



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea magistrale
in Economia e Gestione delle aziende

Tesi di Laurea

ESG-washing e certificazioni: analisi del fenomeno nel settore della moda

Relatrice

Ch.ma Prof.ssa Chiara Mio

Laureanda

Giulia Vendraminelli

Matricola 889596

Anno Accademico

2023 / 2024

Indice

Introduzione.....	3
Capitolo 1. Panoramica sul mondo ESG.....	6
1.1 <i>Evoluzione ESG</i>	6
1.1.1 Sostenibilità e Sviluppo Sostenibile	8
1.1.2 CSR.....	11
1.1.3 SRI.....	13
1.2 <i>L'ecosistema ESG</i>	16
1.2.1 Il ruolo delle aziende e degli investitori	18
1.2.2. Rating e indici ESG	21
1.2.3 Problematiche dei dati ESG.....	23
1.3 <i>Standard di rendicontazione ESG e evoluzione della Normativa UE</i>	25
1.3.1 Normativa UE.....	27
1.3.2 Standard di rendicontazione	29
Capitolo 2. ESG-washing: una panoramica del fenomeno	35
2.1. <i>Teorie alla base del greenwashing</i>	37
2.2 <i>Definizioni e modalità di washing</i>	41
2.2.1 Le principali definizioni di greenwashing	41
2.2.2 ESG-washing.....	45
2.2.3 I livelli di greenwashing	48
2.2.4 Certificazioni e iniziative di sostenibilità.....	50
2.3 <i>Driver e impatti del greenwashing</i>	53
2.3.1 Determinanti del greenwashing	53
2.3.2 Impatti del greenwashing sulle aziende e sugli investitori.....	56
2.4 <i>Metodi di misurazione del greenwashing</i>	59
Capitolo 3. ESG e la Fashion Industry	64
3.1 <i>Analisi di doppia materialità dell'industria della moda</i>	65

3.1.1 Le vulnerabilità del settore	65
3.1.2 Esternalità negative.....	71
3.1.3 Il modello <i>Fast Fashion</i>	73
3.2. <i>Dinamiche ESG nel settore della moda</i>	77
3.2.1 Pratiche ESG	79
3.2.2. Economia Circolare	82
3.2.3 ESG disclosure e Trasparenza.....	84
3.3 <i>Ruolo delle certificazioni e del greenwashing nell'industria della moda</i>	87
3.3.1 Forme di certificazione	87
3.3.2 Greenwashing nel settore delle certificazioni	92
3.4 <i>Regolamentazione UE</i>	99
3.4.1 Direttiva sui <i>Green Claims</i>	103
Capitolo 4. Analisi Empirica.....	106
4.1 <i>Ipotesi</i>	106
4.2 <i>Metodologia di ricerca</i>	110
4.2.1 Campione di analisi	110
4.2.2 Variabili dipendenti.....	116
4.2.3 Variabili indipendenti.....	117
4.2.4 Variabili di controllo	118
4.3 <i>Analisi di regressione</i>	123
4.4 <i>Risultati e discussione dell'analisi di regressione</i>	127
Conclusioni.....	133
Appendice	140
Bibliografia.....	144

Introduzione

Negli ultimi anni, il tema della sostenibilità ha assunto un ruolo centrale a livello globale, influenzando profondamente ogni ambito della società. In un mondo sempre più interconnesso, segnato da sfide come i cambiamenti climatici, le disuguaglianze sociali, i conflitti e le pandemie è emersa la fragilità del nostro sistema economico. L'industria della moda, in particolare, si trova in una posizione cruciale. Da un lato, è un motore trainante dell'economia, generando un valore stimato di circa 2,4 trilioni di dollari. Dall'altro, è uno dei settori più inquinanti e dispendiosi in termini di risorse, con un impatto ambientale significativo. Le complesse catene di approvvigionamento, la produzione su larga scala e il modello del *fast fashion* impongono all'industria tessile e dell'abbigliamento di trovare un equilibrio tra profitti e responsabilità sociale e ambientale. In questo contesto, i criteri ESG (Environmental, Social and Governance) sono emersi come strumenti fondamentali per valutare la performance delle aziende e promuovere investimenti sostenibili. Essi considerano l'impatto ambientale, sociale e di governance delle imprese, offrendo agli investitori un quadro completo per valutare rischi e opportunità a lungo termine. La divulgazione della sostenibilità è diventata quindi un elemento chiave nelle strategie aziendali. Le aziende cercano di dimostrare il loro impegno verso gli obiettivi di sviluppo sostenibile, guadagnando la fiducia degli stakeholder e promuovendo la trasparenza. Questo può portare a un miglioramento della reputazione aziendale e della performance finanziaria. Tuttavia, la divulgazione degli ESG presenta numerose sfide. Dati non verificati, mancanza di un organo di governo globale, comportamenti aziendali discutibili e assenza di normative specifiche minano l'accuratezza e l'affidabilità delle informazioni ESG riportate. Ad esempio, i risultati indicano che nel settore della moda le aree di rendicontazione sono ancora tra le più lacunose e opache; infatti a causa dell'assenza di obblighi di rendicontazione rigorosi nel settore, i brand del lusso e del fast fashion possono decidere a loro discrezione quali indicatori di sostenibilità misurare e rendicontare. Inoltre, la divulgazione è spesso soggetta a distorsioni e interpretazioni fuorvianti, poiché si basa principalmente su dati forniti dalle aziende stesse. Questo può portare al fenomeno dell'*ESG-washing*, che si verifica quando le aziende utilizzano i criteri ESG per presentare un'immagine migliore di quanto non sia in realtà. Ciò mina la trasparenza e l'integrità della responsabilità sociale d'impresa, con conseguenze negative per tutti gli attori coinvolti. Come afferma la definizione di Lyon e Maxwell (2011), tra le

più riconosciute in letteratura, il greenwashing (o ESG washing) è legato proprio alla divulgazione aziendale. Secondo un'altra definizione, di Walker e Wan (2011), sono due le motivazioni principali che spingono le imprese a praticare il greenwashing: ottenere il riconoscimento da parte degli stakeholder e della società, sulla base della teoria della legittimità, e comunicare i propri valori in termini di sostenibilità, impegnandosi in azioni simboliche o *green talk*, secondo la teoria della segnalazione. Sempre più aziende scelgono quindi di utilizzare in modo improprio il reporting ESG come strumento simbolico di promozione e di cosiddetto *window dressing*, in cui termini di sostenibilità vengono utilizzati per ingannare i consumatori e fare greenwashing. Risulta infatti difficile per le parti interessate valutare direttamente la trasparenza, la performance e la responsabilità aziendale. Gli stakeholder si affidano quindi ad altri segnali che possono guidarli verso scelte più sostenibili, strumenti che migliorano la verificabilità delle informazioni divulgate e la trasparenza. Soprattutto in un'industria poco regolamentata come quella della moda, dagli anni '90 in poi si sono diffusi strumenti volontari di conformità e autoregolamentazione come certificazioni, standard e iniziative multistakeholder, con l'obiettivo di indirizzare il settore verso pratiche più sostenibili. La certificazione diventa quindi un segnale che l'organizzazione dà al mercato dimostrando che si è impegnata volontariamente e in modo credibile nel miglioramento ambientale continuo, riducendo così i controlli normativi degli enti pubblici. Molte di queste certificazioni sono supportate da audit di terze parti, rafforzando di conseguenza l'impegno e la serietà verso lo standard. Ma cosa succede se anche questo segnale può essere inquinato da meccanismi di greenwashing? Ogni certificazione, anche all'interno della stessa categoria, ha requisiti di acquisizione differenti e si concentra su diverse fasi della catena di approvvigionamento, contribuendo a creare confusione tra gli stakeholder. La mancanza di comparabilità non aiuta poi ad identificare le opzioni migliori o peggiori. Al contrario, la proliferazione e, ormai, la saturazione di diversi schemi di certificazione sta creando situazioni in cui la mera presenza di un'etichetta o certificazione di sostenibilità basta per indicare il proprio impegno e la propria trasparenza. Si sa poco di come i marchi della moda utilizzino attualmente la certificazione di sostenibilità, in un ambiente spesso non regolamentato, volontario e dove esistono confini indistinti tra le opzioni affidabili e verificabili e quelle che sono poco più di una forma di greenwashing. In questo contesto sono soprattutto le ONG ad attenzionare le contraddizioni e le opacità insite in alcune certificazioni. I risultati evidenziano come le aziende utilizzano questi schemi

deliberatamente o inavvertitamente, per ritardare, distrarre e “far deragliare” i progressi, usando la certificazione e l'adesione ad iniziative come *window dressing* per nascondere la mancanza di un'azione sistemica. Continuano quindi a mancare tentativi effettivi di cambiare il modello di business con opzioni che possano rallentare la produzione.

Mentre una parte della letteratura ha riscontrato che una maggiore divulgazione di informazioni ESG è associata a una riduzione del capitale di debito grazie alla riduzione dei costi di agenzia, non ci sono molti studi che indagano come l'utilizzo di certi strumenti possa migliorare la trasparenza delle informazioni ESG. Sulla base della letteratura precedente ipotizziamo quindi l'esistenza indiretta tra l'adozione di certificazioni e iniziative multistakeholder, considerate come potenziali meccanismi di greenwashing, e un miglioramento della performance finanziaria dell'azienda. In particolar modo, le aziende potrebbero sfruttare l'adozione di queste certificazioni come segnale aggiuntivo di trasparenza e affidabilità, ingannando gli stakeholder e ottenendo così una riduzione del capitale di debito.

La tesi è strutturata nel seguente modo. Il Capitolo 1 fornisce una panoramica sul concetto di ESG, approfondendo le problematiche riscontrate e il ruolo della normativa. Il Capitolo 2 presenta invece un'analisi della letteratura sul fenomeno dell'ESG washing, partendo dalle considerazioni sul greenwashing. Vengono individuate le teorie alla base, le principali modalità con cui si presenta, le determinanti e l'impatto sugli stakeholder, con riferimento ai finanziatori e agli investitori. Vengono inoltre discusse le diverse metodologie di misurazione e identificazione impiegate dagli autori precedenti. Il Capitolo 3 fornisce un'overview dello stato attuale dell'industria della moda, attraverso un approccio di doppia materialità. Sono esplorate le dinamiche ESG del settore, gli impatti, le strategie adottate, la trasparenza nella divulgazione e la normativa in arrivo. Particolare attenzione è dedicata alle certificazioni e alle iniziative multistakeholder, analizzando le possibili implicazioni in termini di *washing*. Infine, il Capitolo 4 presenta l'analisi empirica, basata su due ipotesi distinte: una possibile relazione negativa tra la trasparenza della divulgazione ESG e il costo del capitale di debito, e una possibile relazione positiva tra questa trasparenza e l'adozione di certificazioni potenzialmente legate al greenwashing. Il capitolo si conclude con l'analisi e la discussione dei risultati.

Capitolo 1. Panoramica sul mondo ESG

Negli ultimi anni si sono verificati sostanziali cambiamenti a livello sociale, ambientale ed economico, che hanno posto l'attenzione sul concetto chiave di sostenibilità. In questo contesto, la riflessione si è concentrata su strumenti capaci di creare resilienza e far conseguire un vantaggio competitivo duraturo, anticipando e mitigando i rischi ambientali, sociali e di governance che possono danneggiare la performance degli investimenti nel lungo periodo: i criteri ESG.

1.1 Evoluzione ESG

L'acronimo ESG, che sta per Environmental, Social and Governance è apparso per la prima volta nel 2004, nel rapporto del Global Compact delle Nazioni Unite *"Who Cares Wins: Connecting Financial Markets to a Changing World"* risultato di una proposta congiunta di 18 istituzioni finanziarie di 9 Paesi. L'obiettivo dichiarato era quello di "sviluppare linee guida e raccomandazioni su come integrare meglio le questioni ambientali, sociali e di governance nella gestione patrimoniale, nei servizi di intermediazione di titoli e nella funzione di ricerca associata" (The Global Compact, 2004). Secondo i firmatari del rapporto, in un mondo sempre più globalizzato, interconnesso e competitivo, diventava infatti imperativo valutare i fattori ambientali, sociali e di corporate governance per consolidare i mercati finanziari e migliorare le performance aziendali, contribuendo così al progresso sostenibile della società (ibid.). Due anni più tardi, grazie al supporto delle Nazioni Unite, un gruppo internazionale di investitori istituzionali definì i Principles for Responsible Investment (PRI), un'iniziativa che, ad oggi, è una dei principali sostenitori a livello mondiale degli investimenti responsabili. Il fine principale era quello di analizzare l'impatto degli ESG sugli investimenti, fornendo supporto e linee guida a tutti i firmatari del progetto per integrare questi fattori nelle loro decisioni di investimento (PRI, 2019).

I 6 principi di riferimento dell'iniziativa possono essere sintetizzati come segue:

- 1 Integrare tematiche ESG nell'analisi e nelle decisioni di investimento.
- 2 Essere azionisti attivi e incorporare gli ESG nelle politiche e nelle pratiche di azionariato attivo.
- 3 Richiedere comunicazioni adeguate sulle tematiche ESG dagli enti in cui si investe.
- 4 Promuovere l'accettazione e l'applicazione dei Principi nel settore finanziario.
- 5 Collaborare per migliorare l'efficacia nell'applicazione dei principi.

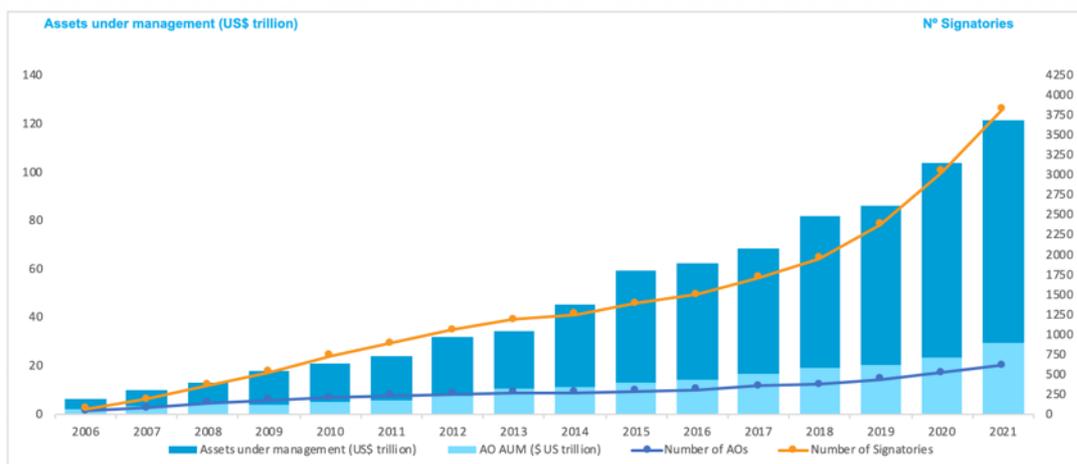
6 Comunicare attività e progressi compiuti nell'applicazione dei principi.

La figura 1 fornisce una panoramica dell'aumento esponenziale di firmatari (*Signatories*) e *Asset Owners* (Aos) del PRI dal 2006 a marzo 2021, rappresentando decine di trilioni di dollari di investimenti. Questo quadro è confermato anche dalla sesta edizione del Global Sustainable Investment Review (GSIR) pubblicata nel novembre 2023 dalla Global Sustainable Investment Alliance (GSIA) e sponsorizzata da HSBC Global Research (GSIA, 2023). La GSIR rivela che, attualmente, sono investiti globalmente 30,3 trilioni di dollari in asset sostenibili (AUM), con un aumento significativo per quanto riguarda il mercato non statunitense (Canada, Europa, Giappone, Australia e Nuova Zelanda) che ha sostenuto una crescita del 20% degli AUM rispetto al GSIR del 2020.

Il rapporto sottolinea una crescente maturità nel settore che, per contrastare le preoccupazioni legate al greenwashing, sta adottando definizioni più rigorose per identificare i fondi sostenibili. Inoltre, mostra un'attenzione maggiore degli investitori circa le attività di aziende e azionisti per promuovere un cambiamento aziendale e mitigare così i rischi di investimento legati alla sostenibilità (GSIA, 2023).

Figura 1: crescita PRI 2006 – 2021

PRI Signatory growth



Fonte: PRI, 2023

Questa prospettiva riflette la crescente consapevolezza che, in un contesto economico complesso, l'integrazione di criteri ESG nella costruzione dei propri portafogli può favorire la stabilità finanziaria e promuovere pratiche aziendali responsabili, allineandosi con gli obiettivi di sviluppo sostenibile della comunità globale.

Il modello finanziario degli investimenti ESG si è quindi ormai consolidato come modello standard su scala globale, riflettendosi nelle metriche ESG, nei rating, nelle linee guida e nei regolamenti in vigore (MacNeil, Esser, 2022). Ma il concetto di ESG, insieme ai suoi tre pilastri, non è una novità. MacNeil e Esser lo considerano come una progressione del precedente concetto di CSR e sostenibilità, mentre per Townsend (Townsend, 2022) rappresenta un sinonimo di SRI. Le tematiche legate a ESG, CSR, SRI e sostenibilità sono state oggetto di una crescente attenzione da parte di investitori, istituzioni, imprese e accademici negli ultimi anni, costituendo le basi per un cambiamento di paradigma sia dal punto di vista economico che sociale. Per comprendere appieno questa evoluzione, è essenziale definire le origini e le differenze tra i concetti menzionati.

1.1.1 Sostenibilità e Sviluppo Sostenibile

Il concetto di sostenibilità e sviluppo sostenibile è strettamente connesso al rapporto tra l'umanità e l'ambiente, oltre a essere intrinsecamente legato all'idea di progresso. Storicamente, il progresso, specialmente dal punto di vista tecnologico ed economico, ha implicato lo sfruttamento più o meno intenso delle risorse naturali e del mondo fisico (Ciani Scarnicci et al., 2015); una visione antropocentrica del mondo, come illustrato da Aristotele, ha radici profonde nell'approccio occidentale, indicando che piante e animali esistono per il beneficio stesso dell'uomo. Tuttavia, sin dalle antiche civiltà, l'utilizzo intensivo delle risorse ha generato problemi ambientali, quali deforestazione e perdita di fertilità del suolo, tematiche che oggi definiremo come aspetti chiave della sostenibilità e che erano oggetto di dibattito anche tra i filosofi dell'epoca. Secondo Mebratu (Mebratu, 1998), gli archeologi sono sempre più concordi nell'affermare che numerose società antiche, tra cui l'Impero babilonese, potrebbero essere collassate proprio a causa di questi problemi ambientali. Con l'avvento delle prime rivoluzioni industriali, questo sfruttamento ha però assunto proporzioni sempre più ampie, trasformando profondamente le strutture economico-sociali, generando disuguaglianze nella distribuzione della ricchezza e intensificando il degrado ambientale (Du Pisani, 2006). In questo contesto, il concetto di progresso si collega strettamente all'idea di sfruttamento e impoverimento delle risorse naturali. Nel 1798, l'economista Thomas Robert Malthus nel *"An essay on the principle of population as it affects the future improvement of society"* avanzò la teoria secondo la quale la crescita della popolazione tenderebbe a seguire una progressione geometrica, diversamente dalla progressione aritmetica dei mezzi di

sostentamento, prevedendo così forti criticità per la popolazione dopo il superamento di quest'ultimi; la teoria malthusiana dei "limiti ambientali" può essere vista come un predecessore dell'idea di sviluppo sostenibile (Mebratu, 1998).

Il pensiero di Malthus ha trovato poi sviluppi negli anni 50' e 60' del Novecento grazie a movimenti ambientalisti che sono poi sfociati in una serie di iniziative istituzionali. Nel 1972, il Club di Roma, un'associazione non governativa, ha riaffermato e ampliato le idee di Malthus, commissionando al MIT di Boston uno studio che stimasse l'impatto della crescita della popolazione sull'ecosistema mondiale. Risultato di questo progetto fu il report "I limiti dello sviluppo" (o rapporto Meadows) in cui si individuavano 6 possibili scenari futuri, stressando l'urgenza di un cambio di paradigma in termini di sviluppo. Nello stesso anno si tenne a Stoccolma anche la prima conferenza sull'ambiente e lo sviluppo indetta dall'ONU. La Dichiarazione di Stoccolma, composta da 26 principi, ha centrato l'attenzione sulla problematica ambientale considerata come una delle principali preoccupazioni a livello internazionale. Questo evento ha segnato l'avvio di un dialogo tra i Paesi industrializzati e in via di sviluppo riguardo al legame esistente tra crescita economica, inquinamento dell'aria, dell'acqua e degli oceani, nonché il benessere delle popolazioni mondiali. Tra i risultati più significativi della conferenza di Stoccolma figura, oltre ad un piano d'azione per l'ambiente, anche la creazione dell'UNEP, il Programma delle Nazioni Unite per l'Ambiente, rappresentando un importante passo avanti nella definizione di sviluppo sostenibile¹. È solo però nel 1987 con il rapporto Brundtland, presentato dalla Commissione Mondiale sull'Ambiente e lo Sviluppo (WCED) che si definisce definitivamente lo sviluppo sostenibile come un processo che soddisfa le necessità del presente senza compromettere quelle delle generazioni future. Il Rapporto Brundtland ha identificato la contrapposizione tra lo sviluppo economico e la salvaguardia dell'ambiente, ampliando così il concetto di sostenibilità anche alla dimensione economica e sociale oltre che ambientale (Du Pisani, 2006). Negli anni successivi, diverse conferenze internazionali sull'ambiente hanno seguito questo percorso, tra cui la celebre Conferenza sull'Ambiente e sullo Sviluppo di Rio del 1992, nota anche come "*Earth summit*" dove è stata riconosciuta l'importanza e la praticabilità di un approccio integrato nell'affrontare le problematiche economiche, sociali ed ambientali. In particolare, si è sottolineato che, per realizzare un equilibrio tra le dimensioni economica, sociale ed ambientale, è necessario adottare nuove prospettive riguardo al modo in cui

¹ <https://www.un.org/en/conferences/environment/stockholm1972>

produciamo, consumiamo, al nostro stile di vita e lavoro. Risultato di questa conferenza è anche il programma Agenda 21, un insieme di raccomandazioni con l'obiettivo di raggiungere uno sviluppo sostenibile a livello globale nel XXI secolo². Nel 2015 l'Agenda 21 è stata sostituita dall'Agenda 2030 presentata e sottoscritta dai 193 Paesi membri dell'ONU a New York. Agenda 2030 è un programma d'azione composto da 17 obiettivi sostenibili, definiti con l'acronimo di SDGs (Sustainable Development Goals), e 169 target riguardanti 5 aree critiche di interesse: People, Planet, Prosperity, Peace and Partnership³ (Figura 2).

Figura 2: 17 Sustainable Development Goals (SDGs)



Fonte: UN, Sustainable Development Goals (SDGs)

Un elemento fondamentale di questo piano è l'adozione di un approccio *bottom-up*, diverso dal precedente *top-down*, che incoraggia l'azione e l'impegno da parte di nuovi attori, partendo dal basso, tra cui imprese, città e comunità locali, seguendo il motto "*think globally, act locally*" (Moallemi et al., 2019). Anche le aziende sono quindi chiamate ad agire proattivamente, assumendo il ruolo di veri agenti di cambiamento e contribuendo così all'importante trasformazione culturale necessaria per instaurare un nuovo modello di sviluppo sostenibile.

² <https://www.un.org/en/conferences/environment/rio1992>

³ <https://sdgs.un.org/2030agenda>

1.1.2 CSR

Per delineare il rapporto tra la sostenibilità e il ruolo dell'impresa nella società dobbiamo introdurre il concetto di responsabilità sociale d'impresa CSR (o, in italiano, RSI).

La CSR venne definita dal Consiglio Europeo di Lisbona nel 2000, come "l'integrazione volontaria delle preoccupazioni sociali ed ecologiche delle imprese nelle loro operazioni commerciali e nei loro rapporti con le parti interessate"(Libro Verde, 2001).

Si presenta quindi come una condotta aziendale che, integrando volontariamente gli aspetti sociali e ambientali nello svolgimento delle proprie attività e nei rapporti con i propri stakeholder, rende l'impresa un soggetto moralmente responsabile.

Già dagli anni '30 del Novecento studiosi come Berle e Means cominciarono ad interrogarsi sulla natura delle imprese e sui doveri fiduciari dei manager, mentre è Bowen nel 1953, a dare la prima definizione di Corporate Social Responsibility. Secondo Bowen, le "*Social Responsibilities of the Businessman*" consistono nel "perseguire quelle politiche, prendere quelle decisioni o seguire quelle linee d'azione che sono auspicabili in termini di obiettivi e valori della nostra società"⁴.

La CSR, che enfatizza quindi la componente etica e sociale nell'attività economica delle imprese, ha suscitato ampi dibattiti tra economisti ed accademici nel corso dell'ultimo secolo. Le due principali linee di pensiero possono essere riassunte dalla prospettiva neoclassica di Milton Friedman, la *shareholder-based-view* e la contrapposta visione di Edward Freeman, definita come *stakeholder theory* (Mio, 2021).

La teoria di Friedman, pubblicata nel 1970 nel famoso articolo del New York Magazine dal titolo "*The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits*" sostiene che, secondo il principio del libero mercato, l'unica responsabilità dell'impresa è quella di massimizzare i profitti per i propri azionisti senza inganni o frodi, "rispettando le regole del gioco"⁵. Secondo questa visione, la CSR si presenta come "fondamentalmente sovversiva" della vera responsabilità d'impresa, sottolineando come sia invece lo Stato a dover agire per il bene della collettività.

Diversamente da Friedman, la teoria degli stakeholder elaborata da Edward Freeman nel 1984 in "*Strategic Management: A Stakeholder Approach*", sostiene che, qualunque sia l'obiettivo finale dell'azienda, i manager e gli imprenditori devono tenere conto degli

⁴ <https://www.grinnell.edu/news/president-howard-bowen-corporate-social-responsibility>

⁵ <https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html>

interessi legittimi di quei gruppi e individui che possono influenzare o essere influenzati dalle loro attività (Freeman et al., 2004). Secondo Freeman, questa teoria parte dal presupposto che i valori siano intrinsecamente legati all'attività aziendale. Inoltre, sottolinea che i manager dovrebbero essere trasparenti riguardo a come intendono condurre gli affari, delineando chiaramente le relazioni che vogliono sviluppare con i loro stakeholder per raggiungere gli obiettivi aziendali.

Da quest'ultima prospettiva è possibile individuare dei punti in comune con quello che è il concetto di sostenibilità e sviluppo sostenibile, presentato nel paragrafo precedente. Questa evoluzione è ben visibile anche nell'ultima definizione di CSR adottata dalla Commissione Europea nel 2011. Rispetto alla versione del 2001, pubblicata nel Libro Verde, il concetto di CSR incorpora aspetti multidimensionali, abbracciando pratiche legate a diritti umani, lavoro e occupazione, questioni ambientali e lotta alla corruzione. Per la Commissione, le imprese sono chiamate a integrare questioni sociali, ambientali, etiche, diritti umani e le aspettative dei consumatori nelle loro operazioni e strategie di base. L'obiettivo è la creazione di valore condiviso tra proprietari/azionisti e altri stakeholder, contribuendo simultaneamente al benessere generale della società (Commissione Europea, 2011).

Si può dunque constatare come la sostenibilità si stia gradualmente integrando alle pratiche aziendali di CSR, ricalcando il concetto di Triple Bottom Line introdotto da Elkington nel 1997, che promuove un approccio olistico capace di generare valore nel lungo termine a livello sociale, economico e ambientale per tutti gli stakeholder di riferimento.

