>	<i>p-value</i>	
const	0,00442475	0,00361523	1,224	0,2240	
MktRF	-0,232495	0,109587	-2,122	0,0365	**
SMB	0,228767	0,126005	1,816	0,0726	*
HML	-0,0949686	0,0723078	-1,313	0,1922	
Media var. dipendente	0,002561	SQM var. dipendente	0,034007		
Somma quadr. residui	0,098957	E.S. della regressione	0,032446		
R-quadro	0,117872	R-quadro corretto	0,089719		
F(3, 94)	3,206484	P-value(F)	0,026667		
Log-verosimiglianza	198,9478	Criterio di Akaike	-389,8957		
Criterio di Schwarz	-379,5558	Hannan-Quinn	-385,7134		
rho	-0,026963	Durbin-Watson	2,052451		

Fonte: Dati Stoxx 600 Europe - Bloomberg, 2023, rielaborazione in Gretl.

In questo caso, come si nota dai risultati della tabella n. 17 ci dice che sostanzialmente i due portafogli viaggiano singolarmente e non c'è alcuna differenza tra il portafoglio top ed il portafoglio bottom in termini di environmental.

Gli alpha non mostrano che i due portafogli diano determinati gain in quanto la costante non è significativa, quindi non c'è in termini di performance nessuna miglioria tra i portafogli top e bottom.

L'alpha di Jensen misura il rendimento medio del portafoglio al di sopra e al di sotto del rendimento atteso secondo il modello di equilibrio del CAPM (permette quindi individuare portafogli sottovalutati o sopravvalutati).

L'Alfa di Jensen è una misura corretta per la misura di rischio relativa (β_i) e quindi il suo valore, così come quello del beta, deve essere associato alla correlazione tra il rendimento del fondo Rit ed il rendimento dell'indice di riferimento Rmt.

L'alfa di Jensen può essere stimata con una regressione o attraverso la seguente formula:

$$\alpha_i = Rit - (Rft + \beta_i * (Rmt - Rft))$$

Un numero alfa negativo riflette un investimento sotto performante rispetto alla proxy di mercato.

Nel complesso si nota che non si ha una reale costanza e che in media si sta assumendo una posizione long sul portafoglio top che performa meno rispetto al portafoglio bottom. Ciò può essere confermato dalle motivazioni sopra riportate nella spiegazione delle frontiere efficienti.

Questa tabella n. 17 riassume quello che abbiamo precedentemente elencato per le tabelle n. 15 e 16 poiché di fatto la variabile dipendente è proprio la differenza tra i due portafogli.

Tabella 18 - Modello Gretl

Test di White per l'eteroschedasticità
 OLS, usando le osservazioni 2015:01-2023:02 (T = 98)
 Variabile dipendente: uhat^2

	coefficiente	errore std.	rapporto t	p-value	
const	0,000430192	0,000176466	2,438	0,0168	**
MktRF	-0,00518276	0,00259741	-1,995	0,0491	**
SMB	0,0102103	0,00490880	2,080	0,0404	**
HML	0,00341098	0,00330192	1,033	0,3044	
sq_MktRF	0,147671	0,0435164	3,393	0,0010	***
X2_X3	-0,0632385	0,122451	-0,5164	0,6068	
X2_X4	-0,0380797	0,0722324	-0,5272	0,5994	
sq_SMB	0,116900	0,149370	0,7826	0,4360	
X3_X4	0,230360	0,122022	1,888	0,0623	*
sq_HML	0,0144041	0,0550501	0,2617	0,7942	

R-quadro = 0,284178

Statistica test: TR^2 = 27,849440,
 con p-value = P(Chi-quadro(9) > 27,849440) = 0,001011

Fonte: Dati Stoxx 600 Europe - Bloomberg, 2023, rielaborazione in Gretl.

Qui ho proceduto a fare il test di White per verificare se c'è eteroschedasticità ed i risultati mostrano proprio che questa è presente. Nell'utilizzo del programma gretl, in questo caso

sono stati impostati gli errori HAC proprio per vedere se è presente l'eteroschedasticità e/o l'autocorrelazione.

Dai risultati ottenuti si vede che in questo caso è presente l'eteroschedasticità in quanto le componenti delle variabili aleatorie non presentano la stessa varianza.

Il test di White, infatti, prevede la restituzione dei quadrati residui di ordinary least squares sui valori OLS adattati e sui quadrati dei valori anch'essi adattati. L'obiettivo principale del test è quello di testare le forme di eteroschedasticità che invalidano gli errori standard OLS e le loro statistiche. Questa tipologia di test mette insieme in un'unica equazione i quadrati ed i prodotti incrociati di tutte le variabili indipendenti della regressione.

Tabella 19 - Modello Gretl

Test di Breusch-Godfrey per l'autocorrelazione fino all'ordine 12
 OLS, usando le osservazioni 2015:01-2023:02 (T = 98)
 Variabile dipendente: uhat

	coefficiente	errore std.	rapporto t	p-value
const	7,69449e-05	0,00310079	0,02481	0,9803
MktRF	0,0177679	0,0707977	0,2510	0,8025
SMB	0,00162127	0,131910	0,01229	0,9902
HML	-0,0113289	0,0841872	-0,1346	0,8933
uhat_1	-0,0888627	0,114013	-0,7794	0,4380
uhat_2	0,0928640	0,112763	0,8235	0,4126
uhat_3	0,0549327	0,117487	0,4676	0,6413
uhat_4	-0,0317539	0,116506	-0,2726	0,7859
uhat_5	-0,0664474	0,117788	-0,5641	0,5742
uhat_6	0,00285073	0,122831	0,02321	0,9815
uhat_7	-0,0264662	0,119877	-0,2208	0,8258
uhat_8	0,0519097	0,119610	0,4340	0,6654
uhat_9	0,139394	0,120362	1,158	0,2502
uhat_10	0,121240	0,124418	0,9745	0,3327
uhat_11	-0,136804	0,130740	-1,046	0,2985
uhat_12	0,0895798	0,129625	0,6911	0,4915

R-quadro = 0,075369

Statistica test: LMF = 0,557002,
 con p-value = $P(F(12,82) > 0,557002) = 0,87$

Statistica alternativa: $TR^2 = 7,386156$,
 con p-value = $P(\text{Chi-quadro}(12) > 7,38616) = 0,831$

Ljung-Box $Q' = 7,25109$,
 con p-value = $P(\text{Chi-quadro}(12) > 7,25109) = 0,841$

Fonte: Dati Stoxx 600 Europe - Bloomberg, 2023, rielaborazione in Gretl.

In questa tabella n. 19 si è impostato il test di Breusch-Godfrey per verificare la presenza di una correlazione seriale che non è stata inclusa in una struttura del modello proposta e che se presente, allora si trarrebbero conclusioni errate da altri test o si potrebbero ottenere stime non ottimali dei parametri.

Come si vede dai risultati ottenuti, la variabile non rigetta l'ipotesi nulla e questo sta a significare che non c'è autocorrelazione.

Tabella 20 - Modello Gretl

Modello 7: OLS, usando le osservazioni 2015:01-2023:02 (T = 98)

Variabile dipendente: TOP

Errori standard HAC, larghezza di banda 3, Kernel di Bartlett

	<i>Coefficiente</i>	<i>Errore Std.</i>	<i>rapporto t</i>	<i>p-value</i>	
const	0,00429987	0,00330080	1,303	0,1959	
MktRF	0,559449	0,114583	4,882	<0,0001	***
SMB	0,187882	0,113110	1,661	0,1000	
HML	0,146323	0,0906073	1,615	0,1097	
Media var. dipendente	0,008894	SQM var. dipendente	0,040850		
Somma quadr. residui	0,079137	E.S. della regressione	0,029015		
R-quadro	0,511100	R-quadro corretto	0,495497		
F(3, 94)	13,70319	P-value(F)	1,73e-07		
Log-verosimiglianza	209,8998	Criterio di Akaike	-411,7997		
Criterio di Schwarz	-401,4598	Hannan-Quinn	-407,6174		
rho	-0,105747	Durbin-Watson	2,142602		

Fonte: Dati Stoxx 600 Europe - Bloomberg, 2023, rielaborazione in Gretl

Ancora una volta, gli alpha non mostrano che i due portafogli possano garantire determinati obiettivi, in quanto la costante non è significativa, quindi non c'è in termini di performance nessuna migioria tra i due portafogli. Anche in questo caso, si osserva che, l'SMB e l'HML mostrano entrambi risultati positivi.

Di seguito, è stato selezionato un campione casuale di cinque aziende non appartenenti né ai titoli Top, né ai titoli Bottom, per verificare il comportamento della variabile GMB (Green Minus Brown) e se essa risulta significativa.