In questo contesto, per riflettere la prospettiva di massimizzazione del valore degli stakeholder, assieme alla CSR viene utilizzato anche il termine ESG. Ma questi concetti non possono essere intercambiati (Rau, Yu, 2023). Se la CSR si riferisce al ruolo di responsabilità etica e sociale dell'impresa all'interno della società, ed è quindi una condotta guidata volontariamente dall'azienda stessa, gli ESG si riferiscono invece all'integrazione delle problematiche *environmental, social e governance* nelle decisioni degli investitori. La CSR si è evoluta proprio sulla base di un modello etico mentre gli ESG sono stati motivati dalle preoccupazioni in termini di rischio e rendimento degli investitori circa le 3 aree di riferimento.

In sintesi, pur considerando entrambi gli impatti che un'azienda ha sull'ambiente e la società, la CSR si configura un modello di business guidato dalle aziende, mentre gli ESG

si riferiscono ai criteri che gli investitori o le aziende stesse adottano per valutare, rispettivamente, i propri investimenti o per implementare la CSR (Rau, Yu, 2023). Questa differenza si riflette anche nei canali di trasmissione e nell'implementazione; l'attuazione di politiche CSR è in mano ai consigli di amministrazione ed è definita da operazioni aziendali mentre gli ESG si concentrano sull'offerta di capitale guardando agli azionisti e investitori, considerati come veri agenti di cambiamento (MacNeil, Esser, 2022). Rispetto alla rendicontazione della CSR, legata principalmente a reporting non finanziari, lo sviluppo di quadri di rendicontazione a livello globale e settoriale è allineato principalmente con i criteri ESG, rendendoli, implicitamente, il paradigma dominante (MacNeil, Esser, 2022). Infine, la CSR incorpora questioni ambientali e sociali, mentre l'ESG aggiunge anche la governance aziendale. La Figura 3 sintetizza le differenze sopra riportate.

Figura 3: Confronto tra CSR e ESG

	CSR	ESG
FOCUS	Responsabilità etica e sociale dell'impresa	Rischio e rendimento del portafoglio
CANALE DI TRASMISSIONE	Entità aziendali/societarie	Investitori istituzionali e catena di investimenti
IMPLEMENTAZIONE	Processo decisionale del CDA	Integrazione nelle decisioni di portafoglio
METRICHE	Nessuna	Molteplici, con portata ed effetti legali diversi
REPORTING	Reporting non finanziario	Principalmente attraverso 5 framework di sostenibilità (CDP, CDSB, GRI, IIRC, SASB)

Fonte: Adattamento da MacNeil, Esser 2022

1.1.3 SRI

Proseguiamo ora l'analisi della relazione tra sostenibilità e impresa, focalizzandoci principalmente sulle dinamiche degli investimenti.

Con il termine SRI, storicamente acronimo di "*Socially Responsible Investing*", indichiamo un approccio agli investimenti che tiene conto non solo del rendimento finanziario, ma anche degli impatti sociali e ambientali delle aziende in cui si investe. Gli investitori che adottano l'approccio SRI cercano infatti di favorire aziende etiche e sostenibili, evitando

quelle coinvolte in pratiche dannose per l'ambiente o la società. L'obiettivo è raggiungere un equilibrio tra rendimento finanziario e responsabilità sociale e ambientale.

In passato, le decisioni di investimento venivano tradizionalmente valutate sulla base dei rendimenti finanziari e del rischio ma già a partire del XIX secolo ebbero inizio le prime forme organizzate di investimento etico quando alcune istituzioni religiose iniziarono una battaglia contro alcol, tabacco e gioco d'azzardo. Nacque così il Pioneer Fund, il primo fondo americano i cui investimenti escludevano proprio le aziende impegnate in alcolici e tabacco. Negli anni '60 e '70 grandi dibattiti sociali su temi come la guerra in Vietnam, l'uguaglianza tra le razze, l'Apartheid, i diritti delle donne e l'ambiente, cominciarono a creare una maggiore consapevolezza circa gli investimenti socialmente responsabili, creando pressioni sociali nei confronti di aziende e manager (Townsend, 2022).

Il nuovo approccio degli investimenti sostenibili si scontrava però con l'opposizione di alcuni eminenti studiosi dell'epoca, tra cui Milton Friedman, già menzionato, e Harry Markowitz, un economista americano noto per la teoria della diversificazione del portafoglio finanziario. Quest'ultimo sottolineava come la diversificazione permettesse allo stesso portafoglio di avere lo stesso ritorno atteso con minore rischio. Markowitz riteneva che limitare la gamma di scelte di investimento, come proposto dai sostenitori degli investimenti responsabili, costituisse una delle pratiche più sbagliate nel contesto finanziario (ibid.). Il metodo più utilizzato per gli investimenti socialmente responsabili (SRI) era infatti noto come "*negative screening*" e consisteva nell'evitare di investire in determinate categorie ritenute non conformi a specifici valori.

Ma l'evoluzione nel dibattito sui doveri fiduciari ha consentito un significativo sviluppo degli SRI e delle strategie di implementazione. L'equilibrio tra la sostenibilità e i doveri fiduciari è stato affrontato dall'UNEP, il Programma Ambientale delle Nazioni Unite, che, nel 2005, ha incaricato lo studio legale londinese Freshfields Bruckhaus Deringer di redigere una relazione che permettesse di rispondere alla questione. Risultato del rapporto Freshfields fu che non solo l'integrazione delle considerazioni ESG era coerente con il dovere fiduciario, ma che ignorare questi rischi a lungo termine poteva, di fatto, costituire una violazione di tale dovere (Freshfields Bruckhaus Deringer, 2005).

Negli anni il termine SRI è sempre stato ricco di nomenclatura con sinonimi quali: "*ethical investing*", "*triple-bottom-line investing*", "*social investing*", e ora, grazie ai recenti sviluppi, è affiancato anche da "*environmental, social, and governance investing (ESG)*" (Figura 4).

Figura 4: Altri termini di SRI



Fonte: US SIF Foundation, 2014

Ad oggi l'SRI può essere quindi descritto come investimento sostenibile, responsabile e d'impatto, giustificando le definizioni più moderne che lo indicano come acronimo di *"Sustainable, Responsible and Impact Investing"* (Jonwall, Gupta et al., 2022).

Secondo lo US SIF, il Sustainable Investment Forum statunitense, l'SRI "considera i criteri ambientali, sociali e di corporate governance (ESG) per generare rendimenti finanziari competitivi a lungo termine e un impatto sociale positivo."⁶ Anche la sua controparte europea, l'EUROSIF, nel 2016, indica l'investimento sostenibile e responsabile (SRI) come "un approccio di investimento orientato al lungo termine che integra i fattori ESG nella ricerca, nell'analisi e nel processo di selezione dei titoli all'interno di un portafoglio di investimento. Combina l'analisi fondamentale e l'impegno con una valutazione dei fattori ESG al fine di catturare meglio i rendimenti a lungo termine per gli investitori e di dar beneficio alla società influenzando il comportamento delle aziende"⁷. Entrambe le definizioni riportate evidenziano l'evoluzione del concetto di SRI reso possibile proprio dall'integrazione ESG nelle decisioni di investimento. In sintesi, l'ESG è uno dei metodi per mettere in pratica l'SRI moderna (Jonwall, Gupta et al., 2022).

⁶ <https://www.cpg.org/globalassets/documents/publications/aboutus-insightsideas-dc-sri-presentation-sept-2019.pdf>

⁷ <https://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2021/10/European-SRI-2018-Study.pdf>

L'analisi ESG ha quindi introdotto una prospettiva più avanzata nell'ambito degli investimenti responsabili, andando oltre il *negative screening* e la concezione tradizionale di SRI. Questo approccio consente di valutare la materialità di dati non convenzionali per identificare le aziende meglio posizionate, permettendo così di affrontare sfide come la diminuzione delle risorse naturali, normative più stringenti e i cambiamenti climatici. (Townsend, 2022).

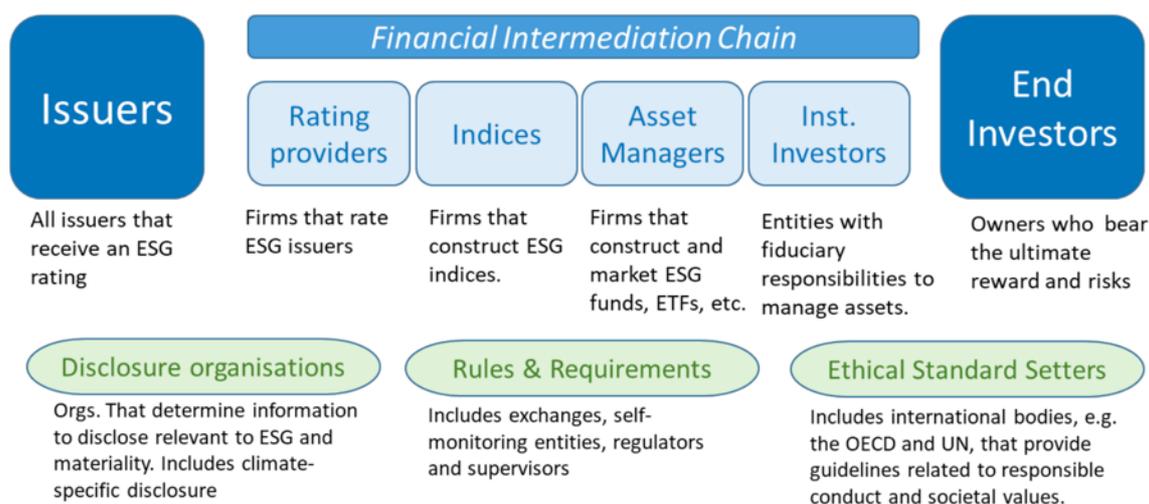
1.2 L'ecosistema ESG

Dopo aver tracciato il percorso storico che ha condotto allo sviluppo degli ESG e discusso le analogie e le differenze con i concetti chiave di CSR e SRI, procederemo ora ad approfondire il contesto dei criteri ESG, analizzando gli utilizzatori, gli standard e le questioni correlate.

Nei paragrafi precedenti i criteri ESG sono emersi come strumenti efficaci per acquisire informazioni extra-finanziarie e per valutare e misurare le attività ambientali, sociali e di governance di un'organizzazione. In particolare, questi criteri si concretizzano in un insieme di standard operativi che, da un lato, guidano le operazioni di un'azienda per garantire il conseguimento di obiettivi CSR e di sostenibilità e, dall'altro, permettono agli investitori di valutare e orientare le loro decisioni di investimento nell'ambito di una prospettiva SRI avanzata.

Negli ultimi anni diversi fattori hanno contribuito alla crescita dei criteri e degli investimenti ESG. In primo luogo, studi recenti suggeriscono che gli investimenti ESG, in determinate circostanze, possono contribuire a migliorare la gestione del rischio e a ottenere rendimenti non inferiori a quelli degli investimenti finanziari tradizionali. In secondo luogo, la crescente attenzione e consapevolezza della società sugli impatti delle attività aziendali a livello ambientale e sociale, indica che i valori stessi dei consumatori stanno cambiando, incoraggiando le aziende ad assumere un ruolo più etico e responsabile. Ciò ha portato ad una maggiore richiesta di rendicontazione su questioni legate a buone pratiche e standard che non si concentrano solo sui rendimenti finanziari a breve termine, ma che contribuiscono al valore a lungo termine, ad esempio, rafforzando la reputazione e la fedeltà al marchio. Infine, gli investitori ESG, attraverso l'investimento responsabile, stanno esortando ad adottare una prospettiva più sostenibile, che possa sia migliorare la sostenibilità dei rendimenti a lungo termine, gestendo il rischio, sia allinearsi meglio ai valori sociali (Boffo, Patalano, 2020).

Figura 5: Ecosistema finanziario ESG.



Fonte: Boffo e Patalano, 2020

Per poter comprendere al meglio la rilevanza degli approcci e delle metodologie ESG può essere utile presentare i soggetti coinvolti in questo ecosistema. La figura 5 mostra l'ecosistema finanziario ESG che individua, alle estremità del grafico, coloro che divulgano e utilizzano le informazioni relative ai 3 pilastri: gli emittenti e gli investitori. Tra questi è presente una lunga rete di intermediari finanziari che fornisce informazioni prospettiche agli investitori finali. Questo approccio ha il fine di migliorare l'allocazione strategica degli asset, contribuendo a creare valore a lungo termine e promuovendo una condotta aziendale responsabile da parte degli emittenti (ibid.).

Entrando più in dettaglio, gli emittenti finanziari sono tutti coloro, dagli enti sovrani alle PMI, che forniscono informazioni in materia ambientale, sociale e di governance su richiesta degli investitori, dei fornitori di rating ESG, delle agenzie di rating del credito e di altri stakeholder motivati come, ad esempio, le ONG.

Queste informazioni vengono quindi utilizzate dalla rete di intermediari che si compone di:

- Rating providers, come MSCI, Sustainalytics, Bloomberg, Thomson Reuters ma anche Moody's, S&P e Fitch, società che si occupano di raccogliere e analizzare i dati e le informazioni fornite dagli emittenti contribuendo a determinare i punteggi ESG;
- Index provider, ovvero società che progettano e calcolano gli indici poi utilizzati come benchmark dagli investitori;

- Altri utilizzatori, come gestori patrimoniali, investitori istituzionali e autorità pubbliche, che incorporano i punteggi ESG nella loro valutazione complessiva. In particolare, le istituzioni del settore pubblico, tra cui banche centrali ed emittenti di debito pubblico, stanno sempre più riconoscendo l'importanza e la necessità dell'integrazione ESG. Questi attori mirano a garantire la sostenibilità finanziaria a lungo termine dei loro portafogli, valutando i rischi associati alla transizione climatica e l'impatto sul mercato dovuto al cambiamento degli investimenti verso industrie a minor impatto di carbonio.

A completare questo ecosistema troviamo le organizzazioni che contribuiscono a definire i framework di rendicontazione non finanziaria, così come coloro che offrono linee guida e fanno attività di auditing e controllo.

1.2.1 Il ruolo delle aziende e degli investitori

In questo paragrafo ci soffermeremo soprattutto sul ruolo delle aziende e degli investitori, indagando i driver e le motivazioni dietro l'adozione di criteri ESG.

Come menzionato nelle sezioni precedenti, il passaggio dal modello shareholder a quello stakeholder ha messo in discussione l'idea che l'azienda debba rispondere solamente alle necessità degli azionisti. La crescente attenzione verso le esigenze degli altri stakeholder ha favorito così lo sviluppo della responsabilità sociale d'impresa da parte delle aziende, portandole ad avere un maggiore interesse per le questioni legate alle buone pratiche e agli standard che contribuiscono a creare valore a lungo termine. Sempre più imprese stanno quindi adottando modelli di Responsabilità Sociale, interessandosi attivamente nella gestione delle problematiche ESG e comunicando il loro impegno attraverso rapporti annuali dedicati alla sostenibilità.

In questa sezione, esamineremo le motivazioni principali che spingono le imprese a implementare gli ESG. In particolare, queste possono essere sintetizzate in 3 livelli differenti: a livello di Paese, all'interno del Paese, a livello di azienda (Rau, Yu, 2023).

Gli studiosi affermano che le caratteristiche a livello nazionale possono essere fattori significativi che influenzano le pratiche e le performance ESG delle imprese. Sono soprattutto lo sviluppo economico, la cultura e le istituzioni ad orientare questo aspetto. A conferma di ciò, è emerso che le valutazioni della CSR delle imprese dei Paesi con un reddito pro capite più elevato, culture più indipendenti, leggi che promuovono la concorrenza e con forti libertà civili e diritti politici, sono più elevate. Secondo altri

ricercatori anche le caratteristiche legali di un Paese svolgono un ruolo significativo per spiegare le attività ESG delle imprese e i loro rating CSR. Si è rilevato, infatti, che le aziende situate in Paesi che adottano un sistema legale di *civil law*, derivato dal diritto romano e caratterizzato da leggi che limitano preventivamente determinati comportamenti aziendali, dimostrano un livello superiore di Corporate Social Responsibility e sono più reattive a scandali sociali e ambientali, rispetto a quelle collocate in paesi con un sistema di *common law* (Rau, Yu, 2023). Oltre a differenze tra Paesi, si possono riscontrare diversi livelli di CSR anche all'interno di una stessa nazione. In particolare, l'appartenenza a determinati partiti politici e il capitale sociale della regione in cui è situata l'impresa, possono influenzare le sue politiche e le performance legate ai criteri ESG. Gli individui che vivono in regioni con un alto capitale sociale sono infatti più inclini all'altruismo e meno orientati verso interessi egoistici. Infine, a livello aziendale, la CSR è guidata dalle caratteristiche dei top executive che influenzano le operazioni e le pratiche aziendali. Questi possono essere sollecitati a mettere in atto comportamenti pro-sociali e ambientali per un altruismo intrinseco che li spinge a far del bene oppure dalla consapevolezza di un ritorno in termini di reputazione professionale e immagine pubblica (ibid.).

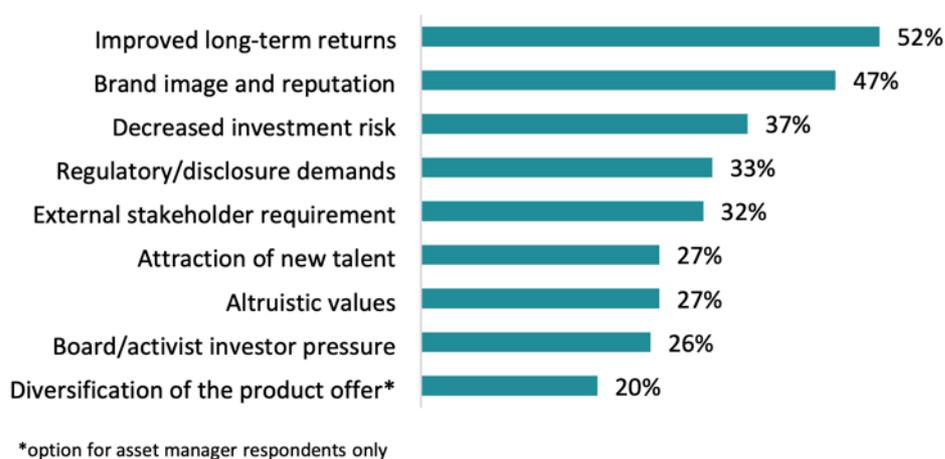
Secondo la letteratura ci possono essere altre motivazioni alla base dell'adozione di pratiche CSR e ESG, come afferma la teoria della legittimità per cui le aziende adottano diverse strategie di divulgazione sociale per mantenere un contratto sociale che garantisca la loro sopravvivenza e legittimi la loro esistenza futura; l'obiettivo è quindi garantire che le loro azioni siano viste come legittime e consone alle aspettative sociali. Ciò accade, per esempio, in tutte quelle aziende più grandi, sottoposte ad un maggior controllo da parte dell'opinione pubblica oppure in quelle che operano in settori sensibili dal punto di vista ambientale e sociale (Garcia E.R.M et al., 2020). Con il termine "industria sensibile" o controversa, si indica quel gruppo di industrie come il tabacco, il gioco d'azzardo, l'alcol nonché quelle coinvolte in questioni ambientali, sociali o etiche, come le armi, il nucleare e il petrolio. Studi dimostrano come queste aziende tendano a divulgare la performance ESG per proteggere la propria reputazione e spesso presentano prestazioni ambientali superiori. Tuttavia, resta aperta la questione se le imprese nei settori sensibili possano effettivamente adottare politiche socialmente responsabili (ibid.). Oltre alla reputazione e alla legittimità ad operare, adottare pratiche CSR e ESG permette alle imprese di accedere più facilmente a fonti di finanziamento (Rau, Yu, 2023). Questo accade principalmente grazie al maggiore coinvolgimento degli stakeholder. Il

ricorso agli ESG e alla CSR limita i comportamenti miopi dei dirigenti e riduce di conseguenza i costi di agenzia. Infatti, le imprese con performance superiori in ambito ESG/CSR sono più propense a comunicare in modo trasparente il loro impegno, riducendo l'asimmetria informativa e aumentando la trasparenza delle informazioni non finanziarie (teoria dell'agenzia). Di conseguenza si potrà osservare una riduzione del costo del capitale e una minore probabilità di essere oggetto di indagine da parte degli organismi di controllo.

Oltre alle aziende, in questa sezione ci soffermeremo anche sul ruolo degli investitori, le loro motivazioni e i benefici che ne derivano. Gli investitori possono essere distinti in due categorie: gli investitori finali, ovvero coloro che si assumono il rischio e la ricompensa finale, e gli investitori istituzionali/ professionali come i fondi comuni di investimento, i fondi pensione, gli hedge fund e le compagnie di assicurazione che investono il capitale per conto dei loro beneficiari finali o dei singoli clienti (Boffo, Patalano, 2020). I primi sono spinti ad investire in ESG perché ad esempio, manifestano preferenze pro-sociali, credendo che le imprese debbano occuparsi non solo di realizzare profitti, ma anche di questioni sociali e ambientali. In questo caso, alcune teorie sono concordi nell'affermare che la preoccupazione per l'immagine di sé e l'identificazione sociale siano criteri rilevanti nelle decisioni di investimento. Altri possono apprezzare gli sforzi delle imprese non tanto perché si interessano intrinsecamente alla società o all'ambiente, ma perché credono che le aziende possano massimizzare i profitti "facendo del bene". Inoltre, alcuni investitori potrebbero non considerare rilevante il fatto che le aziende adottino pratiche socialmente e ambientalmente responsabili ma decidono di investire perché le imprese sostenibili presentano performance migliori (o non peggiori) rispetto a quelle non SRI (Rau, Yu, 2023). Gli investitori istituzionali, d'altra parte, sono motivati da ragioni finanziarie. La richiesta di investimenti sostenibili sta incoraggiando gli istituti ad incorporare le tematiche ESG nella selezione e nella gestione dei loro portafogli. In secondo luogo, gli investitori istituzionali potrebbero considerare gli ESG come uno strumento di gestione del rischio, specialmente da quando i rischi climatici e normativi hanno iniziato a manifestarsi e ad impattare i loro rendimenti. In questo caso, considerano le informazioni ESG materiali e quindi rilevanti per la performance degli investimenti; le informazioni rilevanti variano però, sistematicamente, a seconda dei Paesi, dei settori e persino dalle strategie aziendali (Amel-Zadeh e Serafeim, 2018). Queste motivazioni sono presentate anche dalle recenti indagini riportate nel rapporto dell'OECD *“ESG Investing: Practices,*

Progress and Challenges” che evidenzia la diversità degli interessi nell'utilizzo dell'ESG, spaziando tra considerazioni sociali e finanziarie. Gli investitori istituzionali, infatti, utilizzano gli ESG per competere sul miglioramento dei rendimenti e sulla gestione del rischio, come messo in luce da uno studio di Morgan Stanley su 120 investitori istituzionali. Anche BNP rileva questo aspetto, seguito dal fine di migliorare la reputazione aziendale, mentre è meno del 30% chi lo fa per valori altruistici (Figura 6). Invece, per quanto riguarda gli investitori finali, le tendenze indicano che questi sono guidati principalmente dalla volontà di riallineare la finanza globale verso la sostenibilità, più che dalla ricerca di rendimenti finanziari o riduzione dei rischi (Boffo, Patalano, 2020).

Figura 6: BNP - Driver dell'integrazione ESG.



Fonte: Boffo e Patalano, 2020

1.2.2. Rating e indici ESG

Una delle principali modalità con cui gli investitori e gli altri attori dell'ecosistema finanziario utilizzano le informazioni ESG, è attraverso i rating che forniscono una panoramica della performance ambientale, sociale e di governance di un'azienda. Questi rating sono emersi già all'inizio degli anni '80 e si sono sviluppati grazie ad un numero crescente di società di analisi, tra cui fornitori di indici e agenzie di rating che hanno contribuito a sviluppare questo segmento di mercato attraverso lo *scoring* (punteggi) e lo sviluppo di indici ESG. Alcuni rating si basano esclusivamente su informazioni extra-finanziarie, mentre altri combinano dati finanziari ed extra-finanziari per valutare il valore e la sostenibilità a lungo termine. Per definire gli *score* utilizzano una grande quantità di informazioni ottenute dalle aziende stesse attraverso, per esempio, report di sostenibilità, comunicati stampa e questionari specifici (Escrig-Olmedo et al., 2019).

In particolare, si possono identificare due principali tipologie di punteggio ESG: un punteggio di divulgazione ESG, che si concentra sul modo in cui l'azienda riporta le informazioni sulla sostenibilità e un punteggio di gestione del rischio ESG, che cerca invece di valutare i principali rischi che l'azienda dovrà affrontare (Boffo, Patalano, 2020). I rating differiscono tra loro a seconda del fornitore che adotta metodologie diverse; ad oggi i fornitori di dati ESG più importanti includono Bloomberg e Morningstar e società più focalizzate su servizi finanziari come MSCI, Refinitiv, S&P Global, Sustainalytics (Rau, Yu, 2023).

Figura 7: Criteri ESG – MSCI e Bloomberg.

Pillar	MSCI	Bloomberg
Environmental	Climate Change	Carbon Emissions
	Natural resources	Climate change effects
	Pollution & waste	Pollution
	Environmental opportunities	Waste disposal
		Renewable energy
		Resource depletion
Social	Human capital	Supply chain
	Product liability	Discrimination
	Stakeholder opposition	Political contributions
	Social opportunities	Diversity
		Human rights
		Community relations
Governance	Corporate governance	Cumulative voting
	Corporate behaviour	Executive compensation
		Shareholders' rights
		Takeover defence
		Staggered boards
		Independent directors
Key metrics and submetrics	34	>120

Fonte: Adattamento da Boffo e Patalano, 2020.

Ad esempio, il database MSCI ESG vuole misurare la resilienza di una società ai rischi ESG a lungo termine, identificando i temi chiave che coprono le tre aree di riferimento; Bloomberg si concentra soprattutto sulla valutazione ESG legata alla divulgazione ESG da parte delle aziende mentre Sustainalytics misura l'esposizione di una società ai rischi ESG materiali, specifici del settore, e il livello di gestione di tali rischi. In ogni caso, nonostante le differenze, il processo di rating si può sintetizzare in questo modo: i fornitori classificano diversi aspetti della sostenibilità delle aziende valutate definendo un punteggio ESG complessivo, determinato dalla media ponderata dei punteggi dei 3 sotto-

pilastri E, S e G. Alcune categorie sono comunemente considerate da tutti, come biodiversità, energia, salute e sicurezza, pratiche di lavoro, sicurezza dei prodotti, remunerazione, catena di approvvigionamento e utilizzo dell'acqua.

La figura 7 mostra le metriche che compongono i 3 pilastri secondo Bloomberg e MSCI. Il pilastro ambientale, ad esempio, misura l'impegno aziendale nella riduzione delle emissioni di carbonio, nell'utilizzo di risorse naturali come l'acqua, nella gestione dei rifiuti prodotti dal processo produttivo e nelle iniziative di sostenibilità. Il pilastro sociale include invece questioni relative ai dipendenti e alle relazioni con questi (standard di lavoro, salute, diversità, formazione) così come questioni sociali più ampie come i diritti umani, la privacy dei dati e l'impegno per la comunità. Infine, il pilastro di governance riguarda gli standard per la gestione di un'azienda: dalla composizione del consiglio di amministrazione alla prevenzione della corruzione, passando per le politiche di remunerazione dei dirigenti e le attività di lobbying (Billio et al., 2021).