Tabella 21 - Modello Gretl

Modello 1: OLS, usando le osservazioni 2015:02-2023:02 (T = 97)

Variabile dipendente: ARCAD

Errori standard HAC, larghezza di banda 3, Kernel di Bartlett

	<i>Coefficiente</i>	<i>Errore Std.</i>	<i>rapporto t</i>	<i>p-value</i>	
const	0,00199480	0,00935270	0,2133	0,8316	
MKT	0,952658	0,218453	4,361	<0,0001	***
SMB	0,559945	0,313400	1,787	0,0773	*
HML	0,232767	0,182451	1,276	0,2052	
GMB	-0,403588	0,314940	-1,281	0,2032	
Media var. dipendente	0,009409	SQM var. dipendente	0,104813		
Somma quadr. residui	0,737655	E.S. della regressione	0,089543		
R-quadro	0,300554	R-quadro corretto	0,270143		
F(4, 92)	11,56529	P-value(F)	1,19e-07		
Log-verosimiglianza	98,99396	Criterio di Akaike	-187,9879		
Criterio di Schwarz	-175,1144	Hannan-Quinn	-182,7825		
rho	-0,102481	Durbin-Watson	2,194979		

Fonte: Dati Stoxx 600 Europe - Bloomberg, 2023, rielaborazione in Gretl

Tabella 22 - Modello Gretl

Modello 2: OLS, usando le osservazioni 2015:02-2023:02 (T = 97)

Variabile dipendente: SXS

Errori standard HAC, larghezza di banda 3, Kernel di Bartlett

	<i>Coefficiente</i>	<i>Errore Std.</i>	<i>rapporto t</i>	<i>p-value</i>	
const	0,00387232	0,00590016	0,6563	0,5133	
MKT	0,543644	0,137646	3,950	0,0002	***
SMB	0,516044	0,187659	2,750	0,0072	***
HML	0,226977	0,132453	1,714	0,0900	*
GMB	-0,246374	0,210182	-1,172	0,2441	
Media var. dipendente	0,008031	SQM var. dipendente	0,073455		
Somma quadr. residui	0,389523	E.S. della regressione	0,065069		
R-quadro	0,247992	R-quadro corretto	0,215296		
F(4, 92)	12,52592	P-value(F)	3,55e-08		
Log-verosimiglianza	129,9639	Criterio di Akaike	-249,9277		
Criterio di Schwarz	-237,0542	Hannan-Quinn	-244,7223		
rho	-0,096748	Durbin-Watson	2,154087		

Fonte: Dati Stoxx 600 Europe - Bloomberg, 2023, rielaborazione in Gretl

Tabella 23 - Modello Gretl

Modello 3: OLS, usando le osservazioni 2015:02-2023:02 (T = 97)

Variabile dipendente: ACS

Errori standard HAC, larghezza di banda 3, Kernel di Bartlett

	<i>Coefficiente</i>	<i>Errore Std.</i>	<i>rapporto t</i>	<i>p-value</i>	
const	-0,00627038	0,00663086	-0,9456	0,3468	
MKT	1,04472	0,207755	5,029	<0,0001	***
SMB	0,246042	0,283438	0,8681	0,3876	
HML	0,742689	0,174797	4,249	<0,0001	***
GMB	0,279433	0,184651	1,513	0,1336	
Media var. dipendente	0,003219	SQM var. dipendente	0,088864		
Somma quadr. residui	0,435112	E.S. della regressione	0,068771		
R-quadro	0,426046	R-quadro corretto	0,401092		
F(4, 92)	10,00026	P-value(F)	9,16e-07		
Log-verosimiglianza	124,5958	Criterio di Akaike	-239,1916		
Criterio di Schwarz	-226,3180	Hannan-Quinn	-233,9861		
rho	-0,022973	Durbin-Watson	2,027407		

Fonte: Dati Stoxx 600 Europe - Bloomberg, 2023, rielaborazione in Gretl

Tabella 24 - Modello Gretl

Modello 4: OLS, usando le osservazioni 2015:02-2023:02 (T = 97)

Variabile dipendente: ELUXB

Errori standard HAC, larghezza di banda 3, Kernel di Bartlett

	<i>Coefficiente</i>	<i>Errore Std.</i>	<i>rapporto t</i>	<i>p-value</i>	
const	-0,0110264	0,00633083	-1,742	0,0849	*
MKT	1,02550	0,141583	7,243	<0,0001	***
SMB	-0,152631	0,221154	-0,6902	0,4918	
HML	0,292942	0,171536	1,708	0,0911	*
GMB	0,0960546	0,223376	0,4300	0,6682	
Media var. dipendente	-0,001912	SQM var. dipendente	0,081398		
Somma quadr. residui	0,409151	E.S. della regressione	0,066688		
R-quadro	0,356745	R-quadro corretto	0,328777		
F(4, 92)	13,95748	P-value(F)	6,16e-09		
Log-verosimiglianza	127,5795	Criterio di Akaike	-245,1589		
Criterio di Schwarz	-232,2853	Hannan-Quinn	-239,9535		
rho	-0,009168	Durbin-Watson	1,993697		

Fonte: Dati Stoxx 600 Europe - Bloomberg, 2023, rielaborazione in Gretl

Tabella 25 - Modello Gretl

Modello 5: OLS, usando le osservazioni 2015:02-2023:02 (T = 97)

Variabile dipendente: VTY

Errori standard HAC, larghezza di banda 3, Kernel di Bartlett

	<i>Coefficiente</i>	<i>Errore Std.</i>	<i>rapporto t</i>	<i>p-value</i>	
const	-0,00287059	0,00889875	-0,3226	0,7477	
MKT	1,45909	0,323037	4,517	<0,0001	***
SMB	0,782974	0,389895	2,008	0,0476	**
HML	0,627929	0,286190	2,194	0,0307	**
GMB	-0,274557	0,316094	-0,8686	0,3873	
Media var. dipendente	0,009118	SQM var. dipendente	0,127298		
Somma quadr. residui	0,861677	E.S. della regressione	0,096778		
R-quadro	0,446104	R-quadro corretto	0,422021		
F(4, 92)	9,091334	P-value(F)	3,11e-06		
Log-verosimiglianza	91,45686	Criterio di Akaike	-172,9137		
Criterio di Schwarz	-160,0402	Hannan-Quinn	-167,7083		
rho	-0,041448	Durbin-Watson	2,042548		

Fonte: Dati Stoxx 600 Europe - Bloomberg, 2023, rielaborazione in Gretl

Come si evince dalle tabelle n. 21, 22, 23, 24, 25; si può evidenziare che nel nostro campione di cinque aziende selezionate, la variabile GMB risulta sempre in ogni casistica non significativa in quanto il p-value è sempre maggiore dello 0,05.

Il fattore GMB (Green Minus Brown), non è quindi significativo e una causa potrebbe essere perché il punteggio aggregato di fatto non coglie una singola esposizione, ma effettivamente ne prende tante e potenzialmente associando tra loro i valori nella propria interezza si perda il vero focus.

A livello aggregato, nella parte environmental non si trova un numero significativo, quindi per ottenere risultati più specifici si dovrebbero analizzare singole metriche, come ad esempio la greenhouse gas emission oppure gli scope 1/2/3, quindi in sostanza, specifiche metriche che vanno a misurare precisamente le singole emissioni.

Tabella 26 - Modello Gretl

Modello 11: OLS, usando le osservazioni 2015:02-2023:02 (T = 97)

Variabile dipendente: RKT

Errori standard HAC, larghezza di banda 3, Kernel di Bartlett

	<i>Coefficiente</i>	<i>Errore Std.</i>	<i>rapporto t</i>	<i>p-value</i>	
const	-0,00283977	0,00436981	-0,6499	0,5174	
MKT	0,388763	0,108210	3,593	0,0005	***
SMB	-0,595623	0,191402	-3,112	0,0025	***
HML	-0,297477	0,125848	-2,364	0,0202	**
GMB	0,425112	0,140928	3,017	0,0033	***
Media var. dipendente	0,001703	SQM var. dipendente	0,054149		
Somma quadr. residui	0,222634	E.S. della regressione	0,049193		
R-quadro	0,209064	R-quadro corretto	0,174675		
F(4, 92)	7,361633	P-value(F)	0,000034		
Log-verosimiglianza	157,0945	Criterio di Akaike	-304,1889		
Criterio di Schwarz	-291,3154	Hannan-Quinn	-298,9835		
rho	-0,204399	Durbin-Watson	2,404680		

Fonte: Dati Stoxx 600 Europe - Bloomberg, 2023, rielaborazione in Gretl

Tabella 27 - Modello Gretl

Modello 12: OLS, usando le osservazioni 2015:02-2023:02 (T = 97)

Variabile dipendente: GAW

Errori standard HAC, larghezza di banda 3, Kernel di Bartlett

	<i>Coefficiente</i>	<i>Errore Std.</i>	<i>rapporto t</i>	<i>p-value</i>	
const	0,0306255	0,0105213	2,911	0,0045	***
MKT	0,963598	0,336762	2,861	0,0052	***
SMB	0,363217	0,424750	0,8551	0,3947	
HML	-0,125690	0,260240	-0,4830	0,6303	
GMB	-0,631794	0,261586	-2,415	0,0177	**
Media var. dipendente	0,037794	SQM var. dipendente	0,122950		
Somma quadr. residui	1,121460	E.S. della regressione	0,110407		
R-quadro	0,227222	R-quadro corretto	0,193623		
F(4, 92)	5,708277	P-value(F)	0,000378		
Log-verosimiglianza	78,67680	Criterio di Akaike	-147,3536		
Criterio di Schwarz	-134,4801	Hannan-Quinn	-142,1482		
rho	-0,061554	Durbin-Watson	2,122680		

Fonte: Dati Stoxx 600 Europe - Bloomberg, 2023, rielaborazione in Gretl

Al contrario, invece, per quanto riguarda le tabelle n. 26 e 27 si nota che i due titoli selezionati (RKT LN Equity, GAW LN Equity) presentano un p-value rispettivamente pari a 0,0033 e 0,0177 quindi, per definizione, essendo inferiore dello 0,05 è risultato significativo. Per concludere, possiamo affermare che entrambi i titoli sono esposti alla componente ambientale.