1.2.3 Problematiche dei dati ESG

Mentre gli strumenti ESG stanno migliorando e diventando sempre più trasparenti, lo *scoring* rimane però in uno stato di transizione, con alcuni fornitori di rating che stanno ancora perfezionando la loro metodologia attraverso l'inclusione di fattori come la materialità. L'importante evoluzione del settore ESG ha infatti portato agenzie di rating e fornitori di indici ad integrare nuovi criteri nei loro modelli, rendendo il processo di valutazione ancora più complesso (Billio et al., 2021). In particolare, sono emerse due principali problematiche che mettono in discussione l'intero ecosistema: la qualità dei dati ESG e le divergenze tra i rating (Rau, Yu, 2023). L'incremento della domanda di dati ESG ha spinto infatti numerose aziende a pubblicare annualmente report di CSR e sostenibilità. Se da un lato questo ha migliorato la disponibilità e la quantità di dati ESG, dall'altro ha sollevato dubbi sulla qualità e l'affidabilità di tali informazioni. Alcune metriche, specialmente quelle legate all'ambiente, possono essere soggette a "*greenwashing*" e pratiche scorrette, mentre gli indicatori utilizzati, spesso mancano di comparabilità tra diverse aziende, complicando il processo di analisi nel suo complesso (ibid.).

Analizzando invece le divergenze, abbiamo già menzionato come le agenzie di rating adottino metodologie differenti. In particolare, la mancanza di metriche comuni tra le agenzie di rating nella definizione di ESG (caratteristiche, attributi e standard) e

l'eterogeneità dei giudizi possono portare le agenzie ad assegnare rating anche opposti a una determinata società. Una delle differenze può essere rappresentata dalle fonti dei dati; queste sono di norma le informazioni disponibili al pubblico, come le relazioni delle società e i siti web. Tuttavia, alcune agenzie di rating considerano anche le relazioni di NGO e news che non dipendono dall'azienda stessa, come, ad esempio, Sustainalytics e MSCI. Inoltre, anche il numero di indicatori ESG cambia tra i diversi valutatori. MSCI e FTSE Russell rappresentano i casi estremi, poiché valutano rispettivamente 37 e 300 criteri ESG. Infine, la difficoltà di giungere a una definizione generale di materialità, può generare ulteriori divergenze nel rating complessivo. Le principali agenzie di rating ESG hanno sviluppato una definizione propria di materialità, di conseguenza, le procedure di ponderazione variano notevolmente (Billio et al., 2021). Ancora, secondo il rapporto dell'OECD (2020), le disparità nei punteggi ESG possono derivare anche dai quadri di riferimento (framework), dalle metodologie di utilizzo dei dati e dai giudizi qualitativi. Questi aspetti sono stati riscontrati anche dallo studio di Berg, Kolbel e Rigobon (2022) che scompongono la divergenza negli elementi di: *scope*, *weight* e *measurement*. L'ambito e il peso riflettono ciò che un rating ESG intende misurare, mentre la misurazione riflette il modo in cui viene misurato. In particolare, la "divergenza di ambito" si verifica quando i rating si basano su insiemi differenti di criteri: un'agenzia di rating potrebbe includere le attività di lobbying, mentre un'altra potrebbe escluderle, generando una disparità tra i due punteggi. La "divergenza di peso" emerge quando le agenzie di rating attribuiscono rilevanza diversa agli attributi, è quindi legata al fattore della materialità. Infine, la "divergenza di misurazione" si manifesta quando le agenzie di rating valutano lo stesso attributo utilizzando indicatori differenti: le pratiche lavorative di un'azienda potrebbero, ad esempio, essere valutate in base al turnover della forza lavoro o al numero di cause giudiziarie intentate contro l'azienda. La misurazione, secondo questo studio, è il principale fattore di divergenza dei rating ESG. Un'ultima problematica documentata è legata al giudizio dei valutatori e analisti delle agenzie di rating. Berg, Kolbel e Rigobon (2022) hanno riscontrato infatti un effetto alone (*halo effect*) che hanno denominato "*rater effect*". L'effetto alone, è un bias cognitivo ampiamente analizzato negli studi di sociologia e psicologia, per cui un individuo ha la tendenza a generalizzare gli attributi degli altri, sulla base di un pregiudizio comune e sulla prima impressione. In questo contesto, l'effetto *rater* descrive un pregiudizio per cui le prestazioni in una categoria ESG influenzano le prestazioni percepite in altre categorie: quando un'agenzia di rating

assegna a un'azienda un buon punteggio in una categoria, tende infatti ad assegnare a quell'azienda un buon punteggio anche in altre categorie. Una possibile spiegazione è che le agenzie di rating ESG dividono il lavoro degli analisti per azienda e non per categoria. Sebbene sia positivo avere diverse metodologie, giudizi e dati per offrire agli investitori opzioni e approcci diversificati, differenze significative nei rating ESG tra i vari fornitori possono compromettere il valore dei portafogli ESG che danno maggiore peso alle aziende con un rating più elevato (Boffo, Patalano, 2020). A questo proposito, il rapporto dell'OECD continua osservando una distorsione dei rating ESG nei confronti delle PMI da parte di alcuni fornitori. Le imprese con capitalizzazione di mercato e ricavi significativamente più elevati ricevono costantemente punteggi ESG superiori rispetto a quelle con capitalizzazioni molto basse. Ci sono poi evidenze che indicano come indici e portafogli ad alto contenuto ESG possano tanto sovraperformare il mercato quanto i portafogli a basso contenuto ESG. Analizzando dati provenienti da diversi fornitori, l'OECD conclude quindi identificando una correlazione incoerente tra punteggi ESG elevati e i rendimenti.

1.3 Standard di rendicontazione ESG e evoluzione della Normativa UE

I rating ESG delle aziende, come anticipato, derivano principalmente dalle informazioni che le aziende pubblicano in sezioni apposite della rendicontazione annuale o, separatamente, nei cosiddetti report di CSR e Sostenibilità o relazioni non finanziarie. Con il termine “report di CSR/Sostenibilità” si indica, nello specifico, il processo di misurazione, divulgazione e comunicazione di informazioni su temi CSR/ESG, in cui si comprendono le attività, i rischi e le politiche di un'azienda (Christensen, Hail et al., 2021). In questo contesto, per implementare tali relazioni, le aziende fanno riferimento agli standard di rendicontazione della CSR, solitamente offerti da terzi, che regolano le modalità di rendicontazione e divulgazione delle informazioni CSR/ESG; oltre a questi, possono avvalersi anche di consulenze esterne per certificare la validità dei loro report. Tali rendicontazioni contengono, infatti, un'ampia gamma di informazioni che variano tra aziende e settori, qualitative e quantitative, e che non sempre possono essere traslate in termini monetari, rendendo difficile la misurazione e il confronto.

Uno degli aspetti principali del report di sostenibilità è la materialità delle informazioni riportate, che riguarda sia l'ampiezza di queste, sia i destinatari a cui sono rivolte. Con “approccio ristretto” o singola materialità indichiamo il reporting che si limita alle

informazioni ritenute rilevanti o significative per gli investitori nelle loro decisioni di investimento. Questo approccio ristretto copre comunque molti argomenti di CSR, ma esclude la rendicontazione delle esternalità dell'azienda (ibid.). Con esternalità si fa riferimento all'insieme di effetti e conseguenze, positive o negative, che l'attività di un'azienda esercita nei confronti dell'ecosistema esterno, senza che la stessa riceva compensi, nel caso di esternalità positive, o sostenga costi, se si tratta di esternalità negative. Il secondo approccio, più ampio, va proprio a considerare questi aspetti, e viene per questo definito "doppia materialità". Fornisce, infatti, informazioni materiali per un insieme più diversificato di stakeholder, comprendendo non solo gli investitori ma tutti coloro che possono avere interessi nei confronti dell'azienda come i consumatori, i dipendenti e le comunità locali. Il passaggio dalla materialità finanziaria alla doppia materialità richiede l'identificazione ex ante delle esternalità positive e negative delle società in termini di sviluppo sostenibile: qui le imprese riportano anche informazioni sull'impatto che hanno sull'ambiente e sulla società come le emissioni di CO₂. La doppia materialità, nello specifico, aiuta le aziende a passare da strategie basate sul breve termine verso approcci più completi che permettono di raggiungere gli ambiziosi obiettivi di sviluppo sostenibile (Pizzi, Principale et al. 2022). La differenza dei due approcci alla sostenibilità si riflette nell'adozione di determinati standard di rendicontazione.

Come accennato prima, in risposta alla sempre crescente domanda di informazioni ESG e CSR, numerose organizzazioni hanno cominciato ad offrire standard di rendicontazione per le attività ESG, con l'obiettivo di migliorare e uniformare tali pratiche. Tra gli sviluppatori e i fornitori di framework che hanno contribuito in modo sostanziale allo sviluppo di standard ESG vi sono il Sustainability Accounting Standards Board (SASB), che si concentra sulla materialità finanziaria, la Global Reporting Initiative (GRI) ispirata al principio di doppia materialità e l'International Integrated Reporting Council (IIRC). Oltre a questi, negli anni si sono sviluppati fornitori di framework specifici per i rischi climatici come la Taskforce on Climate-related Financial Disclosures (TCFD) e il Climate Disclosures Standards Board (CDSB) (Boffo e Patalano, 2020). Di recente introduzione sono invece gli International Sustainability Standards Board (ISSB) della Fondazione IFRS, con il fine di proporre un approccio più globale alla rendicontazione di sostenibilità (Christensen, Hail et al., 2021). Nonostante alcune somiglianze tra questi framework, i report non finanziari redatti volontariamente sono stati caratterizzati da un basso livello di standardizzazione dovuto appunto all'assenza di standard e quadri di riferimento

obbligatori. Per ovviare a questi problemi solo negli ultimi anni i politici hanno iniziato a regolamentare la divulgazione di informazioni non finanziarie su base obbligatoria (Pizzi, Principale et al. 2022). Molte di queste iniziative normative hanno in comune il fatto di considerare il reporting di sostenibilità come un elemento fondamentale per il raggiungimento di obiettivi più ampi in materia di clima e sostenibilità. Negli Stati Uniti, la SEC, l'ente federale che vigila i mercati di borsa, ha chiesto di fornire informazioni relative alle questioni ESG che siano rilevanti per gli investitori nelle loro decisioni di investimento e di voto mentre l'Unione Europea, a partire dal 2023, obbliga le grandi istituzioni finanziarie e le aziende a divulgare informazioni ambientali attraverso il regolamento sulla divulgazione della finanza sostenibile (SFDR) e la direttiva sulla rendicontazione della sostenibilità aziendale (CSRD, derivata dalla precedente NFRD), compreso l'allineamento con la tassonomia dell'UE e i dati relativi ai cosiddetti impatti negativi.

In questo paragrafo procederemo con la presentazione dello stato dell'arte della normativa Europea in materia di finanza sostenibile e ESG, e concluderemo con un'overview dei principali standard di rendicontazione citati.

1.3.1 Normativa UE

L'Unione Europea è uno dei contesti istituzionali che ha investito maggiormente sulla sostenibilità dal punto di vista normativo. Ad oggi l'UE, attraverso il **Green Deal europeo**, piano d'azione presentato nel 2019, mira a realizzare un'economia moderna, a basse emissioni di CO₂, efficiente sotto il profilo delle risorse e competitiva entro il 2050. Intende così dissociare la crescita economica dall'uso delle risorse e garantire che tutte le regioni e tutti i cittadini dell'Unione possano partecipare alla transizione verso un sistema economico sostenibile⁸.

Il successo di questa transizione dipende in misura considerevole dall'istituzione di un quadro europeo completo e obbligatorio per la rendicontazione non finanziaria da parte delle imprese e dalla standardizzazione delle informazioni sulla sostenibilità in tutte e tre le sue dimensioni (Odobáša, Marošević, 2023). Per incoraggiare questo aspetto, l'UE ha già compiuto un significativo passo avanti nel reporting di sostenibilità nel 2014, con l'introduzione della Direttiva 2013/34/UE sulla rendicontazione non finanziaria (**NFRD**).

⁸ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX:52021PC0189>

La direttiva NFRD ha introdotto l'obbligo per le imprese di fornire informazioni legate alle sostenibilità adottando il principio della doppia materialità, ampiamente discusso nel paragrafo precedente. Nello specifico, la direttiva si applicava agli enti di interesse pubblico di grandi dimensioni aventi in media più di 500 dipendenti, comprendendo così circa 11 700 imprese soggette agli obblighi di informativa⁹. Oltre a questa, la Commissione Europea ha cominciato ad adottare una serie di misure per coinvolgere il settore finanziario nel conseguimento degli obiettivi del Green Deal europeo, in particolare rendendo le imprese più responsabili e trasparenti per quanto riguarda il loro impatto sulle persone e sull'ambiente. In quest'ottica sono stati sviluppati il Sustainable Finance Action Plan e regolamenti fondamentali come l'EU Taxonomy e il Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR), che introducono nuovi requisiti di rendicontazione della sostenibilità. In particolare, la **Tassonomia Europea**, entrata in vigore nel 2020, svolge un ruolo cruciale nel canalizzare gli investimenti verso le attività economiche in linea con il Green Deal. Si basa, infatti, su un sistema di classificazione che stabilisce i criteri per identificare le attività economiche allineate con gli obiettivi di sostenibilità, disponendo così di definizioni comuni e chiare su ciò che costituisce un'attività sostenibile. Questo contribuisce in modo significativo ad aumentare gli investimenti sostenibili nell'UE, fornendo sicurezza agli investitori, proteggendoli dal rischio di greenwashing, supportando le imprese nel loro percorso verso una maggiore sostenibilità ambientale e riducendo la frammentazione del mercato¹⁰.

Il **Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR)**, entrato in vigore nel 2021, è invece un regolamento che ha l'obiettivo di migliorare la trasparenza delle informazioni riguardanti l'impatto ambientale, sociale e di governance dei prodotti finanziari, al fine di fornire agli investitori, sia professionali che privati, dati ESG attendibili e completi per prendere decisioni di investimento consapevoli e informate. L'SFDR introduce quindi l'obbligo, per il settore finanziario, di pubblicare informazioni trasparenti sui servizi finanziari e finanziamenti sostenibili (Odobáša, Marošević, 2023). Lo sviluppo di questi strumenti ha reso però necessaria la revisione del NFRD, considerato ormai inadeguato e non più coerente rispetto al quadro più ampio in materia di finanza sostenibile andatosi a definire (Commissione Europea, 2021).

⁹ https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/company-reporting-and-auditing/company-reporting/corporate-sustainability-reporting_en

¹⁰ https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/tools-and-standards/eu-taxonomy-sustainable-activities_en

Nell'aprile 2021, la Commissione Europea ha quindi presentato una nuova direttiva sul reporting di sostenibilità aziendale (**CSRD**). Rispetto agli obblighi di informativa sulla sostenibilità della direttiva NFDR, la CSRD ha un approccio più standardizzato ed estende la portata di tali obblighi ad altre imprese, comprendendo tutte le imprese di grandi dimensioni e le imprese quotate (anche le PMI) (ibid.). La Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) richiede alle organizzazioni di fornire una vasta gamma di informazioni sulla sostenibilità, seguendo i nuovi standard europei di reporting sostenibile (ESRS) elaborati dall'EFRAG. Impone quindi di comunicare una serie di informazioni cruciali, tra cui il modello di business, le opportunità e i rischi, oltre agli obiettivi di sostenibilità e il loro stato di avanzamento, nonché la struttura della governance aziendale. Le aziende devono anche divulgare i meccanismi di incentivazione legati alle questioni di sostenibilità, le politiche adottate, le procedure di due diligence e le azioni per prevenire, mitigare e correggere gli impatti negativi. L'applicazione dei nuovi standard comporta un processo graduale suddiviso in varie fasi. A partire da gennaio 2024, tali standard saranno implementati solo per le aziende già soggette alla NFDR, con i relativi report che saranno pubblicati nel 2025. Successivamente, da gennaio 2025, l'obbligo verrà esteso alle grandi società non quotate. A partire da gennaio 2026, invece, sarà il turno delle PMI quotate e degli istituti di credito di piccole dimensioni, di conformarsi. Infine, da gennaio 2028, saranno applicati anche alle società provenienti da Paesi terzi con filiali/controllate. Rispetto alla NFRD, la CSRD ha quindi portato ad un aumento significativo del numero di aziende che dovranno pubblicare report di sostenibilità, da 11.700 a circa 49.000 aziende (Fasan, 2024).

1.3.2 Standard di rendicontazione

Come precedentemente citato, i criteri di materialità rappresentano un elemento chiave nella distinzione degli standard di rendicontazione. Nella seguente esposizione, saranno presentati in ordine crescente di rilevanza, partendo da quelli orientati ai singoli finanziatori e procedendo verso quelli concepiti per soddisfare le esigenze di tutti gli stakeholder interessati. In questo contesto, si presentano quindi gli standard del **Sustainability Accounting Standards Board (SASB)**, un'organizzazione no-profit fondata nel 2011 per stabilire un quadro coerente per la rendicontazione delle aziende sui temi legati alla sostenibilità. In particolare, il SASB ha sviluppato una serie di standard specifici per il settore, *industry-based*, basati su metriche che permettono di fornire alle

imprese un'informativa sui rischi e le opportunità ESG che più probabilmente influiscono sui flussi di cassa, sull'accesso ai finanziamenti o sul costo del capitale nel breve, medio o lungo periodo; l'approccio del SASB è quindi incentrato sulla materialità finanziaria, sviluppando standard di divulgazione specifici per il settore su argomenti ambientali, sociali e di governance finanziariamente rilevanti. Nello specifico, gli standard SASB sono sviluppati utilizzando un processo basato sull'evidenza e sul mercato, simile a quello utilizzato per lo sviluppo dei principi contabili finanziari¹¹: il personale tecnico ha condotto ricerche, si è confrontato con professionisti aziendali, investitori ed esperti in materia e ha monitorato le questioni di sostenibilità esistenti, in evoluzione ed emergenti identificando così gli aspetti ESG più rilevanti per il processo decisionale degli investitori in 77 settori. Per poter individuare questi standard, il SASB ha introdotto due strumenti: una mappa, definita Mappa di Materialità, che individua cinque dimensioni (Ambiente, Capitale sociale, Capitale umano, Business model & Innovation, Leadership & Governance) a loro volta suddivise in 77 sottosectori, e il Materiality Finder che consente di raggruppare le aziende in base ai rischi e alle opportunità comuni per migliorare la comparabilità ai fini del processo decisionale degli investitori.¹²

Nel novembre 2020 il Sustainability Accounting Standards Board (SASB) e l'International Integrated Reporting Council (IIRC) hanno annunciato l'intenzione di fondersi nella Value Reporting Foundation (VRF), segnando un significativo progresso verso la semplificazione. L'International **Integrated Reporting Council (IIRC)** è infatti un'organizzazione internazionale che riunisce regolatori, investitori, aziende, enti normativi, professionisti contabili e organizzazioni non governative (ONG) con l'obiettivo far progredire il tradizionale reporting aziendale, integrando la creazione di valore dell'azienda nel breve, medio e lungo periodo. In particolare, il report integrato (IR) si propone di delineare come un'organizzazione interagisce con il suo ecosistema e quali risorse, o "capitali", utilizza per generare valore. Per fare ciò stabilisce i requisiti, i principi e i parametri per costruire un quadro di riferimento che si estende al di là dei soli aspetti economici e finanziari, includendo anche quelli sociali, ambientali e di governance. Tra i principi guida si possono riscontrare le "relazioni con gli stakeholder", per cui il report deve avere informazioni dettagliate sulla natura e sulla qualità delle relazioni

¹¹ <https://sasb.org/standards/process/>

¹² <https://sasb.org/standards/materiality-finder/>

dell'organizzazione con i propri stakeholder e la “Materialità”, ovvero gli aspetti che influiscono in modo significativo sulla capacità dell'organizzazione di creare valore.¹³

La **Value Reporting Foundation**, offre così una serie di risorse, l'Integrated Reporting Framework e gli Standard SASB, progettate proprio per aiutare le aziende e gli investitori a sviluppare una comprensione condivisa del valore d'impresa. Più di recente, il VRF si è fuso con l'**International Financial Reporting Standards Foundation (IFRS)**, un'organizzazione senza scopo di lucro istituita per sviluppare standard contabili e di divulgazione della sostenibilità che possano garantire un reporting trasparente e attuabile, oltre che accettato a livello globale¹⁴. La IFRS Foundation, e più in particolare, l'International Sustainability Standards Board (ISSB), l'organismo indipendente all'interno dell'IFRS, adotta iniziative di rendicontazione sulla sostenibilità materiali per gli investitori, tra cui: gli Standard SASB, le raccomandazioni della (TCFD), il quadro di rendicontazione integrata (IR) e il quadro di riferimento del Climate Disclosure Standards Board (CDSB) (Giner, Luche-Vilchez, 2022).

Tra questi, individuiamo nel **TCFD** la **Task Force for Climate-related Financial Disclosures**, un'organizzazione fondata nel 2015 dal Financial Stability Board (FSB) che ha elaborato una serie di 11 raccomandazioni volontarie articolate in quattro aree tematiche, governance, strategia, gestione dei rischi, metriche e target, per rendicontare i rischi legati al cambiamento climatico¹⁵. Con **CDP**, invece, si fa riferimento al **Climate Disclosure Standards Board**, anche questa un'organizzazione benefica senza scopo di lucro che gestisce il sistema di divulgazione globale per gli investitori, le aziende, le città, gli Stati e le regioni, focalizzata sull'impatto ambientale¹⁶.

Tra i principi IFRS redatti dall'ISSB sono da menzionare gli IFRS 1 e IFRS2 emessi nel giugno 2023 e considerati come un'evoluzione degli standard SASB. L'IFRS 1 fa riferimento ai requisiti generali per la divulgazione di informazioni finanziarie relative alla sostenibilità, come l'obbligo di divulgare informazioni sulla governance, la strategia, la gestione del rischio, le metriche e gli obiettivi; il fine è di individuare i rischi e le opportunità che gli utenti dei report finanziari possono ritenere utili per i propri

¹³ <http://integratedreporting.ifrs.org/wp-content/uploads/2015/03/13-12-08-THE-INTERNATIONAL-IR-FRAMEWORK>

¹⁴ <https://www.ifrs.org>

¹⁵ <https://www.fsb-tcfd.org/about/>

¹⁶ <https://www.cdp.net/en>

investimenti. L'IFRS 2, più specifico, è relativo all'informativa sul clima e richiama le raccomandazioni della TCFD e del CDP¹⁷.

Nel contesto di approcci orientati verso una doppia materialità, emerge invece la **Global Reporting Initiative (GRI)**, fondata nel 1997 come un'organizzazione internazionale indipendente. La missione della GRI è quella di sviluppare standard di rendicontazione per le aziende e altre organizzazioni al fine di dotarle degli strumenti necessari per comunicare e, conseguentemente, assumersi la responsabilità dei propri impatti. Da quando sono stati sviluppati, inizialmente come linee guida, gli standard GRI (pubblicati nel 2016) sono diventati il quadro di riferimento più completo e ampiamente utilizzato, con oltre 10.000 utenti in tutto il mondo¹⁸. Questi standard sono organizzati con un sistema modulare di norme interconnesse che distinguono chiaramente i requisiti (utilizzando il termine "*shall- deve*"), le raccomandazioni (utilizzando il termine "*should - dovrebbe*") e le linee guida (Adams, Alhamood et al., 2022). Nel 2021, il GRI ha pubblicato la revisione degli Universal Standards, che ha portato a un miglioramento delle informazioni sulla governance, della coerenza e della comparabilità e a una maggiore attenzione ai diritti umani. In particolare, il sistema modulare si declina in: tre standard universali (GRI 1, GRI 2, GRI 3) che si applicano a tutte le organizzazioni, gli Standard di settore GRI, che invece dipendono dal settore di riferimento dell'azienda (40 settori disponibili) e gli Standard specifici GRI, che si riferiscono a determinate tematiche materiali. Il GRI 1 spiega le finalità degli standard GRI, stabilendo i principi di rendicontazione che devono essere seguiti per produrre un report di sostenibilità, tra cui individuiamo: i principi di accuratezza, equilibrio, chiarezza, comparabilità, completezza, tempestività e verificabilità che sono familiari alla contabilità e il principio del "contesto di sostenibilità" che richiede all'organizzazione di riportare "informazioni sui propri impatti nel più ampio contesto dello sviluppo sostenibile" (GRI 2021). Il GRI 2 stabilisce invece le informazioni richieste sull'organizzazione, come le sue attività, la struttura di governance, la strategia e le politiche in materia di sviluppo sostenibile. Il GRI 3, infine, individua il processo per la determinazione e la gestione dei temi materiali, ovvero quelli che hanno un impatto più significativo sull'economia, sull'ambiente e sulle persone (Adams, Alhamood et al., 2022). Sempre nel 2021, il GRI ha annunciato la collaborazione con l'European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG) nell'ambito della

¹⁷ <https://www.ifrs.org/issued-standards/ifrs-sustainability-standards-navigator/#consultation-documents>

¹⁸ <https://www.globalreporting.org/about-gri/>

definizione degli standard di rendicontazione della sostenibilità europei (ESRS), strettamente correlati alla recente Direttiva europea sul reporting di sostenibilità delle imprese (CSRD).

L'obiettivo dei **Principi Europei di Rendicontazione della Sostenibilità (ESRS)** è quello di fornire le indicazioni sulle informazioni che un'azienda deve comunicare, obbligatoriamente, in conformità con la Direttiva 2013/34/UE (NFDR) del Parlamento europeo, modificata successivamente dalla Direttiva (UE) 2022/2464 (CSRD). Le informazioni divulgate in accordo con gli ESRS consentono agli utenti dei bilanci di sostenibilità di comprendere gli impatti significativi dell'azienda sulle persone e sull'ambiente, nonché gli effetti rilevanti delle questioni di sostenibilità sulla performance, lo sviluppo e il posizionamento. Una caratteristica chiave degli ESRS, in linea con gli standard GRI, è il concetto di doppia materialità: le aziende devono rendicontare sia la materialità finanziaria (approccio *outside-in*) sia la materialità dell'impatto (approccio *inside-out*). Come visto, la materialità finanziaria viene utilizzata dai parametri ESG sviluppati soprattutto dal settore privato mentre la materialità dell'impatto considera materiale qualsiasi impatto ambientale e sociale delle attività aziendali che possa influenzare un'ampia gamma di stakeholder. La doppia materialità richiede quindi che entrambe le prospettive siano applicate a pieno titolo, riconoscendo comunque che gli impatti di un'organizzazione sulle persone e sull'ambiente possono influire anche sul modello di business e quindi creare o erodere il suo valore aziendale. Questo è il cosiddetto effetto "rimbalzo" o "boomerang" che può variare nel tempo, definendo la cosiddetta "materialità dinamica" (EFRAG, 2021). L'adozione di una doppia materialità è coerente con l'idea che le connessioni tra imprese, comunità e ambiente siano necessarie alla luce delle interdipendenze presenti tra loro e siano anche alla base della creazione di valore condiviso (*shared-value*) come sottolineato da Porter e Kramer. La premessa fondamentale alla base della generazione di valore condiviso consiste infatti nell'idea che la competitività di un'azienda e il benessere delle comunità che la circondano siano strettamente interconnessi (Fasan, 2024).

Gli ESRS sono declinati in tre categorie principali: i principi trasversali, i principi tematici (ambientali, sociali e di governance) e, infine, quelli settoriali. I primi due sono intersettoriali, ovvero vengono applicati a tutte le imprese, indipendentemente dal settore in cui operano. Da menzionare sono gli ESRS 1 "Prescrizioni generali", che stabiliscono i requisiti per la preparazione e presentazione delle informazioni di

sostenibilità, e gli ESRS 2 “Informazioni generali” che prescrivono, invece, gli obblighi informativi in materia di governance, strategia, gestione di impatti, rischi, opportunità e obiettivi (Commissione Europea, 2023).

Gli standard ESRS, come menzionato, fanno riferimento alla Direttiva (UE) 2022/2464, che ha evoluto, con la Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRS), la precedente Non-Financial Reporting Directive (NFRD), definendo così un quadro europeo completo e obbligatorio per la rendicontazione non finanziaria da parte delle imprese.