6.1 Discussione dei risultati ottenuti

In linea generale, come abbiamo già potuto osservare dai risultati ottenuti, sia i portafogli top che bottom non riescono ad ottenere dei particolari guadagni per quanto riguarda la componente ambientale.

I portafogli non mostrano significative differenze per quanto concerne la performance in relazione all'esposizione dei fattori di rischio. Questo potrebbe essere spiegato dall'adozione dell'accordo di Parigi entrato in vigore proprio nel 2015.

Infatti, molte aziende hanno dovuto allinearsi con gli obiettivi proposti da questa convenzione come ad esempio la riduzione dei gas serra e questo potrebbe significare che le aziende hanno dovuto ridimensionare il loro impatto ambientale incrementando nuovi valori per migliorare i loro punteggi.

Infine, se analizziamo il comportamento dei portafogli top e bottom durante la pandemia del Covid-19, notiamo che i portafogli con rating elevato erano più resilienti di quelli che presentavano un rating basso. Infatti, questi ultimi, dopo il primo lockdown hanno subito ingenti perdite di capitali.

Questo potrebbe essere attribuito al fatto che le aziende sono state invogliate a proteggersi maggiormente nel lato ambientalistico per tutelarsi e garantirsi una maggior salute.

Conclusioni

Negli ultimi anni i cambiamenti climatici e, più in generale, la transizione verso un modello di sviluppo sostenibile hanno assunto un'importanza crescente. Secondo il paradigma della finanza responsabile, l'obiettivo dell'azienda rimane la creazione di valore, tenendo però conto di principi quali il riconoscimento di un equo compenso ai lavoratori, il rispetto di valori etici e sociali, la protezione dell'ambiente.

La finanza sostenibile, o responsabile, integra i principi ambientali, sociali e di governance (environmental, social and governance, ESG) nelle decisioni degli operatori finanziari. Essa costituisce un'importante innovazione al fine di porre il sistema finanziario al servizio del benessere collettivo; è divenuta uno strumento fondamentale per far fronte ai rischi climatici, resi progressivamente più gravi dall'emersione di danni ambientali irreversibili.

Nel mondo finanziario il tema della crescita sostenibile ha riscosso a lungo un interesse limitato, confinato a pochi operatori specializzati.

L'Accordo di Parigi ha esplicitamente riconosciuto il ruolo centrale del sistema finanziario ai fini dello sviluppo responsabile.

Dal 2015 ad oggi le attività gestite dai fondi d'investimento ESG sono aumentate a livello globale di oltre il 170 per cento. Dal gennaio all'ottobre del 2020 in Europa questa categoria di fondi ha registrato afflussi netti di risparmio per oltre 150 miliardi di euro, l'ottanta per cento in più rispetto all'analogo periodo del 2019.

La possibilità di attuare programmi d'investimento di questa portata dipenderà dal costo e dalla disponibilità di risorse finanziarie. Un costo del capitale più basso rispetto agli investimenti tradizionali – il cosiddetto green premium – potrebbe stimolare l'avvio di progetti sostenibili. Le analisi empiriche indicano però che il premium sarebbe di entità al più contenuta.

Non è quindi realistico immaginare che l'ingente volume di investimenti necessari allo sviluppo sostenibile possa essere realizzato senza l'intervento del settore pubblico, al fine, ad esempio, di innalzare il prezzo del carbonio potenziando il sistema di scambio di quote di emissione o di sostenere le attività di ricerca e sviluppo di fonti di energia alternative. Per stimolare l'apporto della finanza sostenibile, è essenziale che gli strumenti finanziari

offerti ai risparmiatori siano affidabili e facilmente comprensibili. È inoltre necessario che i prestatori di fondi siano in grado di vagliare i progetti d'investimento e di valutarne la coerenza con i loro obiettivi sia finanziari sia non pecuniari.

Occorrono informazioni esaustive sull'effettiva rispondenza degli investimenti a criteri di sostenibilità. I dati oggi disponibili sono scarsi e di qualità insoddisfacente: ad esempio, i rating ESG relativi alle singole aziende elaborati da diversi analisti fanno riferimento a metodologie disomogenee e risultano tra loro poco correlati.

Anche in questo caso sono auspicabili interventi di carattere normativo. La finanza responsabile può svolgere un ruolo di rilievo per riconciliare lo sviluppo con i valori ambientali, etici e sociali.

L'obiettivo di questa tesi era quello di analizzare titoli ad alto e a basso punteggio ambientale e se in caso ottenessero dei guadagni in termini di performance. L'analisi che ho effettuato nei paragrafi precedenti mi ha dato la risposta riguardo questo quesito.

Purtroppo, il periodo da me considerato era troppo stringente come range di tempo. Perché si verificano performance soddisfacenti come nei tradizionali investimenti e ridurre il rischio, quest'ultimo deve poter usufruire di informazioni più ampie tali che così si possa evitare il verificarsi di potenziali perdite.

I titoli che ho selezionato sono stati scelti nel mercato dello Stox Europe 600 e sono stati poi classificati in ordine crescente. Poi, per ogni tipologia di portafoglio, sia top che bottom ho preso il 10% dei titoli con maggior punteggio ambientale ed il 10% dei titoli con minor punteggio ambientale, per poi essere bilanciati ogni anno.

Nell'analizzare le performance è stata effettuata la costruzione del portafoglio a componente ambientale confrontandola con i dati di Fama e French (three factor model), questo per analizzare se fossero presenti significative differenze nel rendimento e nell'esposizione al rischio dei due portafogli.

L'adozione di parametri più sostenibili per preservare l'ambiente, abbiamo visto che non porta a maggiori guadagni, sebbene questo aiuti le aziende e produrrebbe minori perdite.

Durante la selezione dei titoli, alcune aziende sono state escluse poiché non presenti per

tutto il periodo analizzato (2015-2023) così ho scelto di prendere il titolo successivo che presentava tutte le caratteristiche che mi servivano, per questo motivo, la ricerca potrebbe avere dei limiti.

Dalle analisi effettuate si è rilevato che non sono presenti differenze sostanziali in termini di performance tra il portafoglio ad alto e quello a basso punteggio ambientale.

Questo potrebbe esser causato dal fatto che l'accordo di Parigi sul clima, nel 2015 ha obbligato le aziende a cambiare il loro modo di operare per farle diventare più sostenibili a livello ambientale. Nonostante questo, altra motivazione rilevante è la crisi finanziaria causata dalla pandemia del Covid-19, che ha provocato grandi difficoltà soprattutto per le aziende con i punteggi più elevati.

Bibliografia

- Assonime, 2022 – Circolare n. 1 – *“Il Regolamento europeo sulla tassonomia delle attività ecostostenibili: gli obblighi pubblicitari per le società”*;
- ASSIREVI - 2020 - *Documento di Ricerca n. 238 - La relazione di revisione sui prospetti di riconciliazione International Financial Reporting Standards (IFRS)*
- Assirevi Documento di Ricerca n 243 – 2022 - *“Attività del Revisore sull'informativa ex art. 8 del Regolamento 2020/852 Tassonomia”*;
- Asvisio L. (Presidente Ordine Dottori Commercialisti Torino) – 2022- *“L'evoluzione della revisione legale nel contesto attuale”* Febbraio 2022
ORDINE DOTTORI COMMERCIALISTI ED ESPERTI CONTABILI DI TORINO;
- Baldi, P.P., e Magrassi, L – FNC 2017 - *“Disclosure di sostenibilità: decreto legislativo n. 254/2016 sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e sulla diversità. Elementi essenziali: soggetti obbligati, destinatari, previsioni, contenuti e sanzioni”*, di., 15 febbraio 2017.
- Confindustria – 2020 - *“Linee Guida per la rendicontazione di sostenibilità per le PMI”* sito web;
- Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili (CNDCEC), *“Direttiva 2014/95/UE sulla disclosure non finanziaria e sulla diversità nella composizione degli organi di amministrazione, gestione e controllo. Approccio operativo, prassi aziendali e ruolo dei professionisti”*, giugno 2016.;
- Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili - *“Rilevanza (e materialità) nella disclosure non finanziaria, definizioni e criticità anche ai fini della compliance alle disposizioni del decreto legislativo 30 dicembre 2016, n. 254, sulla rendicontazione non finanziaria”*
- Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili (CNDCEC), *“Informativa di sostenibilità nella comunicazione obbligatoria d'impresa. Risultati dell'indagine sull'applicazione nei bilanci delle società quotate del documento del CNDCEC ‘La relazione sulla gestione dei bilanci d'esercizio alla luce delle novità introdotte dal d.lgs. n. 32/2007 – Informativa*