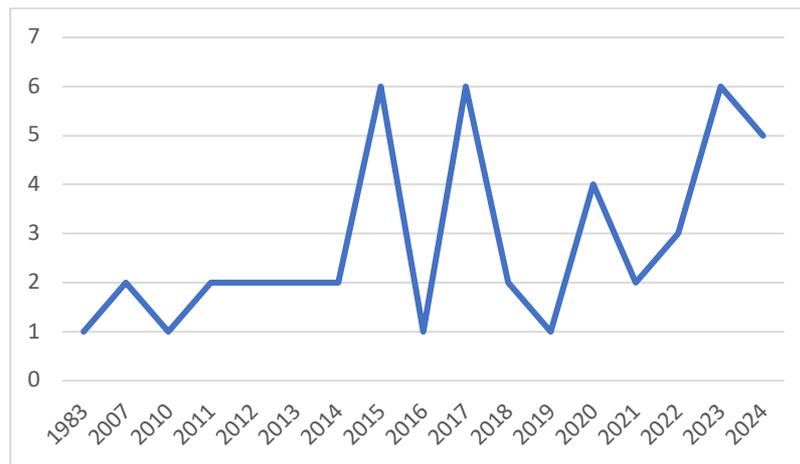
Capitolo 2. ESG-washing: una panoramica del fenomeno

L'economia mondiale ha intrapreso un percorso orientato allo sviluppo e alla crescita sostenibile. In questo contesto, sempre più investitori stanno richiedendo l'integrazione dei criteri ambientali, sociali e di governance (ESG) nei processi decisionali legati ai propri investimenti. L'obiettivo è duplice: migliorare le performance finanziarie nel lungo periodo e contribuire a una gestione del rischio più efficace. La divulgazione della sostenibilità è diventata quindi un elemento chiave nelle strategie aziendali. Tuttavia, questi fattori ESG possono risultare ambigui e poco rappresentativi della reale performance aziendale a causa della loro sinteticità e delle diverse metodologie di calcolo adottate. A ridurre la trasparenza, c'è il fatto che spesso i fattori ESG vengono misurati prevalentemente su dati e informazioni forniti dall'azienda stessa nei report di sostenibilità, suscettibili di distorsioni e di interpretazioni fuorvianti (Fiaschi et al., 2020). Di conseguenza, qualsiasi valutazione basata su tali messaggi rischia di essere contaminata da fenomeni riconducibili al *greenwashing* o, più appropriatamente, all'*ESG-washing* che si verifica quando le aziende utilizzano i criteri ESG per presentare un'immagine aziendale migliore di quanto non sia in realtà, al fine di soddisfare le aspettative degli stakeholder (Todaro, Torelli, 2024). Rispetto al concetto di *greenwashing*, che è nato e si è sviluppato principalmente su questioni riguardanti l'ambiente e gli ecosistemi, l'*ESG-washing* comporta un disaccoppiamento tra la comunicazione aziendale e la performance che va oltre la sola parte ambientale e si estende all'intera sfera ESG delle aziende, implicando anche la sostenibilità sociale e la corporate governance (Candelon et al., 2021). Si tratta quindi di un fenomeno che pervade sempre più la comunicazione e la strategia aziendale distorcendo significativamente l'immagine aziendale e compromettendo l'integrità della responsabilità sociale d'impresa.

Nonostante la sua crescente rilevanza, la letteratura sull'*ESG-washing* è ancora limitata. Per delineare una sintesi completa e aggiornata del panorama di ricerca, l'*ESG-washing* verrà quindi affrontato sulla base della letteratura esistente sul *greenwashing*. Le fonti utilizzate per individuare tale letteratura sono state banche dati accademiche come Scopus e funzioni di ricerca su internet come Google Scholar. In particolare, in Scopus, le parole chiave utilizzate nelle ricerche sono state "greenwash, greenwashing" e "ESG-washing" applicate a tutti i campi, ovvero al titolo, all'abstract e alle *keyword*. Sono stati

filtrati solo studi in lingua inglese, limitando la ricerca ad articoli, capitoli di libro e review. Dei risultati ottenuti, sono stati utilizzati 50 studi, principalmente articoli scientifici pubblicati dal 1983 al 2024 da diverse riviste. Come si può notare dalla Figura 8 la maggior parte della letteratura utilizzata in questo capitolo è stata pubblicata negli anni 2015, 2017, 2023 e nei primi mesi del 2024.

Figura 8: Distribuzione delle pubblicazioni utilizzate dal 1983 al 2024



Fonte: Elaborazione personale di dati raccolti da Google Scholar

I 50 *paper* inclusi nell'analisi sono stati pubblicati in 25 riviste differenti. Tra queste, la maggior parte degli studi fa parte del *Journal of Business Ethics* (9), del *Business Strategy and the Environment* (4) e di *Organization Science* (3).

I risultati della selezione dimostrano come negli ultimi anni gli accademici abbiano sviluppato diverse prospettive sul greenwashing influenzate dall'ampio impatto interdisciplinare che questo fenomeno genera ad esempio in sociologia, psicologia, diritto, etc. Queste prospettive infatti, non solo esplorano il fenomeno del greenwashing in termini di impatto ambientale, ma anche in relazione alla divulgazione aziendale, alla performance finanziaria, al valore dell'azienda e alle strategie di marketing, evidenziando le complesse interconnessioni tra aziende, consumatori, istituzioni e ambiente.

In particolare, in questo capitolo verranno presentate le teorie che ne spiegano le origini, seguite dalle principali definizioni e dalle tipologie esistenti. Si indagheranno, poi, i fattori trainanti e le determinanti chiave. Infine, l'ultima parte verterà sugli impatti che questo fenomeno ha sui principali stakeholder e sulle metodologie più utilizzate per identificarlo e misurarlo.

2.1. Teorie alla base del greenwashing

Prima di individuare e comprendere al meglio le diverse definizioni di greenwashing è necessario considerare le teorie che sostengono e spiegano i comportamenti di queste organizzazioni. Diversi studiosi hanno infatti definito un quadro teorico per comprendere il greenwashing; le principali teorie alla base possono essere sintetizzate nella teoria della legittimità, la teoria degli stakeholder e la teoria della segnalazione, o *signaling theory*, (Bernini, La Rosa, 2024). Le prime due sono state sviluppate dalle teorie economico-politiche e istituzionali concentrate sul ruolo dell'informazione e della comunicazione nelle relazioni tra Paesi, organizzazioni, Stati, gruppi e individui e si ritiene siano tra le più appropriate anche per spiegare il ruolo della rendicontazione aziendale. Per questo motivo non devono essere considerate come chiaramente distinte e delineate ma è più appropriato esaminarle come visioni sovrapposte a sostegno della prospettiva economica politica, focalizzandosi entrambe sul nesso tra l'organizzazione e il suo ambiente operativo (De Silva Lokuwaduge, De Silva, 2022).

Walker e Wan (2012) riprendono una definizione comunemente adottata di legittimità e la identificano come una percezione o un giudizio generalizzato che le azioni di un'organizzazione debbano essere desiderabili, corrette o appropriate all'interno di un sistema socialmente costruito di norme, valori e credenze, o come la percezione o il giudizio che gli attori manifestano attraverso azioni comportamentali. La legittimità definisce dunque un contratto tra l'azienda e i suoi stakeholder: da un lato, il contratto impone alle aziende di comportarsi in modo corretto e, dall'altro, legittima quelle aziende che sembrano essere conformi alle regole sociali formali o informali (Bernini, La Rosa, 2024). Per le organizzazioni, ottenere la legittimità risulta essere cruciale poiché può tradursi in un maggiore accesso alle risorse, relazioni di scambio più solide con i partner e un migliore coinvolgimento dei dipendenti. In sintesi, i vantaggi derivanti da una maggiore legittimità si riflettono positivamente sulla performance finanziaria dell'organizzazione (Walker, Wan, 2012; Velte, 2022). Ma la legittimità non viene considerata solo come uno strumento per migliorare la performance aziendale, diventa anche una condizione di sopravvivenza offrendo alle imprese maggiori opportunità di ottenere risorse e finanziamenti e portando un vantaggio competitivo (Walker & Wan, 2012; Seele & Gatti, 2017). Ad esempio, l'adozione di una *disclosure* non finanziaria dovrebbe portare a un miglioramento della reputazione dell'azienda e della fiducia degli stakeholder. Quest'ultimi possono infatti utilizzare le informazioni fornite per valutare

l'organizzazione e i relativi rischi; se sono convinti che la strategia di gestione sia efficace e se si aspettano una bassa probabilità di politiche di greenwashing tenderanno a premiare le imprese con un premio per il rischio più basso e quindi con un aumento del valore aziendale (Velte, 2022). Poiché le iniziative di CSR e sostenibilità dovrebbero essere considerate come nuove determinanti di legittimità (Seele & Gatti, 2017; Berrone et al., 2017) le strategie di greenwashing possono essere inquadrare all'interno della teoria della legittimazione come una forma di ricerca di legittimazione che si basa su una *disclosure* ingannevole (Li et al., 2023; Velte, 2022). Per discutere il greenwashing alla luce della legittimità, Seele e Gatti (2017), sulla base della letteratura precedente, distinguono tre tipi di legittimità aziendale: cognitiva, morale e pragmatica. La prima si verifica quando la cultura ambientale e sociale di un'organizzazione è data per scontata. La legittimità morale, invece, ha a che fare con i giudizi morali sull'organizzazione e sul suo comportamento; è legata dunque al modo in cui una società valuta il comportamento dell'azienda. Al contrario, la legittimità pragmatica si basa sulle valutazioni di interesse personale degli stakeholder e sulla loro percezione dei vantaggi che possono ottenere dalle attività dell'impresa (Bernini, La Rosa, 2024). Questa prospettiva può essere correlata al fenomeno del greenwashing, che comporta l'intenzionale distorsione delle percezioni degli stakeholder riguardo alle azioni ambientali e sociali dell'organizzazione (Seele & Gatti, 2017). Questo approccio assume una prospettiva manageriale in cui la legittimità dell'organizzazione dipende dalla sua capacità di manipolare strategicamente la percezione degli stakeholder attraverso simboli e messaggi, piuttosto che dalle effettive azioni sostenibili intraprese (ibid.).

Come la teoria della legittimità, anche la teoria degli stakeholder, introdotta da Freeman, è un'altra teoria sociopolitica che gli studiosi hanno adottato per spiegare l'adozione di disclosure non finanziarie e le pratiche di greenwashing (Velte, 2022). Nello specifico, secondo la teoria degli stakeholder un'azienda deve soddisfare le aspettative di diversi gruppi di stakeholder, con richieste e conflitti d'interesse diversi, coinvolgendoli nelle decisioni (Freeman, 2011). Di conseguenza, le informazioni divulgate nei bilanci integrati dovrebbero riflettere gli interessi degli stakeholder e le imprese dovrebbero cercare di rispondere alle aspettative eterogenee dei diversi gruppi. Questo ha un duplice scopo; il primo è quello di soddisfare i requisiti etici conformi alle norme della società e il secondo è quello di gestire strategicamente il capitale relazionale. Entrambi sono strumentali al raggiungimento di un vantaggio competitivo (Bernini, La Rosa, 2024).

In questo contesto, la performance ambientale e sociale delle organizzazioni si inserisce in entrambe le prospettive (teoria della legittimità e della teoria degli stakeholder). Le aspettative della società riguardo al ruolo ambientale delle aziende tendono infatti ad aumentare nel tempo, incoraggiando le imprese a cercare la legittimità e a soddisfare le esigenze degli stakeholder. Di conseguenza, gli sforzi ambientali possono essere visti come una risposta adattiva delle aziende per rispondere a tali requisiti. Poiché la pressione esterna è il principale catalizzatore delle azioni ambientali delle aziende, può essere difficile capire se i loro sforzi per la sostenibilità sono guidati da una vera convinzione morale o se sono semplicemente una risposta alle richieste degli stakeholder (Testa, Boiral et al., 2018). La dinamica tra questi due fattori rimane oggetto di discussione e analisi nell'ambito accademico e aziendale.

Infine, tra le teorie più utilizzate per spiegare il fenomeno del greenwashing vi è la teoria della segnalazione, o *signaling theory*. Nel contesto della pubblicazione di informazioni non finanziarie la teoria del *signaling* spiega che, poiché la divulgazione aziendale riduce le asimmetrie informative, può contribuire ad aumentare le valutazioni aziendali, considerate sia in senso finanziario che sociale (Mahoney et al., 2013; Berrone et al., 2017). La disclosure non finanziaria diventa quindi un segnale dell'impegno delle aziende sui temi di sostenibilità, rendendo gli stakeholder consapevoli che il comportamento dell'azienda è in linea con le loro aspettative. Secondo questa teoria, gli agenti meglio informati, come i manager, segnalano ciò che non può essere osservato a coloro che sono meno informati, gli stakeholder, con il fine di ridurre l'asimmetria e legittimare così la loro attività (Ruiz-Blanco, Romero et al., 2021). Vengono utilizzati diversi segnali: le informazioni osservabili sono di solito presentate attraverso un rapporto di sostenibilità, seguendo uno standard di rendicontazione o migliorando la qualità delle informazioni divulgate (ibid.). Perché un segnale risulti essere efficace deve avere però due caratteristiche principali: deve essere osservabile e i costi della sua emissione devono essere tali da evitare che altri attori possano emetterlo, rendendolo così meno credibile (Berrone, 2017). Ad esempio, alcune iniziative ambientali possono risultare molto visibili e impongono costi differenziati come i brevetti che richiedono tempo, risorse e denaro: al contrario, un segnale debole è rappresentato dalla partecipazione a programmi ambientali sponsorizzati da varie agenzie governative con costi trascurabili dove non vi sono obblighi e sanzioni in mancanza del raggiungimento di determinati obiettivi, e i

partecipanti possono rendere pubblica la loro adesione indipendentemente dai risultati (ibid.).

Nel caso del greenwashing però, il potere segnaletico della divulgazione volontaria deriva proprio dalle asimmetrie informative (Seele, Gatti, 2017). Se da una parte la teoria del *signaling* afferma che le aziende con prestazioni ambientali superiori mostrano una maggiore propensione a divulgare volontariamente il proprio comportamento ambientale rispetto a quelle con basse prestazioni (Mahoney et al., 2013; Ruiz-Blanco, Romero et al., 2021), dall'altra, alcuni studiosi ritengono che gli stakeholder esterni non abbiano gli strumenti per identificare informazioni vere o false in materia ambientale, non riuscendo a distinguere tra un valore sostanziale e uno meramente simbolico (Seele, Gatti, 2017). In un simile contesto, le asimmetrie informative tra imprese e stakeholder consentono quindi anche alle organizzazioni con una bassa performance di segnalare un'immagine positiva della propria azienda migliorando così la propria reputazione (Seele, Gatti 2017; Li et al., 2023; Bernini, La Rosa, 2024).

Figura 9: Tabella sintattica sulle teorie alla base del greenwashing

	Definizione	Applicazione al greenwashing
Teoria della legittimità	Le azioni di un'organizzazione vengono considerate come legittime se sono desiderabili, corrette o appropriate all'interno di un sistema socialmente costruito di norme, valori e credenze.	Le strategie di greenwashing possono essere considerate come una forma di ricerca di legittimazione che si basa su una disclosure ingannevole e fuorviante.
Teoria degli stakeholder	Le informazioni divulgate nelle disclosure non finanziarie dovrebbero riflettere gli interessi degli stakeholder più importanti e le imprese dovrebbero cercare di rispondere alle aspettative eterogenee dei diversi gruppi.	Vengono adottate strategie di greenwashing per aumentare il coinvolgimento degli stakeholder.
Teoria del <i>signaling</i>	La divulgazione aziendale riduce le asimmetrie informative contribuendo ad aumentare le valutazioni aziendali, considerate sia in senso finanziario che sociale. La disclosure non finanziaria diventa quindi un segnale dell'impegno delle aziende sui temi di sostenibilità.	Il greenwashing è una strategia di segnalazione che sfrutta le asimmetrie informative attraverso disclosure ingannevoli per migliorare la rendicontazione.

Fonte: Elaborazione personale

2.2 Definizioni e modalità di *washing*

Le origini del concetto di greenwashing vengono fatte risalire ad uno studio dell'ambientalista e biologo Jay Westervelt, pubblicato nel 1986, dove denunciava il settore dell'ospitalità in merito alle pratiche per promuovere il riutilizzo degli asciugamani (De Freitas Netto et al., 2020). Ma è solo nell'ultimo decennio che il greenwashing e l'ESG-washing, sono diventati argomenti sempre più significativi nella letteratura accademica a causa della crescente importanza operativa (Torelli et al., 2020); ad oggi, però, non esiste ancora una definizione universalmente accettata. Infatti, considerata la natura multiforme del fenomeno, gli studiosi hanno adottato prospettive diverse e multidisciplinari (Lyon, Montgomery, 2015; Seele, Gatti, 2017).

2.2.1 Le principali definizioni di greenwashing

Il greenwashing è comunemente definito come un termine “ombrello” per descrivere una serie di comportamenti aziendali che portano investitori e altri stakeholder a percepire la performance dell'azienda in modo eccessivamente positivo (Lyon, Montgomery 2015; Bernini, La Rosa, 2024)). Dall'Oxford English Dictionary la parola *greenwash* viene definita proprio come l'atto di “(a) ingannare il pubblico o contrastare le preoccupazioni del pubblico o dei media rappresentando falsamente una persona, un'azienda, un prodotto, ecc. come responsabile dell'ambiente; (b) travisare un'azienda, le sue operazioni, ecc. come responsabile dell'ambiente.”¹⁹ Lato accademico, Delmas e Burbano (2011) lo identificano come l'intersezione di due comportamenti aziendali: una scarsa performance ambientale e una comunicazione positiva sulla performance ambientale; Lyon e Maxwell (2011) offrono una definizione ancora più dettagliata definendolo come la divulgazione selettiva di informazioni positive sulla performance ambientale o sociale di un'azienda, senza la divulgazione completa di informazioni negative su queste dimensioni, in modo da creare un'immagine aziendale eccessivamente positiva. Bowen (2014), andando oltre il greenwashing deliberato basato sulla divulgazione e avviato dalle aziende, definisce questo fenomeno come parte di un “ambientalismo aziendale simbolico” focalizzandosi sulle dimensioni simboliche delle attività ambientali delle imprese. Altra letteratura suggerisce che il greenwashing avviene non solo intenzionalmente da parte delle organizzazioni ma anche attraverso l'interpretazione dei

¹⁹ https://www.oed.com/dictionary/greenwash_v

soggetti esterni. Ciò che i cittadini traggono da una comunicazione è infatti soggettivo e filtrato dalle loro formazioni mentali, per cui possono dedurre troppo anche da comunicazioni accuratamente circoscritte (Lyon, Montgomery, 2015). Seele e Gatti (2017) affermano che per essere considerato greenwashing, una comunicazione deve combinare la falsità, elemento legato all'informazione, con l'accusa di essere fuorviante, elemento di distorsione esterna; in questo modo il greenwashing esiste dalla percezione di chi lo osserva. Tra le varie definizioni di greenwashing si possono comunque riconoscere alcune caratteristiche ricorrenti; in primo luogo, la divulgazione è considerata lo strumento principale per realizzare le strategie di greenwashing, in secondo, coesistono due lati di osservazione del fenomeno, uno legata alle informazioni che un'azienda vorrebbe divulgare e all'entità del potenziale effetto fuorviante della divulgazione e l'altro alla percezione esterna di queste informazioni che potrebbe portare a un'accusa di falsità o omissione (Bernini, La Rosa 2024). Sulla base di questi assunti andremo a presentare le diverse modalità con cui il greenwashing, esteso anche alle dinamiche sociali e di governance, può essere indagato.

La prima prospettiva ha a che fare con ciò che la letteratura identifica come divulgazione "selettiva" o *selective disclosure* e riguarda le omissioni nella comunicazione della realtà (de Freitas Netto et al, 2020; Yu, Van Luu, 2020; Bernini, La Rosa, 2024).

Come afferma la definizione di Lyon e Maxwell (2011), tra le più riconosciute in letteratura, il greenwashing è legato proprio alla divulgazione aziendale. In particolare, incorporare gli studi sul greenwashing in un modello di divulgazione ambientale può aiutare a spiegare alcuni dei risultati nettamente contrastanti della letteratura empirica sulla relazione tra la performance ambientale e la divulgazione. Lyon e Maxwell, infatti, riportano come gli studi di Patten e Cho (2002, 2007), che riscontrato una correlazione positiva tra una peggiore performance ambientale e livelli più alti di divulgazione ambientale, siano discordanti rispetto a quanto individuato da Clarkson et al. (2008) per cui ad aziende con una migliore performance corrispondo invece livelli più alti di divulgazione ambientale. Questi risultati differenti riflettono approcci teorici contrastanti: i modelli economici standard di divulgazione, come Verecchia (1983), implicano che le imprese con maggiori probabilità di successo hanno più buone notizie da trasmettere e quindi si impegnano in una maggiore divulgazione. Ciò ignora però il ruolo della pressione degli stakeholder o delle minacce normative nel modellare il comportamento di divulgazione. In questo contesto Cho e Patten (2007) riaffermano la

validità della teoria della legittimità che suggerisce come le aziende con prestazioni ambientali più scarse hanno maggiori incentivi a fornire informazioni ambientali più ampie o positive nei loro rapporti finanziari visti come strumento per legittimare il proprio operato agli occhi dei vari stakeholder. Anche secondo Marquis et al. (2016) la divulgazione selettiva è una forma di greenwashing e viene indicata come una strategia simbolica con cui le aziende cercano di guadagnare o mantenere la legittimità rivelando in modo sproporzionato indicatori di performance vantaggiosi o relativamente positivi per oscurare le prestazioni complessive. In questo caso però, gli autori hanno riscontrato un minor greenwashing nelle aziende che danneggiano l'ambiente e sono sottoposte a controlli; la pressione normativa e la vicinanza con gli stakeholder, aumentando il rischio di essere scoperti e puniti, fungono infatti da deterrente ad azioni di greenwashing (Walker, Wan, 2012). Nella stessa prospettiva della *selective disclosure* vi sono anche correnti di ricerca che considerano questo tipo di greenwashing come *cheap talk*, divulgazione incompleta e una caratteristica intrinseca. Quest'ultima è definita da Lee e Rasche (2023) che considerano il greenwashing da due prospettive diverse: (1) una caratteristica intrinseca che rappresenta lo scostamento dalla veridicità e (2) una caratteristica comunicativa che rappresenta le tecniche utilizzate per fuorviare o confondere le persone. La prima è un'"affermazione" tra la mezza verità e le bugie, come ad esempio quando solo alcuni comportamenti sono effettivamente *green*, quando l'azione non apporta alcun miglioramento significativo o quando riflette semplicemente uno sforzo per correggere un comportamento precedente sbagliato. Le caratteristiche comunicative invece, sono affermazioni non comprovate o non verificabili o l'utilizzo di certificazioni false o discutibili. Queste situazioni fanno parte di ciò che Siano et al. (2017) definiscono come *attention deflection*, ovvero azioni simboliche volte a deviare l'attenzione degli stakeholder, nascondendo così pratiche aziendali non etiche. Secondo gli autori la deviazione dell'attenzione comprende una serie di iniziative di comunicazione, tra cui la divulgazione selettiva e inaccurata, appena menzionata, le dichiarazioni vaghe e irrilevanti e il cosiddetto "effetto alone", che si verifica quando gli stakeholder tendono a sviluppare un'impressione su un'organizzazione e sui suoi prodotti sulla base di alcuni attributi positivi, generalizzando questo giudizio ad altri aspetti dell'azienda. Oltre a ciò vengono considerati anche l'utilizzo di testi scritti e immagini visive "ingannevoli", certificazioni dubbie e etichette ecologiche spesso autodichiarate (Lee, Rasche, 2023). Infine, un'altra modalità utilizzata per distogliere

l'attenzione nella comunicazione della CSR è la "disclosure incerta", che si verifica quando le aziende suggeriscono la superiorità di un prodotto, senza specificarne le ragioni o senza il supporto di informazioni approfondite e certificazioni affidabili, rilasciate da terzi ("*sin of no proof*", TerraChoiche) (Siano et al., 2017). In quest'ottica, Bernini e La Rosa (2024) e Yu, Van Luu et al. (2020) identificano la divulgazione ingannevole come la seconda prospettiva da cui indagare il fenomeno del greenwashing. La divulgazione ingannevole, molto vicina al concetto divulgazione selettiva, rientra infatti nelle strategie di manipolazione. Secondo questo filone di pensiero il greenwashing non deriva solo da omissioni, ma anche da bugie sotto forma di falso green reporting (Seele & Gatti, 2017) per cui un'organizzazione comunica intenzionalmente dichiarazioni ambientali false o fuorvianti.

La terza prospettiva individuata si concentra sul divario tra ciò che le aziende dichiarano e ciò che fanno: il cosiddetto fenomeno del "*don't walk the talk*" (Walker, Wan, 2012). In questo caso il greenwashing si identifica come la differenza tra le azioni simboliche e quelle sostanziali (ibid.). Le azioni sostanziali sono tutte le iniziative in linea con l'approccio alla sostenibilità mentre le azioni simboliche, a cui viene associato il greenwashing, tendono a deviare l'attenzione su questioni minori o a creare un "*green talk*" attraverso dichiarazioni volte a soddisfare le aspettative degli stakeholder, ma senza apportare alcun cambiamento effettivo nelle pratiche organizzative (Siano et al., 2017). Questo fenomeno viene definito *decoupling* (o disaccoppiamento) ed è una strategia per ottenere legittimità attraverso l'apparenza di conformità (Pizzetti, Gatti et al., 2021). Il disaccoppiamento si riferisce a una deliberata disconnessione tra le strutture organizzative formali progettate per aumentare la legittimità, come politiche, piani e programmi formali, e le pratiche e le operazioni organizzative effettive (Guo et al. 2017). Secondo l'analisi riportata da Siano et al. (2017) il *decoupling* si può verificare quando un'azienda promuove progetti sostenibili ambiziosi senza il supporto di un adeguato dipartimento di sostenibilità o senza mezzi sufficienti per raggiungere gli obiettivi aziendali desiderati. Inoltre, può avvenire quando il disaccoppiamento si basa su rivendicazioni politiche, codici di condotta, accreditamenti sociali o etichette verdi progettati per segnalare la conformità attraverso certificazioni, piuttosto che conformarsi effettivamente (Pizzetti, Gatti et al., 2021). Pope e Wæraas (2015) in quest'ottica sottolineano che la letteratura accademica ha riportato pratiche di disaccoppiamento relative a quasi tutti i tipi di iniziative di CSR, ad esempio il Carbon Disclosure Project, il

Global Compact, la Global Reporting Initiative, la SA8000 la ISO 14001 e che il grado di disaccoppiamento varia ampiamente e sistematicamente in base ai requisiti di adesione di ciascuna iniziativa; in particolare, le iniziative di CSR hanno maggiori probabilità di generare disaccoppiamento se presentano aspettative ambigue, bassi costi di adozione e alti costi di conformità sostanziale, poche strutture di garanzia e meccanismi di applicazione limitati. Il concetto di *decoupling* include tutte le strategie simboliche utilizzate per guadagnare legittimità sociale e consenso, come ad esempio il cosiddetto *pooling*. Quest'ultimo è descritto da Lyon e Montgomery (2015) come l'adesione delle aziende a programmi e iniziative volontarie promossi da associazioni e ONG, mirati a migliorare l'immagine sostenibile dell'azienda. Tuttavia, è importante notare che queste partnership potrebbero non essere accompagnate da reali cambiamenti nelle politiche organizzative (Delmas, Monte-Sancho, 2010).

Il greenwashing è quindi un fenomeno centrale nelle interazioni delle organizzazioni con l'ambiente esterno, poiché induce gli stakeholder a farvi affidamento essendo difficile valutare direttamente le prestazioni ambientali delle imprese.

2.2.2 ESG-washing

Negli ultimi dieci anni, c'è stata una crescente domanda da parte degli investitori di integrare i fattori ambientali, sociali e di governance (ESG) nei loro processi decisionali per valutare rischi e opportunità. Ricerche recenti confermano infatti che questi fattori sono cruciali per valutare le imprese e gestire il rischio (Lyon et al., 2013; Marquis et al., 201; Yu et al., 2020). La divulgazione di informazioni ESG, nota anche come responsabilità sociale d'impresa (CSR), è quindi cresciuta rapidamente e si è evoluta affrontando questioni aziendali critiche che coinvolgono una rete complessa di relazioni e attività strategiche (de Silva Lokuwaduge et al., 2022). Diverse ricerche si sono quindi concentrate sulla comunicazione volontaria delle aziende in materia di responsabilità sociale e ambientale (CSR). Ad esempio, uno studio di Lu et al. (2017) ha dimostrato che la pubblicazione autonoma di report sulla CSR può migliorare il controllo sull'operato dei manager aziendali, spingendoli a prendere decisioni di investimento più accurate e aumentando così l'efficienza nell'utilizzo delle risorse finanziarie. Un altro studio, condotto da Dhaliwal et al. (2011), ha analizzato i primi report sulla CSR pubblicati da aziende statunitensi. I risultati hanno evidenziato che le aziende con migliori performance in materia di CSR possono accedere al capitale azionario a costi inferiori dopo aver

adottato la comunicazione volontaria. Questo risultato è stato confermato anche da Ghoul et al. (2018), citati da Lu et al. (2017). Secondo questi ultimi, la responsabilità ambientale d'impresa può ridurre l'esposizione al rischio e, di conseguenza, il costo del capitale azionario. Un altro aspetto di ricerca si è concentrato invece sui driver di queste divulgazioni, in particolare se costituiscono una vera responsabilità aziendale o se sono parte di un processo di legittimazione in risposta all'attenzione sui comportamenti non etici e i controlli societari. Il passaggio da una divulgazione prevalentemente volontaria a una richiesta di informazioni può essere infatti considerato una reazione alle crescenti pressioni sulle aziende per essere "socialmente responsabili" (de Silva Lokuwaduge et al., 2022).

Le sfide nella divulgazione degli ESG sono però molteplici: dati non verificati, mancanza di un organo di governo globale, comportamenti aziendali discutibili e assenza di linee normative specifiche per garantire l'accuratezza dei dati ESG riportati. In questo contesto il greenwashing rappresenta una minaccia per l'accuratezza delle informazioni ESG, rendendo più difficile per gli investitori integrare questi fattori nelle loro decisioni di investimento (Yu et al., 2020).

Risulta infatti difficile per le parti interessate valutare direttamente la trasparenza, la performance e la responsabilità aziendale. Gli stakeholder si affidano quindi ai segnali delle aziende, che non sempre trasmettono con precisione la loro reale performance nelle dimensioni ESG (Marquis et al., 2016). I fattori ESG misurati spesso non sono in grado di rappresentare accuratamente il vero stato dell'azienda dal momento in cui la loro misurazione si basa prevalentemente su dati e informazioni forniti dall'organizzazione stessa nei suoi documenti relativi alla sostenibilità (Fiaschi et al., 2020). L'affidamento ai dati ESG autodichiarati dalle imprese può quindi dare origine a comportamenti di greenwashing. Secondo uno studio di Boiral e Henri (2017), analizzando i migliori report di sostenibilità (classificati A e A+ dalla Global Reporting Initiative) si è scoperto che molte aziende utilizzano lo stesso linguaggio per descrivere i propri impegni futuri anno dopo anno ((Montgomery et al., 2023). Questo comportamento, che potrebbe essere definito greenwashing, fa sorgere il dubbio che le aziende stiano ritardando o addirittura non rispettando i requisiti di reporting (ibid.). Inoltre, Barrymore (2021) ha evidenziato che gli investitori che privilegiano i criteri ESG apprezzano le politiche aziendali simboliche, anche se non si traducono in risultati concreti. Questo significa che le aziende con un maggiore disaccordo sul proprio rating ESG tendono a fare più ricorso al greenwashing.

L'opacità delle informazioni è infatti determinata anche dall'ambiguità e dalla variazione dei sistemi di calcolo; come analizzato da Berg et al., (2022) cambiando il fornitore del punteggio ESG, anche la valutazione di un'azienda può cambiare, creando problemi nell'accesso al credito e agli investimenti. Questi rapporti sono quindi suscettibili di distorsioni e di messaggi volutamente nebulosi e possono essere utilizzati per presentare agli stakeholder e al mercato un'immagine aziendale il più possibile in linea con le aspettative e le richieste esterne. Di conseguenza, qualsiasi valutazione basata su tali messaggi rischia seriamente di essere contaminata da fenomeni riconducibili al greenwashing (Torelli et al., 2024). La letteratura accademica ha identificato questi comportamenti sotto il termine di "ipocrisia aziendale", caratterizzando le aziende che comunicano valori CSR senza rispecchiarli realmente. Tali meccanismi separano la comunicazione aziendale sulla sostenibilità dalla reale performance (ibid.). Ribadendo la definizione precedente, Yu et al. (2020) individuano i *greenwashers* come quelle aziende che sembrano molto trasparenti e pubblicano una quantità di dati ESG, ma ottengono scarsi risultati sotto questo profilo. L'ESG washing risulta quindi come una strategia per nascondere le scarse performance ESG attraverso una divulgazione ingannevole in tutte e tre le dimensioni. Secondo Flammer (2021), le aziende che praticano il greenwashing dichiarano un impegno per l'ambiente senza però effettuare investimenti concreti in tal senso; Candelon et al. (2021) ampliano questa definizione, includendo tutte le dimensioni dell'ESG, dando vita al concetto di ESG-washing. Per questi ultimi l'ESG-washing esiste nel mercato degli investimenti socialmente responsabili perché alcuni gestori di patrimoni si presentano come socialmente responsabili ma non prendono decisioni di investimento concrete.

Per affrontare i comportamenti sopra riportati, sono state proposte procedure di *assurance* per i report, ma queste hanno limiti intrinseci e spesso si concentrano più sulla forma che sul contenuto, con difficoltà a contenere il greenwashing (García-Sánchez et al., 2022). Inoltre, le valutazioni disponibili per la performance di sostenibilità, come i rating ambientali, sociali e di governance (ESG), non sono verificate, e non esiste un organo di governo globale né una linea guida normativa specifica per garantire l'accuratezza dei dati ESG riportati (Yu et al., 2020). Secondo uno studio di Torelli et al. (2024), adottare un modello di produzione e consumo più sostenibile, basato sui principi dell'economia circolare, può essere un deterrente contro il greenwashing. Gli autori hanno analizzato le performance aziendali da fonti diverse dai report aziendali, scoprendo che le aziende con

alti punteggi ESG (Ambiente, Società e Governance) sono spesso anche le più criticate. Questa discordanza tra la percezione degli stakeholder e la realtà aziendale emerge da diverse fonti, tra cui i media tradizionali. Lo studio ha però anche evidenziato che le aziende che si impegnano in obiettivi ambiziosi per una transizione verso l'economia circolare tendono ad essere meno controverse. Ciò suggerisce che le aziende che adottano pratiche di economia circolare sono più propense ad agire in modo autentico e sincero nelle loro iniziative di sostenibilità.

2.2.3 I livelli di greenwashing

Le considerazioni presentate nei paragrafi precedenti ci suggeriscono che il greenwashing può essere visto come una strategia deliberata che coinvolge diversi aspetti dell'attività delle aziende e in particolar modo è legato alla *disclosure* aziendale. Ma il greenwashing non riguarda solo il livello aziendale con l'adozione di disclosure e standard/certificazioni fuorvianti in grado di influenzare la reputazione. Partendo dal presupposto che l'intenzione delle aziende è quella di creare segnali efficaci ed efficienti per i diversi target di riferimento, i diversi tipi di comunicazione (etichette, rapporti di sostenibilità, comunicazioni istituzionali, certificazioni) producono diversi livelli di greenwashing. Gli studiosi hanno infatti individuato più livelli di applicazione del fenomeno: in una prima fase Delmas e Burbano (2011) hanno definito, oltre al livello aziendale, anche quello di prodotto, successivamente Torelli et al. (2020) ne hanno aggiunti altri due, il livello strategico e quello oscuro.

Il greenwashing a livello aziendale si configura come una strategia di comunicazione ingannevole, volta a distorcere l'immagine e la reputazione di un'impresa agli occhi degli stakeholder. Comprende elementi di comunicazione quali il nome e il logo aziendale, la vision aziendale, l'adesione a standard e certificazioni e soprattutto la disclosure non finanziaria. La strategia si realizza infatti attraverso l'utilizzo di diversi tipi di divulgazione: selettiva, fuorviante, falsa o attraverso azioni che mirano a rafforzare la divulgazione simbolica come il *decoupling* e a distogliere l'attenzione (Bowen, 2014; Gatti et al., 2021; Siano et al., 2017; Bernini, La Rosa, 2024). Queste strategie mirano a migliorare o riparare la reputazione e l'immagine dell'azienda percepita dagli stakeholder (Delmas & Burbano, 2011; Lyon & Maxwell, 2011), ad oscurare azioni illegali o scandali aziendali (Torelli et al., 2020) o favorire le performance finanziarie e di mercato e le valutazioni delle aziende (Yu et al., 2020).

A livello di prodotto, il greenwashing è associato a una strategia esplicita attraverso la quale le aziende pubblicizzano, in modo ingannevole e distorto, le caratteristiche ambientali di uno specifico prodotto o servizio attraverso etichette, pubblicità mirate, imballaggi e certificazioni di prodotto (Delmas & Burbano, 2011; Torelli et al., 2020). Secondo TerraChoice (2009), una società di marketing ambientale, il greenwashing è "l'atto di ingannare i consumatori sulle pratiche ambientali di un'azienda o sui benefici ambientali di un prodotto o servizio". In particolare, identifica 7 criteri che definisce "sins" o peccati con cui valutare il greenwashing lato comunicazione/pubblicità di prodotti e servizi. Il primo, e il più presente, è il *sin of the hidden trade-off*, che avviene quando certe affermazioni suggeriscono che un prodotto è "verde" sulla base di una serie ristretta di attributi senza prestare attenzione ad altre importanti questioni ambientali. Tali affermazioni non sono in genere false, ma vengono utilizzate per dare un'immagine "più verde" rispetto a quella che sarebbe se supportata da un'analisi ambientale più completa. *The sin of no proof*, invece avviene quando un'affermazione ambientale non può essere comprovata da informazioni di supporto facilmente accessibili o da una certificazione di parte terza affidabile. Esempi comuni sono prodotti che dichiarano varie percentuali di contenuto riciclato senza fornire prove. O ancora, *the sin of vagueness* quando un'affermazione è mal definita o troppo ampia e in cui il cui significato reale può essere frainteso dal consumatore.

Da menzionare anche *the sin of lesser of two evils*, un'affermazione che può essere vera all'interno della categoria di prodotto, ma che rischia di distrarre il consumatore dai maggiori impatti ambientali della categoria nel suo complesso e *the sin of irrelevance*, un'affermazione ambientale che può essere veritiera ma non è importante o utile per i consumatori che cercano prodotti preferibili dal punto di vista ambientale. Infine, conclude con *the sin of fibbing*, il peccato di frode, quando le affermazioni ambientali sono semplicemente false.

A livello strategico, Torelli et al. (2020) definiscono il greenwashing come una comunicazione ambientale fuorviante relativa alle intenzioni delle imprese per le strategie future (ad esempio comunicazioni pubbliche e piani strategici, obiettivi aziendali a medio-lungo termine o l'implementazione di tecnologie/processi) che non possono, per ovvie ragioni, essere comprovate dagli stakeholder. Questo tipo di greenwashing viene definito da Scanlan (2017), che implementa altri criteri oltre a quelli di TerraChoice, come *The sin of false hope* e *The sin of broken promises*.

Il greenwashing di livello oscuro riguarda invece una comunicazione ambientale ingannevole finalizzata a nascondere attività illegali come, ad esempio, il riciclaggio di denaro, la collusione criminale, la corruzione e gli investimenti con finalità occulte (Torelli et al., 2020). Secondo Bernini e La Rosa (2024) questa forma di comunicazione potrebbe essere applicabile a tutti i livelli di greenwashing, nel momento in cui l'azienda mira a nascondere azioni illegali che consentono diverse attività strategiche o operative.

2.2.4 Certificazioni e iniziative di sostenibilità

Nel contesto informativo attuale le aziende devono sempre più impegnarsi e gestire un nuovo attore: gli intermediari dell'informazione, ovvero gli enti governativi, ONG, media, standard e organismi di certificazione che cercano di esaminare e avallare le dichiarazioni sociali e ambientali delle imprese. L'obiettivo di questi enti è quello di aumentare la trasparenza e l'affidabilità delle informazioni per delineare un quadro più chiaro e completo del comportamento delle imprese. Tuttavia, man mano che questi intermediari diventano più conosciuti e accettati, gli sforzi di greenwashing delle aziende si estendono anche alla manipolazione delle informazioni che producono (Montgomery et al., 2023).

Con una comprensione limitata da parte dei consumatori, le aziende sono incentivate a contrassegnare i prodotti con i presunti marchi ecologici o con loghi simili a marchi ecologici di terzi già esistenti. Come indicato da TerraChoice (2009) nel report *"The seven sins of greenwashing: Environmental claims in consumer markets"* le etichette possono essere intenzionalmente fuorvianti, e fanno parte del cosiddetto *"The sin of worshipping false labels"*. Il "peccato di adorare le false etichette" si riferisce ad un prodotto che, attraverso un falso suggerimento o un'immagine simile a una certificazione, induce i consumatori a pensare che sia stato sottoposto a un legittimo processo di certificazione verde.

Anche le etichette e le certificazioni con buone intenzioni però possono inavvertitamente facilitare il greenwashing (Lyon, Montgomery, 2015). Diversi autori hanno infatti notato una crescente presenza di greenwashing proprio negli strumenti destinati ad affrontarlo, compresi gli impegni ESG e net-zero, le certificazioni e i marchi ecologici. In questo contesto, la teoria istituzionale suggerisce che, per sopravvivere, le organizzazioni devono conformarsi alle pressioni istituzionali provenienti dall'ambiente esterno. Questo adattamento non sempre è guidato dall'efficienza tecnica (Aravind, Christmann, 2011). Alcune imprese, quindi, sono più interessate ad ottenere la legittimazione e i benefici di

segnalazione della certificazione che ad attuare pienamente le pratiche prescritte. Articoli recenti rilevano che le aziende possono utilizzare la legittimità e la copertura simbolica di un marchio proprio per non rispettare le loro promesse ambientali (Montgomery et al., 2023). Alcuni hanno studiato la certificazione LEED, evidenziando come le aziende sono in grado di accumulare punti anche senza ridurre effettivamente le emissioni, obiettivo del programma, mentre altri hanno analizzando le B Corps, scoprendo che le aziende iscritte hanno prestazioni inferiori o non contribuiscono agli obiettivi di riduzione ambientale (ibid). I risultati empirici hanno poi sollevato dubbi anche sull'efficacia degli standard certificabili come gli ISO 14001. Alcune ricerche hanno infatti trovato prove contrastanti sulla relazione tra l'adozione della certificazione e un miglioramento delle prestazioni ambientali, non individuando sempre una correlazione certa tra le due (Aravind, Christmann, 2011). Negli Stati Uniti, uno studio condotto su oltre 3.700 strutture ha rilevato che la conformità alle normative è maggiore nelle strutture certificate; al contrario, in Messico, uno studio su oltre 80.000 strutture ha evidenziato come la certificazione ISO non ha un impatto misurabile (Lyon, Montgomery, 2015). Boiral (2007) ha ribadito questo risultato attraverso un'analisi condotta su nove organizzazioni certificate in Canada, trovando come, nella maggior parte di esse, il processo di certificazione è stato trattato come un rituale per impressionare gli stakeholder esterni. Recenti evidenze confermano inoltre che, anche in presenza di audit di parte terza, alcune aziende ottengono la certificazione senza rispettare i requisiti dello standard nell'ottica del *decoupling*. Questo disaccoppiamento consente loro di migliorare la legittimità agli occhi degli stakeholder esterni (Delmas, Monte-Sancho, 2010), riducendo al contempo le incertezze associate all'integrazione di nuove pratiche nelle attività operative esistenti. Se da un lato il monitoraggio da parte di terzi associato alla certificazione dovrebbe ridurre la probabilità di un disaccoppiamento tra l'attuazione e la certificazione, dall'altro le debolezze del sistema di auditing, come la mancanza di revisori qualificati e i conflitti di interesse, permettono alle imprese di approfittarne (Testa, Boiral et al., 2018; Aravind, Christmann, 2011).

Un problema fondamentale nei settori con impatti sociali e ambientali sostanziali è che è difficile per i consumatori e gli altri stakeholder verificare gli impatti di particolari prodotti, dovendo generalmente prendere per buone le affermazioni sull'impatto fornite dall'azienda; ciò rende il settore "opaco" (Montgomery et al., 2023). Inoltre, le metriche e le certificazioni progettate con le migliori intenzioni possono non essere in grado di

specificare con precisione l'insieme di pratiche necessarie per raggiungere un obiettivo, riducendo l'efficacia dello standard e rendendolo un potenziale veicolo di greenwashing. È poi ampiamente riconosciuto che le certificazioni con un'applicazione debole possono facilitare la partecipazione simbolica, il disaccoppiamento o il greenwashing, soprattutto tra le imprese che aderiscono tardivamente (Delmas, Montes-Sancho, 2010).

Oltre alle certificazioni le aziende possono aderire a programmi volontari promossi da enti governativi o da organizzazioni non profit per dimostrare il loro impegno per la sostenibilità. Tuttavia, l'efficacia di tali programmi volontari è oggetto di dibattito.

Diversi autori hanno analizzato gli impatti dei programmi volontari per la sostenibilità, evidenziando comportamenti e risultati differenti tra i partecipanti. Ad esempio, Delmas e Montes-Sancho (2010) hanno osservato che i primi iscritti al programma Climate Challenge dell'EPA erano più propensi ad adottare una "cooperazione sostanziale", ovvero una reale riduzione delle emissioni, rispetto ai ritardatari. Questa differenza può essere spiegata con le diverse pressioni istituzionali subite dai due gruppi di aziende e con i loro precedenti livelli di investimento in termini ambientali. I primi iscritti erano soggetti a un controllo politico più stringente e dipendevano maggiormente dagli enti regolatori, inoltre, avevano già investito di più in controlli antinquinamento rispetto ai ritardatari. Un altro aspetto interessante è la tolleranza dei primi iscritti verso i "partecipanti simbolici", ovvero aziende che si impegnano solo superficialmente nel programma. Secondo gli autori, questa tolleranza potrebbe essere dovuta al fatto che la partecipazione di tutti i membri è necessaria per sostenere il programma stesso.

Oltre a ciò, è stata evidenziata una scarsa attenzione degli stakeholder alle prestazioni effettive dei partecipanti ai programmi volontari che spesso si concentrano più sull'apparenza della performance rispetto ai risultati concreti. Questo fenomeno è stato osservato in altri programmi volontari da King e Lenox (2010) e Riviera e DeLeon (2004), e anche tra i membri del Global Compact delle Nazioni Unite (UNGC), come sottolineato da Shvarts et al. (2018). In questo contesto, l'efficacia dei programmi volontari pubblici dipende quindi dalla severità dei loro standard e dalla capacità di applicare sanzioni contro i partecipanti che non li rispettano. Solo con un approccio rigoroso e trasparente, questi programmi potranno effettivamente promuovere reali cambiamenti nelle pratiche aziendali e contribuire a un futuro più sostenibile.

Infine, anche le partnership intersettoriali per raggiungere obiettivi ecologici potrebbero rischiare di entrare in meccanismi di greenwashing. Sebbene esistano storie di successo,

permane infatti la preoccupazione che le ONG ambientaliste possano venire cooptate in questo processo o contribuire al greenwashing delle attività aziendali (Lyon, Montgomery, 2015).

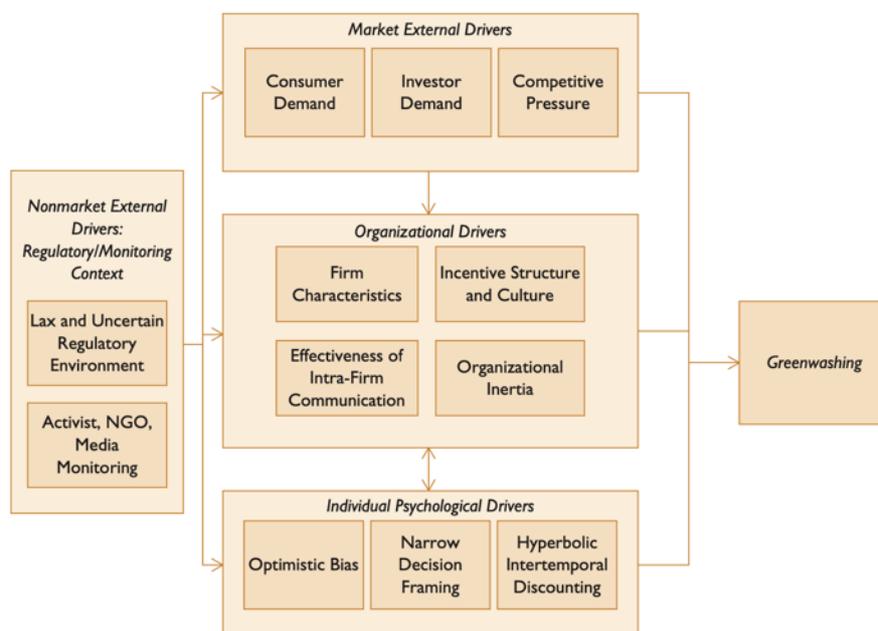
2.3 Driver e impatti del greenwashing

2.3.1 Determinanti del greenwashing

Un numero crescente di articoli scientifici ha iniziato ad affrontare i fattori, le circostanze e le caratteristiche che possono influenzare il comportamento delle aziende e degli individui a fare greenwashing (Lyon, Montgomery, 2015; Delmas, Burbano, 2011).

Delmas e Burbano (2011), nello specifico, hanno offerto un ampio quadro teorico e interdisciplinare che organizza i driver del greenwashing in tre livelli: esterno, organizzativo e individuale (Figura 10). Questo schema descrive i fattori che portano le imprese con scarse prestazioni ambientali, definite imprese “marroni”, a comunicare positivamente le proprie prestazioni ambientali.

Figura 10: Determinanti del Greenwashing



Fonte: Delmas, Burbano, 2011

I driver esterni del greenwashing includono pressioni da parte di attori non di mercato, come regolatori e ONG, e di attori di mercato come consumatori, investitori e concorrenti (Delmas & Burbano, 2011). Nello specifico, l'attuale contesto normativo è il fattore chiave

del greenwashing. L'accresciuto interesse per le questioni ambientali ha di fatto rafforzato il ruolo, non solo delle Istituzioni, ma anche di gruppi di attivisti e di media che possono punire o scoraggiare le aziende che praticano il greenwashing. Tuttavia, data la limitata regolamentazione e l'applicazione formale del greenwashing, le ONG e i media possono solo danneggiare la reputazione delle aziende che praticano il greenwashing. La minaccia di esposizione ha però un impatto limitato. Vi è infatti una regolamentazione lassista e incerta da parte delle Istituzioni, dovuta in parte alla globalizzazione e a pratiche transazionali, che rende difficile essere puniti per il greenwashing.

Questo debole contesto normativo consente quindi alle imprese di manipolare la domanda di prodotti, servizi e aziende verdi nei confronti di consumatori e investitori (Lyon, Montgomery, 2015). Dal punto di vista del mercato esterno, le imprese *brown* sono sottoposte a pressioni da parte di consumatori e investitori per apparire rispettose dell'ambiente e sono quindi incentivate a comunicare positivamente le proprie prestazioni ambientali. A parità di condizioni, maggiore è la pressione percepita dai consumatori e dagli investitori, maggiore è la probabilità che un'impresa *brown* faccia greenwashing (Delmas, Burbano, 2011). Oltre a ciò, anche il panorama competitivo è un elemento critico che determina se comunicare positivamente le proprie prestazioni ambientali. Infatti, le organizzazioni tendono a modellarsi su organizzazioni simili all'interno dello stesso settore che vengono percepite come più legittime o di successo. In generale, secondo Lyon e Montgomery (2011), i principali precursori del greenwashing includono una reputazione ambientale mediocre, sistemi di gestione ambientale internazionali imperfetti e una presenza limitata di attivisti ambientali. Delmas e Montes-Sancho (2010) hanno osservato che il greenwashing è più comune tra le aziende meno soggette a pressioni politiche a livello statale e meno dipendenti dalle agenzie di regolamentazione locali e federali. Lyon e Montgomery (2015) riportano i risultati di Marquis e Toffel (2013) per cui il greenwashing è più frequente tra le aziende con sede in Paesi con un basso controllo da parte degli attivisti e relativamente isolate dal resto del mondo. Similmente, Kim e Lyon (2015) hanno scoperto che le aziende che si impegnano nel greenwashing tendono ad essere grandi aziende che affrontano la minaccia di maggiori regolamentazioni, ma la pressione da parte dei gruppi ambientalisti riduce la probabilità di greenwashing. Gli stessi autori, diversamente dalla maggior parte degli studi che si concentrano sulle aziende che esagerano le loro pratiche ambientali, hanno introdotto la teoria del "*brownwashing*", suggerendo che le aziende possono minimizzare

la loro attività ambientale quando la loro performance finanziaria peggiora, per evitare che gli investitori pensino che stiano spendendo denaro in iniziative ambientali non essenziali.

Il quadro di Delmas e Burbano identifica anche driver a livello organizzativo, tra cui la struttura degli incentivi e il clima etico dell'azienda, l'efficacia della comunicazione interna e l'inerzia organizzativa. Oltre a ciò, anche le caratteristiche dell'impresa come le dimensioni, il settore, la redditività, la fase del ciclo di vita, le risorse e le competenze specifiche influenzano indubbiamente le strategie di un'organizzazione. In particolare, i benefici attesi per le imprese *brown* variano a seconda delle caratteristiche di base dell'azienda e includono un maggiore accesso ai consumatori e agli investitori. In questo contesto, le aziende produttrici di prodotti di consumo sono esposte a maggiori livelli di pressione da parte dei consumatori per apparire rispettose dell'ambiente rispetto alle aziende di servizi. Allo stesso modo, le grandi aziende quotate in borsa tendono a essere oggetto di analisi da parte della comunità di investitori. Ruiz-Blanco e Romero (2022) riportano la tesi di Roulet e Touboul (2015) per cui le dimensioni maggiori, la minore redditività e la minore avversione al rischio influenzano la tendenza al greenwashing. Kim e Lyon (2015) hanno invece riscontrato che le imprese in crescita e che probabilmente dovranno affrontare future normative, sono più propense al greenwashing. Ancora Ruiz-Blanco e Romero (2022) nella loro analisi hanno trovato un'associazione significativa e negativa tra il greenwashing e l'appartenenza a settori sensibili dal punto di vista ambientale. Questi risultati sono coerenti con la ricerca di legittimazione da parte delle aziende e in linea con studi precedenti che documentano una maggiore qualità dei report in questo gruppo di aziende (Marquis et al., 2016; Walker e Wan, 2012). Contrariamente alle ipotesi, gli autori hanno però individuato un'associazione positiva e significativa tra il greenwashing e le aziende appartenenti a settori di prossimità o ad alta visibilità. Riportando quanto detto da Aragon-Correa et al. (2016), Ruiz-Blanco e Romero (2022) concludono che le aziende internazionali sono più propense a riferire su questioni ambientali senza però migliorare la sostenibilità ambientale, cercando invece legittimità attraverso una divulgazione volontaria. Le imprese di questo gruppo potrebbero quindi far leva sulla loro visibilità per migliorare la loro immagine.