- sull'ambiente e sul personale', del marzo 2009", dicembre 2010;*
- Cordazzo M., Marzo G., - 2020- , *L'informativa non finanziaria dopo il D. Lgs. 254/2016*. Franco Angeli.
 - Deloitte, SDA Bocconi, - 2019 - *Osservatorio Nazionale Sulla Rendicontazione Non Finanziaria*;
 - Del Sordo, C., Orelli, R.L., Rossi, F.M. (2018). *Integrated Reporting e valore aziendale*, Franco Angeli.
 - Di E. Tiezzi, N. Marchettini – 1999- *“Che cosa è lo sviluppo sostenibile?”* – Donzelli Editore, Roma 1999.
 - Forum Finanza Sostenibile -2022- *“Tassonomia UE e altre normative sulla finanza sostenibile: implicazioni e prospettive per gli operatori finanziari”* Sito Web
 - Fondazione nazionale dei commercialisti (FNC), *“Disclosure di sostenibilità: decreto legislativo n. 254/2016 sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e sulla diversità. Elementi essenziali: soggetti obbligati, destinatari, previsioni, contenuti e sanzioni”*, 15 febbraio 2017;
 - Fondazione nazionale dei commercialisti (FNC), *“GRI Sustainability Reporting Guidelines e IIRC Integrated Reporting Framework – Spunti di riflessioni su due principali standard di sustainability reporting”*, settembre 2015;
 - Gotti Tedeschi R., Anselmo P. - 2020 - *“Tassonomia verde: così la sostenibilità diventa funzione al business”*. Agenda Digitale sito web;
 - International Accounting Standards Board (IASB), *“Quadro sistematico (Framework) per la preparazione e la presentazione del bilancio”*, in IFRS, 2006
 - International Federation of Accountant (IFAC) – *“International Auditing and Assurance Standard Board (IAASB), “International Standard on Assurance Engagement (ISAE) 3000 (Revised)”*, 2004
 - Incollingo, A. - 2015 - *“Le prime esperienze di bilancio integrato, analisi e riflessioni”* - Giappichelli;
 - Istituto di ricerca dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili (IRDCEC), *“Informazioni di sostenibilità nella comunicazione obbligatoria d'impresa. Obblighi, criticità e prospettive della proposta di direttiva di riforma europea del settore”*, Documento n. 28, dicembre 2013.
 - Ipsos – 2022 – *ESG: Bilancio di Sostenibilità e integrated Reporting*. Wolters Kluwer;

- ItaliaCamp – 2019- “*Lezioni di Impact & Integrated Reporting*”, Luiss Guido Carli;
- Magrassi L Raoli E. - 2018 – “*Rilevanza (e materialità) nella disclosure non finanziaria Definizioni e criticità anche ai fini della compliance alle disposizioni del decreto legislativo 30 dicembre 2016, n. 254, sulla rendicontazione non finanziaria*”. Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili
- Muso L. - 2000 – “*Introduzione all’economia dell’ambiente*”. Ed. Il mulino
- PWC *Sistema di controllo interno sull’informativa non finanziaria* pwc.com/it
- Tettamazzi P, Minutiello V. - 2022 – “*ESG: Bilancio di sostenibilità e integrated Reporting*” -IPSOA;
- Stagnaro C. Verde S. “La sindrome europea della “TassoNONmia”;
- Viviani M. 2002 “*La vera forza degli Stakeholder*” in *Etica e Professioni*;
- *Venturelli A., Magrassi L., Navarra P., Rucci E., Linee guida per “la rendicontazione di sostenibilità per le PMI” Gruppo Tecnico RSI Confindustria - GBS, Gruppo di Studio per il Bilancio Sociale*”. Fondazione Nazionale di Ricerca dei Commercialisti e ASviS – Alleanza per lo Sviluppo Sostenibile.
- Kocollari R. - 2019 - “*La responsabilità sociale delle imprese*” Torino;
- KPMG – 2015 - *Currents of Change. The KPMG Survey of Corporate Responsibility Reporting 2015*. P. 30.
- Zona, F. (2015). *Corporate disclosure*, Egea.