Infine, a livello individuale, Delmas e Burbano (2011) presentano i driver psicologici come il *narrow decision framing*, l'*hyperbolic intertemporal discounting* e l'*optimistic bias*. Il primo è la tendenza a prendere decisioni in modo isolato, ad esempio un manager

aziendale può concentrarsi sui guadagni a breve termine derivanti dal greenwashing senza valutare adeguatamente i potenziali effetti negativi a lungo termine sulla perdita di reputazione. Il secondo fa riferimento alla cosiddetta incoerenza dinamica, o inversione delle preferenze; in questo senso la gratificazione istantanea tende a minare gli sforzi per attuare piani di lungo periodo. Infine, l'*optimistic bias* è la tendenza degli individui a sovrastimare la probabilità di eventi positivi e a sottovalutare quella di eventi negativi. L'attuale contesto normativo, caratterizzato da incertezza nell'applicazione delle norme sul greenwashing e la mancanza di una standardizzazione normativa, contribuisce alla condizione di razionalità limitata aumentando la probabilità di manifestare queste tendenze psicologiche.

2.3.2 Impatti del greenwashing sulle aziende e sugli investitori

Sebbene la letteratura precedente abbia analizzato ampiamente il tema del greenwashing, la maggior parte degli studi si è concentrata sulle sue determinanti e i risultati economici, mancando di approfondire gli impatti del greenwashing sull'azienda stessa e sul comportamento degli investitori. Una questione di particolare interesse è l'eventuale impatto finanziario delle controversie sul greenwashing. L'identificazione delle controversie legate al greenwashing non è semplice, poiché il greenwashing tende ad avere significati diversi per i vari stakeholder. Inoltre, tali controversie forniscono informazioni sulle percezioni del greenwashing che non coincidono con i casi di greenwashing, aumentando la soggettività. Infatti, quest'ultime non sono sinonimo di greenwashing ma, come affermano Seele e Gatti (2017), il greenwashing è un fenomeno negli occhi di chi guarda e a che fare con la percezione pubblica. Come riportano Lyon e Montgomery (2015) le percezioni dei consumatori finali possono influenzare i giudizi sui prodotti e i comportamenti di acquisto. Akturan (2018) ha dimostrato che il greenwashing influisce negativamente sulla credibilità del marchio, che influenza indirettamente la brand equity e l'intenzione di acquisto. Il greenwashing può provocare così una crescente sfiducia dei consumatori e una perdita di reputazione delle aziende. Così come i consumatori, anche gli investitori potrebbero penalizzare in modo permanente le aziende che hanno tradito la loro fiducia (Teti et al., 2023). I problemi di reputazione derivanti dalle accuse di greenwashing possono danneggiare la credibilità di un'azienda e innescare ulteriori rischi per la sua posizione finanziaria. I rischi finanziari

legati al greenwashing possono infatti derivare dal concretizzarsi del rischio reputazionale o del rischio legale (ESMA, 2023).

La ricerca empirica sugli impatti del greenwashing è ancora limitata e presenta risultati contraddittori. Ad esempio, alcuni studi sul greenwashing e sulla performance finanziaria delle imprese mostrano una relazione negativa (Lee, Rasckhe, 2022). Gatti, Pizzetti e Seele (2021) hanno dimostrato che il greenwashing ha un impatto negativo sulle intenzioni di investimento. In particolare, gli autori distinguono tre tipologie di greenwashing: diretto, quando un'azienda diffonde informazioni false o fuorvianti sulle proprie pratiche ecosostenibili, indiretto quando è completamente esterno all'azienda ma attribuibile a un fornitore, e vicario quando coinvolge sia un'azienda sia il suo fornitore. I risultati dello studio evidenziano che il greenwashing diretto è la forma più dannosa per un'azienda in quanto aumenta la probabilità che venga incolpata per comportamenti scorretti e che gli investitori riducano la loro intenzione di investire. Il greenwashing indiretto, invece, ha un impatto meno significativo sulla reputazione e sugli investimenti. Nel caso del greenwashing vicario, invece, l'azienda può essere ritenuta responsabile delle azioni del proprio fornitore se queste sono il risultato di un mancato controllo da parte sua. Ciò sottolinea l'importanza di una gestione attenta della catena di approvvigionamento per evitare ricadute negative sulla propria reputazione. Du (2015) analizza l'impatto degli incidenti di greenwashing sui rendimenti anomali cumulati (CAR) delle imprese in Cina tra il 2011 e il 2012 e individua come il mercato sfavorisce il greenwashing mostrando un CAR significativamente negativo. In particolare, quando un'azienda viene scoperta a praticare greenwashing gli investitori tendono a rafforzare la loro convinzione che l'azienda non sia realmente rispettosa dell'ambiente e che le sue dichiarazioni di sostenibilità siano ingannevoli. Di conseguenza, gli investitori valutano negativamente l'azienda. Inoltre, la copertura mediatica svolge un importante ruolo di governance nell'influenzare il comportamento degli investitori e le reazioni del mercato. Ghitti et al. (2023) dimostrano che il greenwashing ha un impatto negativo sul valore delle imprese, misurato tramite il rapporto Tobin's Q. Questo risultato può essere spiegato dalla teoria dell'asimmetria informativa. Le aziende che praticano il greenwashing aumentano l'opacità delle loro informazioni, rendendo difficile per gli investitori valutare correttamente le loro performance. Di conseguenza, gli investitori tendono a ridurre il valore assegnato a queste aziende. Testa, Boiral e Iraldo (2018) affermano che le aziende che non comunicano in modo trasparente le loro pratiche ESG ottengono risultati

finanziari inferiori. Analogamente, Berrone et al. (2017) osservano che la crescente attenzione degli stakeholder verso le questioni ESG ha spinto le imprese a investire in iniziative volte a migliorare il loro impatto ambientale e sociale. Tuttavia, non tutte le iniziative ESG sono efficaci e che le aziende che ricorrono al greenwashing non ottengono alcun beneficio in termini di performance finanziaria. Teti et al. (2024) offrono una prospettiva differente esaminando come il mercato azionario (CAR) reagisce alle accuse di greenwashing diffuse dai media. Sorprendentemente, i loro risultati indicano che il mercato non penalizza immediatamente le aziende accusate di greenwashing. La spiegazione di questa apparente indifferenza risiede nella distinzione tra le accuse di greenwashing da parte dei media e le azioni legali intraprese da parte delle autorità governative. Diversamente dagli studi precedenti che si sono concentrati su aziende già accusate di greenwashing e quindi facilmente identificabili dagli investitori, Teti et al. (2024) hanno analizzato aziende etichettate come *greenwasher* dai media e che non hanno ancora subito accuse formali. Le prime segnalazioni di greenwashing da parte di ONG spesso non sono in grado di raggiungere un vasto pubblico e non hanno un impatto immediato sul mercato a meno che la presunta violazione non sia particolarmente grave. Tuttavia, se le autorità governative avviano delle indagini e confermano le accuse, il mercato tende a reagire negativamente penalizzando il prezzo delle azioni dell'azienda coinvolta. Per concludere, la risposta della comunità finanziaria non è strettamente allineata alle controversie ESG perché i mercati azionari sono in grado di identificare e reagire solo ad alcuni casi di greenwashing, ma non in modo preciso, sistematico e tempestivo (ibid). Oltre alla gravità della presunta violazione, la risposta degli investitori agli annunci di greenwashing è influenzata anche dalla reputazione e dalle dimensioni dell'azienda. Infatti, quando queste azioni vengono messe in atto da aziende con un'alta reputazione e grandi dimensioni la reazione negativa è limitata.

Coerentemente con l'analisi di Teti et al. (2024), uno studio dell'ESMA (2023) *The financial impact of greenwashing controversies* ha analizzato il ruolo che le controversie sul greenwashing possono avere nei confronti dei rendimenti azionari e il rapporto prezzo/utile (PE). L'analisi condotta evidenzia che le controversie legate al greenwashing hanno un impatto complessivamente limitato sulla reputazione delle aziende coinvolte. Questo dato suggerisce che investitori e mercati non attribuiscono grande importanza a tali accuse. Lo studio ha inoltre esaminato se la fonte delle accuse di greenwashing possa influenzare la loro reazione. In particolar modo, le ONG, attive nel campo degli

investimenti sostenibili e considerate fonti di informazioni credibili per la loro indipendenza, sono responsabili di circa il 50% delle denunce di greenwashing nel campione analizzato. Nonostante ciò, le accuse riportate da organizzazioni non governative non hanno avuto un impatto significativo sulla reputazione delle aziende. L'impatto limitato può essere attribuito a diverse ragioni. In alcuni casi, le denunce possono riguardare questioni indirette, come la condotta di fornitori dell'azienda, che non sono direttamente sotto il controllo della società accusata. In altri casi, le accuse potrebbero concentrarsi su una piccola porzione delle attività aziendali, con un impatto minimo sulla sua salute finanziaria complessiva (ESMA, 2023).

2.4 Metodi di misurazione del greenwashing

Negli ultimi anni, numerosi studiosi hanno tentato di quantificare il greenwashing con l'obiettivo di sviluppare metodologie più accurate per identificarlo. Tuttavia, la letteratura attuale non offre un quadro di riferimento ampiamente condiviso per la sua misurazione. Gli approcci basati su indagini e casi di studio, infatti, spesso non sono scalabili su un campione di aziende di grandi dimensioni (Dorfleitner, Utz, 2023). Sulla base delle definizioni fornite in precedenza, di seguito vengono presentati alcuni metodi di misurazione.

Walker e Wan (2011) e poi Roulet e Touboul (2015) definiscono il greenwashing come la differenza tra le azioni sostanziali e quelle simboliche di un'azienda. Walker e Wan (2011) misurano il greenwashing, con un metodo qualitativo, sottraendo il valore dell'azione sostanziale da quello dell'azione simbolica. Per calcolare una misura del greenwashing, Roulet e Touboul (2015) hanno estratto le valutazioni sull'Azione Sociale d'Impresa (CSA) delle aziende dal database Asset4. Asset4 è un'agenzia di rating extra-finanziario che raccoglie informazioni da diverse fonti pubbliche. Queste valutazioni distinguono tra CSA sostanziale, come la riduzione delle emissioni di CO₂ nell'ultimo anno o il numero di infortuni e incidenti mortali sul lavoro, e CSA simbolico, come la dichiarazione di una politica di riduzione delle emissioni ambientali o l'impegno per migliorare la salute e la sicurezza dei dipendenti. La misura finale del greenwashing è data dal rapporto tra le azioni simboliche e quelle sostanziali.

Yu et al. (2020), invece, definiscono "*greenwashers*" le imprese che cercano di creare un'immagine pubblica molto trasparente rivelando grandi quantità di dati ESG ma ottenendo al contrario scarsi risultati negli aspetti ambientali, sociali e di governance.

Allineandosi a questa definizione hanno calcolato il punteggio di greenwashing di un'azienda come la differenza tra una misura della quantità di divulgazione ESG (Bloomberg ESG disclosure score) e una misura della performance ESG (Asset4 ESG score). Il Bloomberg ESG disclosure score riflette la quantità di dati ESG che l'azienda divulga al pubblico, ma non misura la sua performance ESG; tutte le informazioni ESG divulgate da un'azienda vengono infatti conteggiate, indipendentemente dal fatto che siano favorevoli o negative. Più alto è il punteggio di Bloomberg ESG, più informazioni non finanziarie vengono divulgate.

Nella stessa ottica Lee and Raschke (2023) basano la loro misura di greenwashing sulla definizione di Delmas e Burbano definendolo come il rapporto tra la comunicazione positiva sulla performance ESG contenuta nei report ESG delle aziende e i punteggi ESG standardizzati forniti da Refinitiv che misurano in modo trasparente e oggettivo la performance, l'impegno e l'efficacia ESG relativa di un'azienda. Il greenwashing viene valutato calcolando il rapporto tra la frequenza delle parole relative ai criteri ESG nel report ESG e i punteggi ESG standardizzati di Refinitiv. Questo rapporto rappresenta l'enfasi qualitativa data alle parole ESG rispetto al punteggio ESG quantitativo. Un rapporto positivo indica potenziale greenwashing perché le aziende potrebbero enfatizzare eccessivamente la propria performance rispetto ai punteggi più oggettivi forniti dalle agenzie di rating ESG.

Anche Mateo-Márquez et al. (2022), come riportano Dorfleitner e Utz (2023), studiano empiricamente le attività di greenwashing delle imprese sulla base del quadro teorico presentato da Delmas e Burbano. Gli autori propongono un metodo per identificare il greenwashing basato sull'analisi delle prestazioni e della divulgazione delle emissioni di carbonio delle aziende. Il loro studio dimostra che un maggior numero di normative relative al cambiamento climatico riduce la tendenza delle aziende al greenwashing. Inoltre, le aziende che operano in Paesi con normative climatiche rigorose hanno una minore probabilità di impegnarsi in pratiche di greenwashing.

Un approccio presentato da Bauckloh et al. (2023) si concentra invece sul ruolo della sottoscrizione ad iniziative di sostenibilità, considerato come un modo per le imprese di comunicare la propria adesione ai valori dell'ambiente in cui operano e di garantire la propria legittimità. Per gli autori, tuttavia, quando l'attuazione dei principi dell'iniziativa è volontaria, rimane incerto se la sottoscrizione avvenga a scopo di free riding e greenwashing o se porti a un reale cambiamento delle attività aziendali. Per analizzare

questo fenomeno hanno misurato la coerenza tra la comunicazione della responsabilità sociale d'impresa di un'azienda e la sua reale performance ambientale. La serietà con cui le istituzioni finanziarie implementano gli aspetti di sostenibilità viene misurata con punteggi ESG. Ci si aspetta che un'azienda che partecipa all'iniziativa mostri un miglioramento maggiore nella performance di sostenibilità rispetto a un istituto finanziario comparabile che non ha aderito all'iniziativa.

Uno studio di Marquis et al. (2016) su 4.750 aziende quotate in borsa in 45 Paesi ha rilevato che le aziende con un impatto ambientale negativo sono meno propense a ricorrere alla divulgazione selettiva se sottoposte a rigorosi controlli e norme globali, in base al contesto normativo del Paese in cui operano. Il greenwashing viene misurato tramite una variabile ottenuta da Trucost che valuta l'entità della divulgazione selettiva. Tale variabile indica la misura in cui le aziende rischiano di creare un'immagine distorta di trasparenza e responsabilità, divulgando metriche ambientali positive che non rispecchiano il loro reale impatto ambientale.

A differenza degli studi precedenti, Todaro e Torelli (2024) e Horobet et al. (2024) valutano il greenwashing basandosi sulle controversie ESG, utilizzando l'ESG Controversies Score (ESGCV) di Refinitiv. Questo indicatore identifica le discrepanze tra le dichiarazioni pubbliche di un'azienda e le sue azioni concrete, un aspetto chiave del greenwashing e di altre forme di "*washing*" e ipocrisia aziendale. Le controversie ESG derivano da notizie pubbliche su comportamenti ESG discutibili raccolte da Refinitiv Workspace attraverso diverse fonti mediatiche, tra cui i principali organi di informazione in lingua inglese, ONG e sindacati (Todaro, Torelli, 2024). Il punteggio di controversia ESG, basato su 23 argomenti di controversia, viene calcolato considerando informazioni negative sull'azienda come ad esempio cause legali, multe, controversie legislative. È importante sottolineare che un valore più alto della variabile "*washing*" indica un'azienda meno controversa e quindi con un approccio meno fuorviante alla comunicazione sulla sostenibilità. Questo punteggio aiuta gli investitori a identificare le aziende che rischiano di subire danni alla reputazione o azioni normative a causa del loro coinvolgimento in controversie ESG, ma può anche essere utilizzato per monitorare i progressi nell'affrontare questioni ESG (Horobet et al., 2024).

Tuttavia, è importante sottolineare che tali controversie offrono informazioni sulla percezione del greenwashing da parte del pubblico, non necessariamente sui casi reali di greenwashing (ESMA, 2023). Questo riflette la natura intrinsecamente soggettiva del

greenwashing, come sostenuto da Seele e Gatti (2017), che lo definiscono un "fenomeno negli occhi di chi guarda".

In linea con Horobet et al. (2024), studi precedenti come quelli di Xue et al. (2023) e Ghitti et al. (2023) evidenziano l'utilità dell'ESG Controversy Score nel contrastare le preoccupazioni legate a iniziative di sostenibilità superficiali volte a migliorare artificialmente le performance ESG. La difficoltà per le aziende di nascondere gli scandali riportati dai media rende infatti l'ESG Controversy Score un valido strumento per identificare il greenwashing in fase preliminare ex-ante.

Ghitti et al (2023) utilizzano tre dimensioni diverse per misurare il greenwashing. In primo luogo, gli autori considerano l'eterogeneità presente tra i diversi fornitori di punteggi ESG come proxy del greenwashing. La costruzione dei rating ESG non è regolamentata e le metodologie possono essere proprietarie e poco trasparenti, il che porta a divergenze rilevanti tra i fornitori di dati. Gli autori sfruttano questa eterogeneità distinguendo tra rating ESG che si concentrano sugli impegni ambientali futuri (ex-ante) e quelli che valutano le performance ambientali passate (ex-post). In secondo luogo, confrontano il rating ESG di un'azienda con le sue effettive violazioni ambientali. Un'azienda con un rating ESG elevato ma che viene frequentemente sanzionata per violazioni ambientali potrebbe essere coinvolta in pratiche di greenwashing. Infine, un elevato livello di disaccordo tra i diversi fornitori di rating ESG può indicare la presenza di greenwashing: maggiore è la dispersione dei rating ESG, minore è il consenso sul comportamento ambientale effettivo delle imprese.

Yoo, Song et al. (2024) propongono, infine, una definizione di ESG-washing basata sulla discrepanza tra il miglioramento dei rating ESG e l'incremento degli investimenti tangibili. Le aziende che fanno "ESG-washing" dichiarano un impegno in materia ambientale, sociale o di governance ma non supportano tale impegno con investimenti concreti in ricerca e sviluppo, donazioni o compensi dei dirigenti. Ciò si basa sugli studi di Flammer (2021) per cui le aziende che praticano il greenwashing dichiarano un impegno per l'ambiente senza però effettuare investimenti concreti in tal senso e di Candelon et al. (2021) che, ampliando questa definizione a tutte le dimensioni dell'ESG, hanno dato vita al concetto di ESG-washing. Per valutare la presenza di tali investimenti, gli autori hanno selezionato con metriche quantitative le spese per la ricerca e sviluppo, le donazioni e i compensi dei dirigenti, rispettivamente per le aree di impegno ambientale, sociale e di governance. Nello specifico, classificano il fenomeno dell'*environment-washing*

(E_Washing) nelle aziende che riportano un miglioramento del rating ambientale (E) rispetto all'anno precedente, non accompagnato da un aumento del rapporto tra le spese per la ricerca e sviluppo e il totale delle attività.

Figura 11: Tabella sintattica delle metodologie di misurazione del greenwashing

Autori	Metodi di misurazione del greenwashing
Walker, Wan (2011) Roulet, Touboul (2015)	Differenza tra azioni sostanziali e simboliche di un'azienda (Asset4).
Yu et al. (2020)	Differenza tra la misura della quantità di divulgazione ESG (Bloomberg ESG disclosure score) e la misura della performance ESG (Asset4 ESG score).
Lee, Raschke (2023)	Rapporto tra la frequenza delle parole relative ai criteri ESG nel report ESG e i punteggi ESG standardizzati di Refinitiv.
Mateo-Márquez et al. (2022)	Rapporto tra le prestazioni e la divulgazione delle emissioni di carbonio delle aziende.
Bauckloh et al. (2023)	Coerenza tra la comunicazione della responsabilità sociale d'impresa di un'azienda e la sua reale performance ambientale.
Marquis et al. (2016)	Misurazione tramite una variabile ottenuta da Trucost che valuta l'entità della divulgazione selettiva.
Todaro, Torelli (2024) Horobet et al. (2024) Xue et al. (2023)	Misurazione sulla base di controversie ESG, utilizzando l'ESG Controversies Score (ESGCV) di Refinitiv.
Ghitti et al (2023)	Tre proxy diverse per misurare il greenwashing: eterogeneità dei punteggi ESG, violazioni ambientali, disaccordo tra rating.
Yoo, Song et al. (2024)	Discrepanza tra il miglioramento dei rating ESG e l'incremento degli investimenti tangibili.

Fonte: Elaborazione personale

Capitolo 3. ESG e la Fashion Industry

La moda è una delle industrie più importanti del mondo, in grado di trainare una parte significativa dell'economia globale. Con un valore stimato di circa 2,4 trilioni di dollari e una forza-lavoro di 300 milioni di persone, molte delle quali donne, rappresenta, infatti, uno dei settori chiave dell'economia mondiale²⁰.

Negli ultimi anni, soprattutto nel periodo post-pandemico, il settore della moda ha dato prova di grande resilienza, raggiungendo, nel 2022, livelli di profitto economico che hanno superato di gran lunga quelli degli anni precedenti. Tuttavia, secondo il rapporto annuale "*The State of Fashion 2024*" di McKinsey redatto in collaborazione con la testata giornalistica BoF (Business of Fashion), nel 2023 si è verificato un rallentamento generale in tutti i settori, incluso quello del lusso, che ha iniziato a risentire della crisi dopo un lungo periodo di prosperità. Sono diverse le cause che hanno alimentato questo declino. L'industria tessile e della moda sta vivendo un periodo di forte instabilità: conflitti geopolitici, crisi energetiche, normative più rigorose stanno generando un contesto economico difficile per l'intero settore. Non a caso, guardando al 2024, la parola più spesso citata dai dirigenti nel sondaggio BoF-McKinsey è stata appunto "incertezza" (McKinsey, BoF, 2024). Nel corso del 2024, infatti, ci si aspetta che il settore sia influenzato dalle oscillazioni della domanda che hanno caratterizzato gli ultimi anni. Durante questi periodi, le catene di approvvigionamento sono soggette a un fenomeno detto "*effetto bullwhip*" o "effetto frusta", in cui anche leggere fluttuazioni nelle vendite provocano notevole volatilità. Questo, di fatto, porta alla sottoutilizzazione delle capacità produttive delle fabbriche, alla necessità di ridimensionamento del personale e a ritardi negli investimenti infrastrutturali (ibid.). Oltre alle sfide economiche, che hanno esaurito le strategie di risparmio dei costi e che prevederanno forti aumenti di prezzo, un importante punto di pressione è dovuto alla crisi climatica e agli impatti che il settore, comprensivo di tutta la filiera, ha nei confronti dell'ambiente. Se da una parte, a causa degli eventi meteorologici estremi, le aziende dovranno rafforzare la loro resilienza, dall'altra, nuove normative in termini di sostenibilità andranno ad imporre standard più rigorosi (Euratex, 2024). Il cambiamento è dunque inevitabile e urgente.

Questo capitolo si propone di esaminare lo stato attuale dell'industria della moda e della sua catena del valore, concentrandosi innanzitutto sulla questione della sostenibilità.

²⁰ <https://unfashionalliance.org>

Attraverso un'ottica di "doppia materialità", verranno esplorate le dinamiche ESG di questo settore, esaminando i relativi impatti e le opportunità di miglioramento. La seconda parte verterà invece sulle strategie adottate dalle aziende per promuovere la propria sostenibilità, con un'attenzione particolare al ruolo delle certificazioni e al fenomeno del *greenwashing*, principale argomento di questa tesi. Infine, il capitolo si concluderà con un'analisi delle normative che entreranno presto in vigore e che influenzeranno l'intero settore, impattando, di fatto, sulla sostenibilità complessiva dell'industria.

3.1 Analisi di doppia materialità dell'industria della moda

3.1.1 Le vulnerabilità del settore

Il recente rapporto "*State of Global Climate*" dell'Organizzazione meteorologica mondiale (OMM, 2024) ha confermato che il 2023 è stato l'anno più caldo di sempre, con una temperatura media globale vicino alla superficie di 1,45°C, dato particolarmente significativo in quanto si avvicina in modo preoccupante al limite di 1,5°C stabilito dall'Accordo di Parigi sui cambiamenti climatici. Il rapporto ha anche evidenziato il superamento di numerosi altri record relativi ai livelli di gas serra, alle temperature superficiali, all'acidificazione degli oceani, all'innalzamento del livello del mare e al ritiro dei ghiacciai; punti di non ritorno che hanno provocato intense ondate di calore, inondazioni, siccità, incendi e cicloni tropicali. Gli impatti climatici sono purtroppo in rapida intensificazione e stanno causando immensi disagi e disordini, alterando la vita quotidiana di milioni di persone e minando lo sviluppo socioeconomico, con danni stimati per molti miliardi di dollari²¹. Nello specifico gli eventi climatici estremi stanno rappresentando una minaccia significativa per i mezzi di sussistenza dei lavoratori del settore della moda e potrebbero avere conseguenze disastrose sul fronte economico, rischiando di mettere a repentaglio fino a 65 miliardi di dollari di esportazioni nel settore dell'abbigliamento entro il 2030 (McKinsey, BoF, 2024); dati confermati anche dallo studio condotto dal Global Labour Institute della Cornell University e dalla società di gestione degli investimenti Schroders (Bauer, Williams, 2023). Questi eventi possono interrompere la produzione e mettere a rischio il benessere dei lavoratori soprattutto nei Paesi dell'Asia meridionale e del Sud-Est asiatico, che ospitano la maggior parte dei

²¹ <https://wmo.int/news/media-centre/climate-change-indicators-reached-record-levels-2023-wmo>

produttori di abbigliamento e che risultano essere particolarmente vulnerabili. Gli effetti dei cambiamenti climatici sono già visibili in Paesi come Bangladesh, Pakistan e Cambogia, e potrebbero portare alla perdita di quasi 1 milione di posti di lavoro nel settore. Vi è quindi il rischio di una crisi umanitaria imminente: gli eventi meteorologici estremi, causando la distruzione di parte del raccolto o influenzando i trasporti da regione a regione, possono limitare, se non bloccare del tutto l'utilizzo e la vendita dei prodotti raccolti (Webb, 2022). Le condizioni avverse, inoltre, limitano la produttività e la crescita, costringendo i produttori a interrompere le operazioni mentre lavorare in queste condizioni può esporre i lavoratori a danni fisici e malattie invalidanti come la febbre dengue (Bauer, Williams, 2023). Le più a rischio, in questo contesto, sono quindi le catene di fornitura, soprattutto quelle che forniscono materie prime. Secondo l'articolo "*Climate change is coming for fashion's supply chains*" di Vogue Business (Webb, 2022), il 2022, ad esempio, è stato un anno particolarmente difficile e caratterizzato da un aumento della volatilità dell'offerta di fibre naturali a causa di condizioni climatiche estreme. Paesi come il Pakistan e gli Stati Uniti, tra i principali esportatori di cotone, sono stati colpiti da eventi atmosferici avversi (inondazioni, il primo, e siccità, il secondo) che ne hanno quasi dimezzato la produzione. Il cotone è infatti considerato una coltura ad alta richiesta di acqua, il cui rendimento può essere compromesso da temperature elevate o dalla scarsità di acqua disponibile. Altri Paesi produttori, tra cui India, Brasile, Cina e Turchia, che producono seta, lana e fibre, sono a rischio, così come l'Asia meridionale e l'Africa, dove si producono cashmere, sisal e juta. Le capre da cashmere, le capre pashmina e la vigogna, fonti di alcune delle fibre naturali più pregiate al mondo, potrebbero vedere i loro habitat limitati e degradati a causa dei cambiamenti climatici. Anche la produzione di seta potrebbe essere compromessa dall'aumento delle temperature e dalle variazioni dell'umidità (Webb, 2022). Pertanto, è cruciale adottare misure preventive e strategie di adattamento per mitigare questi impatti negativi. Tuttavia, è importante sottolineare che queste misure non rappresentano soluzioni preventive a lungo termine e che il costo dell'inazione climatica è notevolmente superiore al costo dell'azione climatica (WMO, 2023). L'intensificarsi dell'impatto del cambiamento climatico nel corso del tempo è destinato quindi a minare la qualità delle materie prime e la vita delle comunità di piccoli produttori creando ulteriori pressioni sulle catene di fornitura aziendali.

A fronte di tali situazioni e contesti, il report della Cornell University identifica 4 azioni possibili da parte di aziende e fornitori:

- accettare passivamente il calo della produttività causato dal dissesto climatico senza adottare alcuna misura correttiva;
- modificare le strutture esistenti dei fornitori per mitigare gli impatti, garantendo vantaggi per tutti gli attori coinvolti nella catena del valore;
- trasferire le attività produttive in regioni meno colpite all'interno dei Paesi di origine;
- trasferire le attività produttive in altri Paesi che saranno meno soggetti ai rischi fisici del cambiamento climatico (Bauer, Williams, 2023).

Come mostra la Figura 9, i fattori che influenzano queste decisioni possono essere diversi e comprendono: le relazioni instauratesi con i *supplier*, la lunghezza e l'unicità di queste relazioni, i costi di trovare fonti alternative, la capacità di assorbire tali costi e le aspettative dei vari stakeholder.

Figura 9: fattori che influenzano la decisione di supportare l'adattamento dei supplier

Company Considerations	Factors that influence decision to support supplier to adapt
The affected supplier(s)	Length of relationship
	Provider of customized or unique products
	Scale of orders
Ability to absorb costs	Ability to maintain gross margins in case of production losses caused by climate change
	Sufficient maintenance of gross margins post retrofit
Costs of alternatives	Price differential for better prepared/less exposed suppliers in the same region
	Price differential associated with relocation to less exposed production centre
	Cost associated with restructuring supply chain lead times to new production and transportation logistics
Company commitments	Length and nature of existing supplier contracts
	External commitments to responsible purchasing practices
Third party expectations	Importance of sustainable practices to customer base
	Shareholder expectations

Fonte: Bauer, Williams, 2023.

Date le complesse interazioni tra le catene di fornitura e le attività aziendali, è imperativo che le imprese conducano un'analisi approfondita per individuare e comprendere i rischi derivanti dai cambiamenti climatici. Già nel 2015, il gigante del lusso Kering, in collaborazione con la società di consulenza Bsr, ha pubblicato un rapporto intitolato “*Climate Change: Implications And Strategies For The Luxury Fashion Sector*”, con l'obiettivo di identificare le loro catene di fornitura e attività per capire dove potevano essere maggiormente esposti agli impatti diretti e indiretti dei cambiamenti climatici.

Hanno così individuato sei materiali a rischio di estinzione nel loro settore che includevano, come menzionato prima, la pelle bovina e di vitello, la pelle di pecora e di agnello, la seta, la vigogna, il cashmere e il cotone e tre diverse tipologie di rischio. Il primo viene identificato come *input risks*, e fa riferimento alla disponibilità, alla qualità e al costo delle materie prime e degli input impiegati nella produzione dei prodotti aziendali. Oltre alle materie prime, di cui sopra, con input si considerano anche tutti quegli elementi aggiuntivi necessari alla produzione come l'acqua. L'acqua rappresenta, infatti, un input critico per varie industrie, tra cui la produzione di cotone, pelle, tessuti e capi d'abbigliamento. Ma dal momento in cui i cambiamenti climatici sono destinati ad influenzare pesantemente le risorse idriche, la produzione di questi materiali sarà messa a rischio. Ci sono già casi di fabbriche di fornitori localizzati in aree ad elevato stress idrico (specialmente in aree prossime alla desertificazione) che, soggette a una maggiore competizione e a normative più rigide in materia di gestione delle risorse idriche, stanno impattando la catena di approvvigionamento e la produzione stessa. Il report di Kering continua citando anche i *physical risks*, o rischi per la sicurezza e l'accesso alle operazioni e agli asset di un'azienda, con cui si intendono i rischi dovuti ad eventi imprevisti o condizioni avverse che possono compromettere la continuità delle attività e l'accesso ai beni aziendali. Gli eventi meteorologici estremi, ad esempio, possono interrompere le operazioni di produzione, causare ritardi o danni nel trasporto di materie prime e prodotti finiti. Oltre a ciò possono impattare sul sostentamento e la mobilità delle persone, portando a una maggiore instabilità della forza lavoro nelle operazioni e nelle catene di approvvigionamento. Infine, vengono presentati i *market risks*, o rischi di mercato, come i rischi che riguardano i cambiamenti nella domanda di mercato a causa di dinamiche esterne legate al riscaldamento globale. Questi comprendono sia le potenziali variazioni nella richiesta di prodotti sia l'efficacia delle strategie di marketing. Le condizioni climatiche instabili e le variazioni stagionali imprevedibili stanno infatti generando nuove sfide non solo nell'approvvigionamento, ma anche nel processo di progettazione dei prodotti. Verrà richiesto un adattamento nei processi di stile e concezione dei capi; ad esempio, diventerà sempre più importante considerare prodotti che siano compatibili con cambiamenti stagionali meno definiti e temperature più elevate. Oltre a questo, i brand dovranno modificare il loro modo di comunicare in base ad un consumatore più consapevole e interessato ad una moda più sostenibile (Kering, Bsr, 2015).

Figura 10: Framework di riferimento per migliorare la resilienza delle catene di approvvigionamento



Fonte: Kering, Bsr, 2015.

La Figura 10 illustra i passaggi chiave necessari per potenziare le catene di approvvigionamento e, di conseguenza, le aziende stesse. Inizialmente, è fondamentale identificare i propri asset strategici all'interno della catena del valore al fine di riconoscere i punti critici che richiedono adattamenti e individuare le opportunità più significative per ridurre le emissioni. Per poter procedere in modo efficace è necessario integrare i processi interni di approvvigionamento, coinvolgendo attivamente i fornitori e collaborando con diversi partner esterni (Bauer, Williams, 2023). Stabilire obiettivi a breve termine che affrontino le priorità indicate è alla base per poter sviluppare metodologie fondate su dati scientifici. Infine, è imperativo valutare se le azioni intraprese siano sufficienti per garantire la resilienza climatica obiettivo e se i target stabiliti siano robusti abbastanza per affrontare le sfide future. In sintesi, l'approccio proposto deve essere mirato, basato su evidenze scientifiche e flessibile per adattarsi ai mutamenti climatici in corso, assicurando così la sostenibilità a lungo termine delle operazioni aziendali; senza adeguate azioni preventive, la vulnerabilità del settore sulla qualità e sulla disponibilità delle materie prime e della forza lavoro, è destinata a peggiorare in futuro (Kering, Bsr, 2015). Le conseguenze principali comprendono l'aumento dei costi, una maggiore volatilità dei prezzi, una crescente concorrenza e, in alcuni casi, una completa interruzione della produzione quando le materie prime diventano scarsamente disponibili. Tutte situazioni che avranno inevitabilmente ripercussioni sull'andamento aziendale, con possibili riduzioni dei margini di profitto e impatti sui risultati finanziari

complessivi, minando nel contempo le aspettative dei clienti per quanto riguarda la qualità dei prodotti (Bauer, Williams, 2023).

Le riflessioni presentate in questo paragrafo riguardo le implicazioni del cambiamento climatico nell'industria della moda, possono essere facilmente estese anche al contesto geopolitico. L'attuale periodo storico, caratterizzato da notevoli turbolenze, sta generando instabilità sia a livello politico che economico. Questi fattori, così come il cambiamento climatico, influenzano negativamente le catene di approvvigionamento, aumentando la vulnerabilità delle aziende e i rischi ad esse correlati. Esempi recenti, oltre alle guerre in Ucraina e Palestina che hanno determinato un aumento dei prezzi dell'energia, sono gli attacchi da parte di gruppi pirati lungo il Mar Rosso. Attualmente il Canale di Suez, una delle rotte commerciali principali che collegano l'Oceano Indiano con il Mar Mediterraneo, è soggetto a interferenze da parte di pirati e ribelli Houthi nello Yemen, costringendo le navi cargo a evitare la rotta. Questo ha reso il passaggio attraverso il Canale di Suez quasi impossibile, obbligando ad una deviazione molto più lunga attraverso l'Africa che ha provocato un aumento dei costi di trasporto stimati fino al 250% e notevoli ritardi nelle consegne²².

Per concludere, le soluzioni presentate sono attuate con l'obiettivo di potenziare e rendere più resiliente l'azienda, assieme alla sua catena di approvvigionamento. In questo caso si parla di processi di "adattamento", ovvero un adeguamento che implica l'adozione di misure proattive per anticipare gli effetti negativi e azioni appropriate per prevenire o limitare i danni potenziali, nonché sfruttare le opportunità che potrebbero presentarsi. Diversi sono però i processi di mitigazione, che mirano a prevenire o ridurre le emissioni di gas serra nell'atmosfera al fine di attenuare gli impatti dei cambiamenti climatici; obiettivo che può essere raggiunto mediante la riduzione delle fonti inquinanti²³.

Dopo aver analizzato gli impatti dei cambiamenti climatici e delle instabilità geopolitiche nel settore della moda, adottando una prospettiva di doppia materialità, ci concentreremo quindi sulle esternalità, purtroppo negative, che questo settore esercita sull'ecosistema esterno.

²²<https://www.lamiafinanza.it/2024/01/la-nuova-minaccia-per-leconomia-globale-gli-attacchi-dei-pirati-nel-canal-di-suez/>

²³ <https://www.eea.europa.eu/en/about/contact-us/faqs/what-is-the-difference-between-adaptation-and-mitigation>

3.1.2 Esternalità negative

Guidata da marchi globali in un mercato altamente dinamico e competitivo, l'industria della moda ha un peso significativo negli equilibri economici mondiali. Ma se da un lato rappresenta un importante traino per l'economia globale, con un valore stimato di 2.4 trilioni di dollari, dall'altro è una delle industrie più inquinanti e più dispendiose in termini di risorse, con effetti che possono persistere per secoli, esaurendo risorse limitate come materie prime, acqua dolce, terra ed energia, e utilizzando sostanze chimiche pericolose e microfibre di plastica che finiscono spesso negli oceani, causando danni ambientali significativi (Garcia-Ortega, Galan-Cubillo et al., 2023). Secondo le valutazioni dell'*UN Fashion Alliance*, è infatti responsabile dell'8% delle emissioni di gas serra a livello mondiale e consuma circa 215.000 miliardi di litri d'acqua all'anno. I tessuti, poi, rappresentano il 9% delle perdite annuali di microplastica negli oceani e, infine, viene considerata una perdita annua di materiale di circa 100 miliardi di dollari a causa del sottoutilizzo²⁴. Sebbene i tessuti trovino applicazioni in diversi settori, come gli interni automobilistici, i tessuti igienici e i geotessili, la maggior parte delle fibre tessili, circa il 60%, viene impiegata nell'industria dell'abbigliamento (Filho, Perry et al., 2022). A causa delle sue complesse catene di approvvigionamento, caratterizzate da una forte competizione globale, produzione su larga scala e consumo rapido, l'industria tessile e dell'abbigliamento ha un'influenza significativa non solo sull'ambiente, ma anche sulla società. Questo impatto si riflette negativamente sugli obiettivi di sviluppo sostenibile, inclusa la crescita economica e lavorativa, la parità di genere e la sicurezza sul luogo di lavoro, e la struttura dei salari minimi. In particolare, nei Paesi in via di sviluppo, le questioni relative alle condizioni di lavoro, come la sicurezza, l'igiene e salute dei lavoratori, sono compromesse dal rapido tasso di crescita dell'industria e dalla mancanza di attenzione alla conformità normativa, che minano la sostenibilità sociale (Chowdhury et al., 2022).

Dal punto di vista ambientale l'impronta ecologica dannosa di questa industria è il risultato di diversi fattori che si estendono lungo l'intera catena del valore. L'industria tessile e della moda presenta una catena di approvvigionamento estesa e intricata, che inizia con l'agricoltura e la produzione petrolchimica per la fabbricazione delle fibre, e si estende fino alla produzione, alla logistica, alla vendita al dettaglio e all'utilizzo stesso dei prodotti (Niinimäki, Peters, 2020). Ogni fase di questo processo ha un impatto

²⁴ <https://unfashionalliance.org>

significativo sull'ambiente, a causa dell'utilizzo massiccio di acqua, materiali, sostanze chimiche ed energia.

Per quanto riguarda l'utilizzo di acqua nel settore, questa può essere suddivisa in due categorie principali: acqua blu, che include l'acqua di superficie o di falda utilizzata o persa durante l'irrigazione, i processi industriali o l'uso domestico, e acqua verde, che consiste nell'acqua piovana immagazzinata nel terreno e comunemente utilizzata per l'irrigazione. Riportando i dati dell'*European Environment Agency* (2022) che ha stimato i consumi per la produzione complessiva di abbigliamento, calzature e prodotti tessili per la casa acquistati dalle famiglie dell'UE nel 2020, sono state utilizzati circa 4.000 milioni di metri cubi di acqua blu, collocando il settore tessile al terzo posto per consumo d'acqua, dopo il settore alimentare e quello ricreativo. Inoltre, sono stati impiegati circa 20.000 milioni di metri cubi di acqua verde, principalmente per la produzione di cotone e principalmente consumati al di fuori del continente.

Passando alle materie prime, le valutazioni indicano che nel 2020, per soddisfare la domanda di prodotti tessili in EU, sono state utilizzate circa 175 milioni di tonnellate di materie prime primarie, posizionando il settore tessile come la quinta categoria di consumo in Europa per utilizzo di queste materie (EEA, 2022). In questo contesto gli impatti ambientali associati alla fase di approvvigionamento e produzione delle materie prime sono attribuibili sia alla coltivazione e alla produzione delle fibre naturali, come il cotone, la canapa e il lino, che comportano l'uso di risorse come terra e acqua, fertilizzanti e pesticidi, sia alla produzione delle fibre sintetiche, quali il poliestere e l'elastan, che richiedono energia e materie prime chimiche (Niinimäki, Peters, 2020). Anche in questo caso, solo il 20% è prodotto o estratto in Europa; di conseguenza, la maggior parte degli impatti ambientali derivanti dal consumo tessile europeo si verifica al di fuori dell'Europa, principalmente in Asia (EEA, 2022).

La produzione e l'uso di prodotti tessili sono associati poi alla generazione di emissioni di gas serra, provenienti principalmente dall'estrazione delle risorse, dalla produzione, dal lavaggio, dall'asciugatura e dall'incenerimento dei rifiuti. Nel 2020, la produzione di prodotti tessili consumati nell'UE ha causato emissioni di gas serra pari a 121 milioni di tonnellate di anidride carbonica (ibid.). Questo inserisce il settore tessile al quinto posto tra i principali responsabili dell'impatto climatico tra i consumi domestici. Come in precedenza, la maggior parte di tali emissioni, circa il 75%, si verifica al di fuori dell'Europa e circa l'80% dell'impatto totale del settore tessile si verifica durante la fase

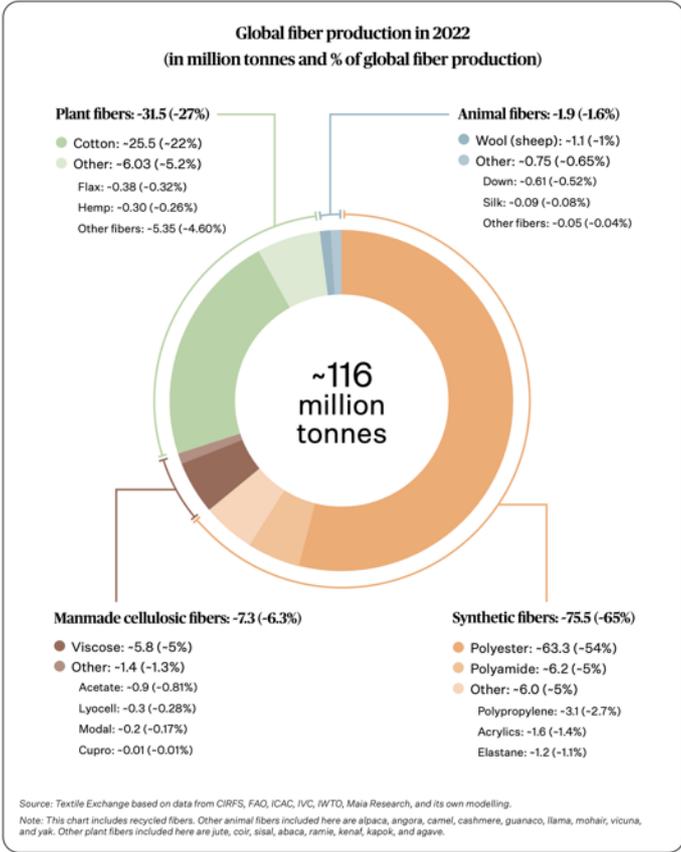
di produzione. Oltre a quest'ultima fase, da menzionare sono anche gli impatti logistici del trasporto globale lungo la catena, insieme all'energia impiegata nella manutenzione degli indumenti, come lavaggio, asciugatura, stiratura e lavaggio a secco. Nel contesto della fine vita del prodotto viene invece considerato lo smaltimento o l'incenerimento dei rifiuti tessili nelle discariche che rilascia nell'ambiente sostanze chimiche pericolose e gas serra (Filho, Perry et al., 2022).

3.1.3 Il modello *Fast Fashion*

L'importante impronta ecologica qui presentata è stata poi notevolmente amplificata dalla crescita del modello *fast fashion*, responsabile di circa la metà delle emissioni prodotte dall'industria. Dagli anni '90 rivenditori come la spagnola Zara e molte altre aziende europee e statunitensi, hanno colto l'opportunità di esternalizzare la produzione in Paesi asiatici a basso salario, dando vita ad un nuovo modello di business. Negli ultimi tre decenni, infatti, questa industria ha subito una rilevante trasformazione. Guidata dall'evoluzione delle catene di approvvigionamento globali, dalle strategie di vendita al dettaglio più snelle e, più recentemente, dalla digitalizzazione e dall'emergere dei rivenditori online, ha portato alla predominanza del concetto di *fast fashion*; modello di business caratterizzato dalla produzione, o, per meglio dire, dalla sovrapproduzione di abbigliamento economico e sempre alla moda, venduto da rivenditori di massa (Wren, 2022). Nonostante questa transizione venga talvolta presentata come una democratizzazione dell'abbigliamento, questo modello si basa sull'intensivo utilizzo di risorse naturali per produrre capi d'abbigliamento economici, realizzati da manodopera poco retribuita e spesso indossati solo per brevi periodi prima di essere scartati. Invece di rilasciare collezioni in due o quattro stagioni programmate, i marchi di fast fashion ne introducono di nuove settimanalmente, o, addirittura, quotidianamente, a prezzi molto bassi (ibid.). Ciò comporta una significativa riduzione del ciclo di vita degli indumenti, generando enormi quantità di rifiuti e contribuendo alla crisi ambientale e sociale, come indicato da varie stime e analisi. In questo contesto, l'abbigliamento è passato da essere un bene durevole e di pregio ad un acquisto quotidiano per molti consumatori attratti dall'idea di ottenere prodotti economici, anche se di qualità scadente, per aggiornare più spesso il loro guardaroba (Brydges, 2021). Emerge così il modello lineare "*take-make-waste*" che caratterizza l'industria della moda, articolato in tre fasi chiave: l'acquisizione delle materie prime, la produzione degli indumenti e lo smaltimento successivo.

Partendo dalle materie prime più utilizzate troviamo, in particolare, una crescita costante di fibre chimiche come il poliestere, la viscosa e il rayon. Secondo il report 2023 di Textile Exchange “Preferred Fiber & Materials Market Report” ben il 65% deriva direttamente dal petrolio (Figura 12).

Figura 12: Produzione globale di fibre 2022



Fonte: Textile Exchange, 2023

La scelta di utilizzare queste fibre ha però diverse implicazioni; in primis la deforestazione, considerato che la viscosa e il rayon richiedono l'utilizzo di grandi quantità di legno, portando alla distruzione di foreste. Il rayon, la viscosa e il modal sono infatti fibre semi-sintetiche ricavate dalla cellulosa del legno e loro produzione è in forte aumento per soddisfare la domanda dell'industria. Si stima però che il 30% del rayon e della viscosa provenga da foreste antiche e in pericolo, accelerando così il riscaldamento globale e minacciando le popolazioni locali (Filho, Perry et al., 2022). Alla deforestazione si aggiunge così il rischio legato al cambiamento climatico e all'inquinamento; per la creazione di una maglietta in poliestere che richiede l'utilizzo di combustibili fossili, vengono emesse circa 5,5 kg di CO2, rispetto ai 2,34 kg di una maglietta in cotone biologico

(Wren, 2022). Oltre alle emissioni, da menzionare sono anche le sostanze chimiche nocive che possono inquinare l'acqua e il suolo. Gli APEO, ad esempio, o Alchilfenoli Etossilati, sono tensioattivi utilizzati nell'industria tessile per le loro proprietà solventi e detergenti, sostanze però estremamente pericolose per l'ambiente, soprattutto per gli organismi acquatici; sono state infatti ritrovate in fiumi, falde acquifere e persino nella catena alimentare umana, avendo contaminato il pesce che mangiamo. L'effetto principale degli APEO è, però, quello di alterare lo sviluppo sessuale degli organismi, causando la femminilizzazione dei pesci. Ad oggi sono stati vietati in Europa, ma rimangono purtroppo in uso in altri Paesi, contribuendo a gravi squilibri economici nelle comunità dipendenti dalla pesca.

Per quanto riguarda le fasi centrali di produzione, le catene di fornitura del fast fashion si estendono soprattutto in Paesi in via di sviluppo con normative ambientali più basse, come evidenziato dalla presenza di 800 fornitori di H&M in nazioni come il Bangladesh e il Vietnam; Paesi che, come la Cina, hanno ancora una dipendenza energetica massiccia dal carbone e i processi di gestione delle risorse mancano di trasparenza. Anche quando vengono fissati standard ambientali superiori alla norma, la distanza geografica ne rende difficile il monitoraggio. Inoltre, i prodotti finali vengono spediti per via aerea per garantire tempi di consegna rapidi, aumentando ulteriormente le emissioni di anidride carbonica (Wren, 2022).

Infine, i marchi del *fast fashion* producono costantemente più merce di quella che possono effettivamente vendere. Circa il 60% dei capi prodotti da H&M e dai suoi concorrenti viene venduto, mentre il resto viene spesso inviato alle discariche; ogni secondo, l'equivalente di un camion di vestiti viene bruciato o sepolto in discarica²⁵.

Da questo racconto sulle esternalità negative, lato ambientale, è possibile ricavare una riflessione che riguarda le asimmetrie socioeconomiche delle catene del valore di tale settore, soprattutto del fast fashion, e delle dinamiche import-export globali.

Le fibre più utilizzate nell'industria tessile, come menzionato, vengono ricavate principalmente in Cina e in altri Paesi del sud-est asiatico. Se consideriamo l'export degli abiti confezionati, questo è più distribuito, coinvolgendo anche Europa, Bangladesh, Vietnam, Turchia, India e, come sempre, altri Paesi del Sud-est asiatico (WTO, 2023). I maggiori importatori del settore tessile e dell'abbigliamento, secondo i dati presentati dal report del WTO sono, però, l'Unione Europea, gli USA, il Giappone, il Regno Unito e la Cina,

²⁵ <https://www.ellenmacarthurfoundation.org/topics/fashion/overview>

tra i Paesi che guadagnano di più da quest'industria. Da ciò è possibile percepire l'asimmetria presente nella catena del valore, con i profitti concentrati nelle fasi finali della filiera e la maggior parte delle esternalità negative, con danni socio-ambientali, prevalentemente nelle periferie; territori che vengono profondamente mutati dalla deforestazione, dall'inquinamento e da danni irreversibili che si abbattano, di fatto, sul sostentamento e sulla qualità della vita delle popolazioni locali. L'industria tessile e dell'abbigliamento, delocalizzando gli oneri ambientali e sociali associati alla sua attività, fa quindi ricadere i costi della produzione di massa su Paesi con salari bassi e scarse tutele ambientali e lavorative. Molti di questi hanno standard occupazionali e di sicurezza che spesso non vengono adeguatamente applicati, esponendo i lavoratori a una serie di rischi professionali (Bick, Halsey, 2018). Oltre a tali condizioni, frequenti disastri internazionali, come il tragico crollo della fabbrica Rana Plaza del 2013 in Bangladesh (la più grande tragedia che abbia colpito l'industria della moda moderna causando la morte di 1134 lavoratori) hanno puntato l'attenzione sugli standard di sicurezza per i lavoratori dei Paesi meno sviluppati, ma negli anni non ci sono stati subito miglioramenti significativi (ibid.).

Il crollo di Rana Plaza, nello specifico, è stato l'evento che ha messo in evidenza l'impatto devastante del fast fashion non solo sulle condizioni dei lavoratori nelle catene di approvvigionamento, ma anche sull'intero ciclo di valore della moda, che sfrutta sia le persone che l'ambiente. In risposta a questa tragedia sono state intraprese diverse iniziative, tra cui l'Accordo del Bangladesh, che ha coinvolto i sindacati di questo Paese e gruppi per i diritti dei lavoratori, con l'obiettivo di affrontare le condizioni di lavoro e Fashion Revolution, ad oggi il più grande movimento di attivismo per la moda a livello globale, che ha visto il coinvolgimento di cittadini, brand, politici e numerose organizzazioni non governative²⁶. Tra queste, vi è Greenpeace, che aveva già attivato nel 2011 la campagna "*Detox My Fashion*", per affrontare il problema delle sostanze chimiche pericolose e la sicurezza dei prodotti sfidando l'industria tessile ad assumersi la responsabilità dell'inquinamento della catena di fornitura (Cobbing, Wohlgemuth et al., 2023). Greenpeace ha convinto 29 marchi a firmare un impegno Detox che è stato poi approvato e sviluppato dalla ZDHC (Zero Discharges of Hazardous Chemicals), un'organizzazione multi-stakeholder che comprende oltre 320 firmatari provenienti da tutto il settore per guidare l'industria della moda nell'eliminazione delle sostanze

²⁶ <https://www.fashionrevolution.org/about/>

chimiche nocive dalla sua catena di fornitura globale²⁷. Se dapprima l'attenzione dei brand e delle autorità di regolamentazione europee era prevalentemente rivolta alla sicurezza dei prodotti, ad oggi si concentra verso modelli di business circolari che ottimizzano l'uso delle risorse, riducono le emissioni e la produzione di rifiuti e permettono l'implementazione di una gestione sostenibile della catena di fornitura (SSCM).

In sintesi, il fast fashion ha accentuato un modello di business lineare già insostenibile, evidenziando la necessità di un cambiamento radicale lungo l'intero ciclo di vita del prodotto.

Dopo aver esaminato, utilizzando una prospettiva di doppia materialità, le criticità dell'industria tessile e della moda con le sue vulnerabilità ed esternalità negative, affronteremo ora le dinamiche ESG che, auspicabilmente, verranno adottate per rendere più sostenibile e resiliente questo settore.