Regolamenti e normative

- Agenda 2030;
- Atto unico Europeo ratificato il 31/5/2002.
- Comunicazione della Commissione del 2 luglio 2002 relativa alla responsabilità sociale delle imprese: un contributo delle imprese allo sviluppo sostenibile [COM (2002) 347 def.
- Commissione delle Comunità europee, Comunicazione al Consiglio e al Parlamento europeo sul riesame della strategia per lo sviluppo sostenibile. Una piattaforma d'azione, Bruxelles 13 dicembre 2005, COM (2005)658 def;
- Commissione delle comunità europee, Comunicazione della Commissione sull'Agenda sociale; COM (33), 2005 def., GUUE n. 64 C del 16 marzo 2005, pp. 2 e ss;
- Commissione delle Comunità europee, Comunicazione al Parlamento europeo, al Consiglio e al Comitato economico e sociale europeo, Il partenariato per la crescita e l'occupazione: fare dell'Europa un polo di eccellenza in materia di responsabilità sociale delle imprese, cit., p. 1 e ss
- Comunicazione della Commissione del 2 luglio 2002 relativa alla responsabilità sociale delle imprese: un contributo delle imprese allo sviluppo sostenibile [COM (2002) 347 def.
- Consiglio dell'Unione europea, Risoluzione del Consiglio sul seguito da dare al Libro verde sulla responsabilità sociale delle imprese, GUCE. n. 86 C del 10 aprile 2002 pp. 3 – 4
- D.LGS 254/2016.
- 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;
- Linee guida GRI-G4
- Ministero della Transazione Ecologica e Comitato per il capitale naturale 2021 - G20 Italia 2021- "CAPITALE NATURALE: LA NOSTRA EREDITA". Quarto rapporto sullo Stato del Capitale Naturale in Italia.

- Documento World Conservation Strategy – Living Resource Conservation for a Sustainable Development 6, elaborato nel 1980 dall’IUCN (International Union for Conservation of Nature), dall’UNEP (United Nation Environmental Programme)
- Il Trattato dell’Unione Europea firmato a Maastricht nel 1992
- ISPRA AMBIENTE: RAPPORTO DELLA CONFERENZA DELLE NAZIONI UNITE SULL’AMBIENTE E LO SVILUPPO (Rio de Janeiro, 3-14 Giugno 1992). Ispra Ambiente;
- Parlamento europeo, Risoluzione del Parlamento europeo sul Libro verde della Commissione Promuovere un quadro europeo per la responsabilità sociale delle imprese COM (2001) 366 - C5-0161/2002 - 2002/2069 (COS), GUUE n. 187 E del 7 agosto 2003, pp. 180 – 188;
- Raccomandazione 9 Aprile 2014 della Commissione europea
- Strategia di Lisbona: 1 23 e 24 marzo 2000

Sitografia

- Agenda digitale,
www.agendadigitale.eu
- Bilancio sociale,
<http://www.gruppobilanciosociale.org/>
- Bloomberg,
<https://www.bloomberg.com/europe>
- Cambiamenti climatici,
<https://www.isprambiente.gov.it/it/attivita/cambiamenti-climatici/convenzione-quadro-sui-cambiamenti-climatici-e-protocollo-di-kyoto>
- Data library kenneth R. French,
https://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data_library.html
- Eurosif,
<https://esgnews.it/environmental/eurosif-ecco-la-nuova-classificazione-per-gli-investimenti-sostenibili/#:~:text=Il%20nuovo%20schema%20di%20classificazione,gli%20investimenti%20che%20generano%20impatto>
- Eur-Lex,
<https://eur-lex.europa.eu/>
- Eur-Lex principi ambientali,
<https://eur-lex.europa.eu/IT/legal-content/summary/the-polluter-pays-principle-and-environmental-liability.html>
- Fattori Fama e French,
<https://www.investmentipedia.com/2022/12/il-modello-3-fattori-di-fama-e-french.html>

- Gretl,
<https://gretl.sourceforge.net/>
- Iasb,
<https://www.iasb.org/consultations-projects/extended-external-reporting-eer-assurance>
- Ministero economia e finanza,
https://www.dt.mef.gov.it/it/attivita_istituzionali/analisi_programmazione_economico_finanziaria/documenti_programmatici/sezione1/strategia_di_lisbona.html
- Modelli e strumenti verso un'economia circolare,
<https://www.mase.gov.it/pagina/13-modelli-e-strumenti-la-transizione-verso-un-economia-circolare>
- Odcec,
https://www.odcec.roma.it/files/2021_documenti/NEWSLETTER_1_2021.pdf
- Report ambientale,
www.globalreporting.org/
- Stoxx 600 Europe,
https://it.wikipedia.org/wiki/STOXX_Europe_600
- Tassonomia Europea,
https://finanzasostenibile.it/wp-content/uploads/2021/09/Tassonomia-europea_WEB.pdf
- Tassonomia Verde,
[smart-city/tassonomia-verde-così-la-sostenibilità-diventa-funzione-al-business/https://www.icjce.es/adjuntos/ga47\(1\).pdf](http://smart-city/tassonomia-verde-così-la-sostenibilità-diventa-funzione-al-business/https://www.icjce.es/adjuntos/ga47(1).pdf)
- Unione Europea,
<https://european-union.europa.eu/principles-countries-history/principles-and-values/founding-agreements>