3.2. Dinamiche ESG nel settore della moda

A seguito della situazione descritta nel paragrafo precedente, nel 2018 l'UN Climate Change ha avviato un programma di lavoro convocando gli stakeholder del settore moda per sviluppare una posizione coerente e unitaria sul clima, con il fine di unire le forze e mettere in contatto le diverse parti interessate in questa industria, dai produttori di materie prime e tessili, ai brand. L'obiettivo è quello di identificare nuove aree di azione e potenziare le iniziative esistenti lungo tutta la catena del valore, esplorando strategie che permettano al più ampio settore tessile, di impegnarsi efficacemente nell'azione per il clima. In questo contesto rientra l'UNCCC Fashion Industry Charter for Climate Action, un programma d'azione istituito per guidare il settore nel raggiungimento di un futuro rinnovabile e a zero emissioni, in linea con i percorsi di resilienza di 1,5°C entro il 2050, e a sostegno dei più ampi Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (Hohmann, Xhaferi-Salihi, 2023).

I 99 membri del programma si sono impegnati a rispettare gli obiettivi del *Charter* riconoscendo l'importanza della collaborazione costante e di una rendicontazione trasparente seguendo i KPI's forniti dal CDP. Tutti i firmatari che sottoscrivono la Carta della Moda devono infatti conformarsi all'obbligo di rendicontazione del CDP e divulgare

²⁷ <https://www.roadmaptozero.com>

le proprie emissioni di gas serra (Scope 1, 2, 3) e altre informazioni relative al clima. Inoltre, per fornire a tutti i firmatari e all'UNFCCC le informazioni necessarie per valutare al meglio il rischio climatico dell'industria della moda e i suoi progressi, il programma raccomanda di cercare e riportare dati verificati da terzi sulle informazioni chiave (ibid.). Oltre a queste raccomandazioni delle Nazioni Unite, pressioni sulla ricerca di sostenibilità del settore sono state portate avanti anche dalle principali Istituzioni mondiali, prima fra tutte l'Unione Europea con l'*EU Textile Strategy*, una massiccia iniziativa mirata a stabilire un quadro di riferimento e una visione comune per la transizione del settore tessile, che verrà approfondita in seguito.

La *compliance* normativa non è la però la sola motivazione che ha spinto le aziende del settore ad approcciarsi ad iniziative e programmi di sostenibilità. I consumatori di oggi, specialmente le giovani generazioni, sono molto più consapevoli e sensibili alle dinamiche di sostenibilità, chiedendo trasparenza e responsabilità etica ai brand che sostengono. Adottare questi principi aiuterebbe i brand a promuovere la fedeltà al marchio, a migliorare la loro reputazione e a creare rapporti più duraturi con i propri consumatori. D'altra parte, anche gli investitori, come discusso nel primo capitolo, si stanno indirizzando verso investimenti responsabili e sostenibili, chi per questioni etiche, chi per approfittare di rendimenti più alti e duraturi, oltre che ridurre il rischio; questi riconoscono, infatti, che i marchi con solide pratiche di sostenibilità tendono a dimostrare una gestione del rischio e un potenziale di innovazione superiori. È evidente dunque, che alla luce delle pressioni di vari stakeholder e dall'influenza delle varie Istituzioni per ridurre l'impronta ambientale e migliorare le condizioni di lavoro, i criteri ESG stanno progressivamente emergendo come quadro fondamentale per valutare il valore e la sostenibilità delle imprese del settore della moda. L'adozione dei principi ESG offre quindi ai brand la possibilità di guidare un cambiamento positivo e di allinearsi così alle aspettative dei consumatori e degli investitori oltre che ai requisiti normativi. L'analisi delle pratiche ESG all'interno del settore rivela la complessità dell'implementazione di strategie sostenibili in vaste catene di fornitura globali, ma offre anche opportunità come il differenziamento sul mercato e una maggiore resilienza.

Secondo il report "*Just Fashion Transition 2023*" della società di consulenza Ambrosetti, redatto in occasione del *Venice Sustainable Fashion Forum 2023*, le aziende globali stanno lanciando un chiaro segnale di cambiamento spinte soprattutto dalla pressione normativa, seppure con molti ostacoli da superare. Lo studio ha indagato 100 aziende

europee nel perimetro di applicazione della nuova CSRD, valutate in base al presidio e alle performance di sostenibilità, con più 2.800 aziende di fornitura in giro per il mondo. In particolare, è stato evidenziato come il 29% delle società non abbia ancora una rendicontazione strutturata sulla sostenibilità. Nonostante il presidio delle aziende europee su questo ambito sia aumentato del 17%, ad oggi, nessuna azienda ha dimostrato di raggiungere il massimo livello di monitoraggio, con la migliore che rispetta solo il 70% dei requisiti complessivi di maturità. Tra le tematiche più controllate vi sono il cambiamento climatico e le emissioni di GHG, anche se solo poche aziende sono riuscite a rendicontarle in modo continuativo negli ultimi anni. La biodiversità è, invece, il focus meno presidiato; solo 4 aziende hanno infatti fissato obiettivi quantitativi per misurare l'impegno. Un dato rilevante che emerge riguarda invece il livello di *commitment* che le organizzazioni possono avere nei confronti della sostenibilità: "le aziende con una funzione dedicata hanno il 36% di probabilità in più di presidiare in modo maturo i temi ESG e il 100% delle aziende dotate di MBO ha definito un obiettivo su almeno 3 diversi temi" (The European House - Ambrosetti, 2023). Analizzando lo stato ESG delle catene di fornitura, invece, è emerso che, specialmente in ottica di diritti umani, meno del 2% dei lavoratori riceve un salario di sussistenza e, dal lato ambientale, sono aumentati del 42% i valori complessivi delle emissioni indirette scope 3 (dovuto, probabilmente, ad una maggior sensibilità delle metodologie di calcolo). Invece, tra i 30 principali fashion retailer al mondo analizzati, solo 12 presidiano in modo strutturato la sostenibilità. Il loro impegno si concentra sul cambiamento climatico: circa il 92% stabilisce obiettivi quantitativi di riduzione delle emissioni di CO2 e, tra questi, il 58% identifica obiettivi coerenti con gli SBT. Infine, emerge un rischio di greenwashing elevato anche se non sembra avere particolari ripercussioni sulle aziende coinvolte. Al momento, infatti, "nessuna delle 28 dispute ESG ha comportato sanzioni" (ibid.).

3.2.1 Pratiche ESG

Finora, la ricerca sulla sostenibilità nell'industria della moda si è concentrata soprattutto su aspetti legati al *green procurement*, al *sustainable designing*, alla produzione più responsabile e al green marketing oltre che alla creazione di supply chain circolari. La maggior parte di questi studi si è soffermata quindi su questioni rilevanti per le decisioni manageriali relative alle responsabilità sociali d'impresa (CSR), al marketing e alle modalità con cui i consumatori reagiscono in termini di abbigliamento sostenibile,

evidenziando diversi aspetti della moda sostenibile, tra cui l'impatto ambientale, gli scarti tessili, l'approvvigionamento cruelty-free e i concetti di riciclo e riutilizzo (Sinha, Sharma et al., 2022). In letteratura, mancano, ad oggi, analisi che riguardano in senso più ampio l'adozione di principi e criteri ESG in questo settore. Da menzionare troviamo un recente studio del 2023 di Yu, Minhwan e Han *“Key driver of textile and apparel industry management: fashion brand ESG and brand reputation”* che ha lo scopo di sviluppare e convalidare criteri multidimensionali che possono essere utilizzati per valutare la gestione ESG dei marchi di moda (Yu, Minhwan et al., 2023). Troviamo poi *“Navigating Sustainability through Greenhouse Gas Emission Inventory: ESG Practices and Energy Shift in Bangladesh’s Textile and Readymade Garment Industries”* di Biswas, Azad et al., 2023, che analizza l'impatto del sistema ambientale, sociale e di governance (ESG) sulle emissioni di gas serra delle industrie. Per presentare un quadro più completo di quello che le aziende stanno facendo e possono fare in termini ESG, prenderemo come riferimento soprattutto le indicazioni formulate dalla società di consulenza Accenture nel report annuale *“Scaling ESG Solutions in Fashion 2023”* (Figura 13). Il rapporto, in dettaglio, identifica 12 aree d'azione chiave per la trasformazione, che vanno dal clima e l'ambiente, alla trasparenza, al coinvolgimento dei consumatori, all'etichettatura, all'impatto sociale e ai diritti umani. Queste leve, che spaziano tra carbonio, utilizzo di plastica, circolarità, diritti del lavoro etc., esplorano le iniziative, le tecnologie e le pratiche che i brand possono adottare oggi e quelle a cui dare priorità prossimamente.

Figura 13: Le 12 aree d'azione per la trasformazione ESG



Fonte: Accenture, 2023

Tra le principali priorità, come menzionato prima, vi è collaborare a soluzioni per raggiungere il Net Zero, riducendo le emissioni di carbonio nello Scope 1, 2 e 3. Specialmente in questa industria, è lo Scope 3, ovvero le emissioni derivate da fonti non

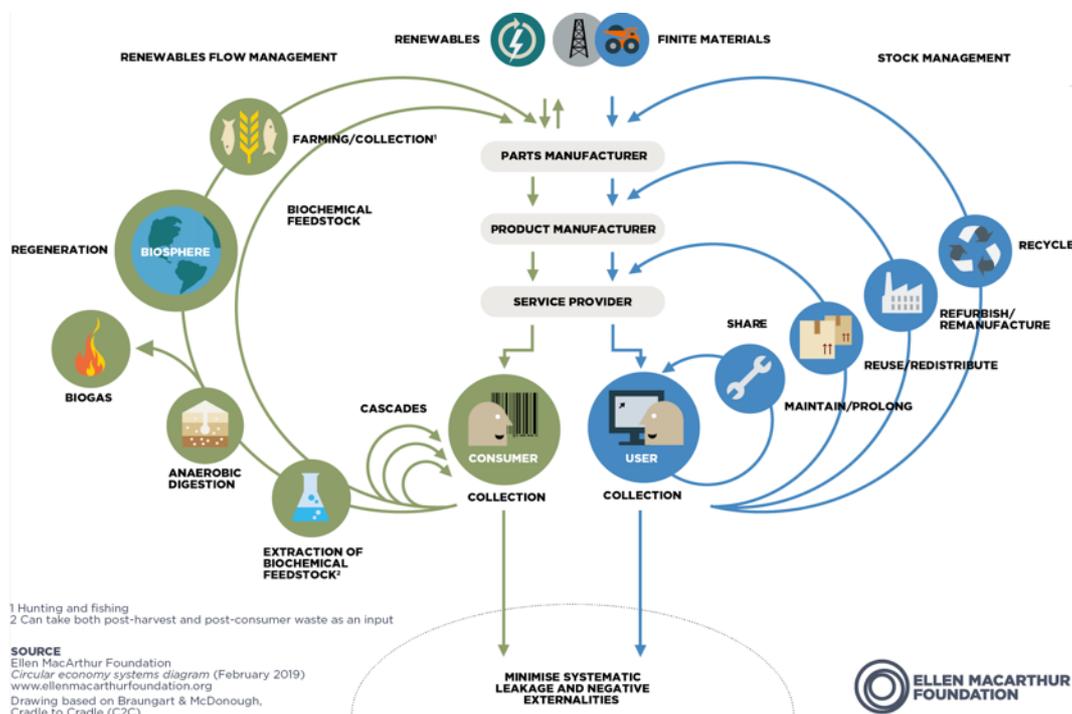
direttamente controllate dall'azienda, come le catene di fornitura, l'utilizzo e lo smaltimento dei prodotti, ad avere l'impatto più elevato. Per questo, migliorare gli impianti, stipulare accordi con i propri fornitori ed eliminare il carbone nella produzione con l'energia rinnovabile è tra gli obiettivi proposti. In particolare, l'eliminazione di GHG nell'industria e nella rete di fornitura ha il potenziale di ridurre fino all'8% delle emissioni annuali di carbonio a livello globale, più di tutti i voli internazionali e i trasporti marittimi messi insieme (Accenture, 2023). Per fissare questi ambiziosi obiettivi, è cruciale riuscire a tracciare e divulgare le emissioni, allineandosi con i percorsi di riduzione proposti dai Science Based Targets. Nonostante questo, le emissioni non tracciate rappresentano ancora una sfida diffusa, compromettendo la precisione delle relazioni di rendicontazione rispetto agli obiettivi di riduzione pianificati. Per monitorare efficacemente il progresso verso l'obiettivo di riduzione del 45% entro il 2030 stabilito dall'UNFCCC, è necessaria quindi una maggiore trasparenza sulle riduzioni delle emissioni di ogni organizzazione (Hohmann, Xhaferi-Salih, 2023).

Passando, invece, alle fibre utilizzate, i brand dovrebbero investire e sostenere l'adozione di fibre più sostenibili, comprese le fibre riciclate legate ad un processo di economia circolare e fibre naturali coltivate con pratiche di agricoltura rigenerativa. Per conformarsi alla Carta dell'Industria della Moda delle Nazioni Unite, è fondamentale impegnarsi a procurare il 100% dei materiali prioritari entro il 2030, preferibilmente a basso impatto climatico e garantendo che non abbiano conseguenze negative sul clima. Il poliestere vergine, per esempio, nonostante sia uno dei materiali più utilizzati a livello globale, presenta impatti ambientali significativi, derivando da combustibili fossili, rilasciando microplastiche nell'ambiente ed essendo non biodegradabile. Tuttavia, sarebbe possibile ridurre l'impatto di tale fibra, adottando fibre naturali rigenerative o organiche, nonché poliestere riciclato, proveniente da rifiuti tessili esistenti anziché da bottiglie di plastica; nel 2021 però, meno dell'1% del mercato globale delle fibre proveniva da tessuti riciclati pre- e post-consumo (Accenture, 2023). Un passo importante sarebbe, infatti, quello di riuscire a trasformare gran parte dei rifiuti tessili in nuove fibre o prodotti. Per poter ottenere risultati soddisfacenti è necessario però controllare la gestione di raccolta, di selezione e di trattamento da applicare (ibid.).

3.2.2. Economia Circolare

Tutte le pratiche menzionate finora possono essere comprese nella definizione di economia circolare, modello che cerca principalmente di riorientare il flusso lineare di materiali ed energia, in sistemi circolari o "a circuito chiuso", fortemente analizzato in letteratura proprio per mitigare e modificare i modelli di business di questo settore. Adottando la definizione della Ellen MacArthur Foundation, l'economia circolare è un sistema in cui i materiali non diventano mai rifiuti ma vengono rigenerati in un continuo flusso, riuscendo così ad affrontare il cambiamento climatico e altre sfide globali, come la perdita di biodiversità, i rifiuti e l'inquinamento, disaccoppiando l'attività economica dal consumo di risorse limitate ²⁸.

Figura 14: Il diagramma che spiega l'economia circolare



Fonte: Ellen MacArthur Foundation, 2019

Come mostra la Figura 14, la *circular economy* può essere spiegata attraverso un diagramma a farfalla in cui sono riconoscibili due *loop* principali: il ciclo tecnico e il ciclo biologico. Nel primo, i prodotti e le materie prime sono mantenuti in circolazione attraverso processi come il riutilizzo, la riparazione, la rifabbricazione e il riciclaggio. Nel

²⁸ <https://www.ellenmacarthurfoundation.org/topics/circular-economy-introduction/overview>

ciclo biologico, invece, i nutrienti dei materiali biodegradabili vengono restituiti alla Terra per rigenerare la natura.

La CE riguarda quindi la chiusura, il rallentamento o la riduzione dei cicli delle risorse. La chiusura dei loop si riferisce al riutilizzo dei materiali attraverso il riciclo, il rallentamento riguarda invece l'uso e il riutilizzo prolungato dei beni nel tempo, mentre il restringimento dei loop ha a che fare con la riduzione dell'uso delle risorse associate al prodotto e al processo di produzione, ovvero il miglioramento dell'efficienza. A livello di business, negli anni sono stati individuati tre principali categorie di attività di CE riportate dalle aziende: la gestione delle risorse e dei rifiuti, la fase di progettazione del prodotto (Design for Sustainability) e lo sviluppo di nuovi modelli di business. Oltre a questi, da evidenziare ci sono anche l'ottimizzazione generale delle risorse e l'uso di risorse rinnovabili che rientrano tra le strategie di approvvigionamento e di efficienza energetica, così come il recupero dei rifiuti e le strategie di fine vita (Stewart, Niero, 2018).

A livello di *fashion industry*, l'implementazione di dinamiche legate alla CE non è però ancora considerata in modo olistico. Gli studiosi che hanno analizzato la CE nell'industria della moda si sono concentrati soprattutto su programmi di ritiro e scambio di indumenti, sui servizi di riparazione e anche su pratiche consolidate, come gli acquisti di seconda mano e il riciclo dei materiali. Sono note, per esempio, le iniziative di brand fast fashion come H&M, Zara, Uniqlo e The Gap che hanno implementato diversi programmi di riciclo o "take back" degli abiti con l'obiettivo di ridurre i rifiuti e affrontare la cultura dell'usa e getta (Rahman, Hu, 2023). Tutte queste pratiche, si soffermano però sulla fase finale dei rifiuti, non approfondendo gli impatti di tutta la catena a monte, nei processi di take e make. Uno studio di Brydges, del 2021 "*Closing the loop on take, make, waste: Investigating circular economy practices in the Swedish fashion industry*" ha rilevato come i brand stiano implementando selettivamente e strategicamente interventi di CE (soprattutto riguardanti la questione dei rifiuti) in diverse fasi delle loro catene di fornitura, ancora molto lineari, senza però rivedere, in senso olistico, le pratiche che rendono l'industria così insostenibile. In quest'ottica, la circular economy, così come altri concetti di sostenibilità, può perdere di significato, diventando, di fatto, *greenwashing* (Brydges, 2021). Una delle maggiori difficoltà nell'attivare soluzioni appropriate a livello di supply chain, è dovuta dalla mancanza di dati per tracciare le reti di fornitura. Basti pensare che attualmente, solo il 47% dei marchi ha tracciato i fornitori oltre il Tier 1 (primo livello di fornitori). La mancanza di trasparenza e tracciabilità della rete aumenta però la

probabilità di sfruttamento, condizioni di lavoro non sicure e danni ambientali; in questo contesto ben il 50% dei grandi marchi non divulga informazioni sulle proprie supply chain (Accenture, 2023). Tra gli interventi necessari vi è quindi il mappare lo stato attuale della propria rete, rintracciando e analizzando i partner, per poi divulgare almeno le strutture di livello 1 e 2. Questa tracciabilità risulta essere fondamentale per poter valutare gli effettivi impatti e i costi ambientali e sociali insiti nella produzione ed evitare il greenwashing attraverso la condivisione dei dati (ibid.).

Se da una parte le regolamentazioni continueranno a rimodellare l'approccio della moda alla sostenibilità, la materialità finanziaria e la *due diligence*, guidata dall'UE e dagli investitori, spingono verso una maggiore tracciabilità e trasparenza. A causa di queste pressioni, i marchi della moda hanno quindi aumentato la divulgazione della loro *due diligence* sociale e ambientale.

3.2.3 ESG disclosure e Trasparenza

Il reporting di sostenibilità, come menzionato nel primo capitolo, si riferisce alla divulgazione pubblica, volontaria e non finanziaria di informazioni aziendali che includono gli impatti economici, sociali e ambientali delle imprese, effettuata seguendo delle linee guida o KPI forniti da agenzie specialistiche. Nel redigere questi report, ci si aspetta che un'azienda divulghi non solo gli indicatori interni, relativi, ad esempio, all'efficienza energetica della sede centrale, ma anche quelli esterni, relativi a tutta la catena di fornitura che interessa una più ampia varietà di stakeholder e che comprende circa l'80% degli impatti ambientali e sociali negativi. Nell'ultimo periodo le aziende di questo settore hanno subito una crescente pressione da parte degli investitori, dei consumatori e delle istituzioni, affinché diventino più trasparenti riguardo agli standard e alle procedure di sostenibilità adottate, soprattutto per quanto riguarda le supply chain globali che, proprio per caratteristiche insite, possono creare numerose opportunità riguardo lacune normative, consentendo corruzione e violazione dei diritti umani e ambientali; un problema comune nei Paesi fornitori più sottosviluppati è, per esempio, che, cercando di attrarre più investimenti stranieri, le leggi nazionali vengono comunemente violate e i governi si limitano dall'approvare regolamenti rigorosi sui diritti umani e sulla protezione ambientale (Jestratijevic, Uanhoro, Creighton, 2021). Un esempio dell'"opacità" della catena di approvvigionamento della moda è quando, dopo il crollo della fabbrica a Rana Plaza in Bangladesh, i principali rivenditori non sono stati in

grado di stabilire se si fossero riforniti o meno da quella fabbrica, nonostante le etichette dei loro marchi fossero state trovate tra le macerie. La trasparenza delle informazioni sulla sostenibilità, in quest'ottica, è stata riconosciuta come un fattore critico per sostenere la legittimità aziendale, dimostrare integrità e competenza manageriale e operativa, costruendo al contempo un rapporto di fiducia con gli stakeholder (Jestratijevic, Uanhero, Islam Rana, 2024).

Ad oggi, però, alcuni brand continuano a non tracciare l'intera catena di fornitura facendo mancare i dati necessari per l'analisi. Per molti marchi, la trasparenza rappresenta infatti una strategia controversa in cui ci si aspetta che un'azienda condivida segreti commerciali o informazioni sulla proprietà intellettuale che potrebbero servire ad un concorrente specialmente nel settore del lusso, dove know-how e esclusività sono alla base del modello di business (Jestratijevic, Uanhero, Creighton, 2021).

Altri, invece, optano per una rendicontazione reattiva e selettiva, aumentando la trasparenza in alcune aree per combattere la non conformità e mitigare la gravità di altre. In questo caso vengono selettivamente divulgate informazioni sulle loro politiche, gli obiettivi, le responsabilità di governance e i processi in materia di diritti umani e questioni ambientali, divulgando però molto meno sui risultati finali dei loro sforzi in questi termini. Nello specifico, i risultati indicano che le aree di rendicontazione della catena di fornitura sono ancora tra le più lacunose e opache; infatti a causa dell'assenza di obblighi di rendicontazione rigorosi nel settore, i brand del lusso e del fast fashion possono decidere a loro discrezione quali indicatori di sostenibilità misurare e rendicontare (Jestratijevic, Uanhero, Islam Rana, 2024).

Infine, vi sono aziende che scelgono di utilizzare in modo improprio il reporting di sostenibilità come strumento di promozione e di cosiddetto "*window dressing*", in cui termini di sostenibilità vengono utilizzati per ingannare i consumatori e fare greenwashing (ibid.). Questa situazione è ben dimostrata dal report "*Fashion Transparency Index*" di Fashion Revolution, con cui ogni anno vengono classificati 250 tra i maggiori brand e rivenditori di moda del mondo, in base al loro livello di reporting e divulgazione²⁹. L'indice di trasparenza esamina la divulgazione pubblica dei marchi attraverso 258 indicatori in 5 aree chiave tra cui politiche e impegni, governance, tracciabilità della catena di fornitura, diritti umani e pratiche ambientali; aree cruciali per promuovere un cambiamento sistemico, consentendo così ad investitori, legislatori, ONG,

²⁹ <https://www.fashionrevolution.org/about/transparency/>

sindacati e lavoratori di chiedere conto ai marchi e ai rivenditori di quanto stanno facendo. Nel 2023, per la prima volta, due brand hanno ottenuto un risultato maggiore dell'80%, tra cui l'italiana OVS, mentre il ranking medio totale si attesta al 26%. Anche quest'anno molte aziende, tra cui grandi brand del lusso, hanno deciso di esporre di più le loro politiche e i loro impegni, mancando di evidenziare i risultati ottenuti, gli esiti e gli impatti dei loro sforzi. In questo senso, ci sono ancora interessi nel mostrare promesse vuote e obiettivi poco ambiziosi (Simpliciano, Barry et al. 2023). Anche i marchi che hanno ottenuto i punteggi più alti nell'Indice non hanno divulgato informazioni su questioni come l'audit sociale, i salari di sussistenza, le pratiche di acquisto, la sindacalizzazione, l'equità di genere e razziale, i volumi di produzione e di rifiuti, la circolarità, l'uso di sostanze chimiche, la deforestazione e le emissioni di carbonio nella catena di fornitura: circa l'88% dei principali marchi di moda non rivela ancora i propri volumi di produzione annuali, oscurando la portata e la verità della sovrapproduzione, mentre il 99% non rivela l'impegno a ridurre il numero di nuovi articoli prodotti (ibid.).

La trasparenza non va però confusa con la sostenibilità: il Fashion Transparency Index, infatti, non misura gli impatti, l'etica o la sostenibilità ma la divulgazione pubblica delle organizzazioni. In questo senso, la verifica delle affermazioni fatte dai marchi e dai rivenditori non rientra nell'ambito della ricerca; l'obiettivo è che la società possa avere gli strumenti per chiedere conto ai brand di ciò che sostengono. La testimonianza di un gestore di fondi, esprime al meglio questa necessità: "In qualità di gestori di fondi, siamo interessati a individuare le società che sono all'avanguardia nel loro settore nella gestione dei rischi ambientali e sociali e quelle che stanno facendo progressi nella riduzione dei loro impatti negativi...Il settore della moda è un recidivo quando si tratta di greenwashing, e dati come l'FTI aiutano a rafforzare la trasparenza e la responsabilità per gli investitori e gli altri principali stakeholder" (ibid.). Oltre alla trasparenza quindi, rimane il problema di valutare e confrontare le affermazioni che vengono fatte in questi report, in termini ESG.

Come abbiamo discusso nel primo capitolo, gli investitori, e gli stakeholder in generale, utilizzano le valutazioni ESG per ottimizzare il tradeoff rischio-rendimento e controllare l'andamento ESG di un'organizzazione. Da un lato però, questa valutazione è stata a lungo messa in discussione da processi di rating poco trasparenti (Liu, Yang et al., 2023). Le varie società di rating, utilizzano, infatti, approcci diversi; Bloomberg, ad esempio, basa i propri punteggi ESG su dati disponibili al pubblico e divulgati dalle stesse aziende, e non

su stime o sull'opinione di analisti, mentre, dall'altro lato, MSCI utilizza dati raccolti da varie fonti, quali database governativi, divulgazioni aziendali e dati macro provenienti da database accademici, governativi e di ONG. Oltre a questo, si osserva anche una grave mancanza di coordinamento tra le aziende quando l'obiettivo finale è lo stesso.

Uno studio condotto da Biswas, Azad et al., 2024 ha rilevato come, per quanto riguarda la riduzione delle emissioni di gas serra, gli obiettivi, le strategie e i traguardi in termini di emissioni di GHG dei principali marchi/rivenditori di moda nei loro rapporti di sostenibilità/ESG non sono uguali sotto tutti i punti di vista. Alcuni hanno obiettivi molto stringenti, mentre altri sono un più blandi. Inoltre, anche gli anni di riferimento sono diversi, rendendo difficile il confronto (Biswas, Azad et al., 2024). Un ulteriore problema può nascere infine, quando, come menzionato prima, le società quotate in borsa divulgano solo i criteri ESG con buone performance, nascondendo o limitando quelli negativi.

In ogni caso, il pubblico finale potrà valutare le organizzazioni solo attraverso il punteggio/indice ESG assegnato (Liu, Yang et al., 2023). Da questi presupposti, e da ciò che verrà introdotto nel prossimo paragrafo, rimane in dubbio la credibilità dei risultati delle valutazioni ESG.

3.3 Ruolo delle certificazioni e del greenwashing nell'industria della moda

Dagli anni '90, in mancanza di schemi normativi specifici da parte delle Istituzioni e, a causa di una crescente pressione da parte dell'opinione pubblica, stakeholder e ONG, in varie industrie si sono sviluppati strumenti che potessero indirizzarle verso un percorso più verde come schemi di certificazione, marchi, etichette di sostenibilità e iniziative multi-stakeholder. Questi possono essere associati ai prodotti, all'origine delle materie prime oppure ai processi di produzione. Inoltre, possono essere applicabili a tutte le industrie o essere specifici per il settore tessile e moda; alcuni, poi, sono stati creati dalle stesse aziende senza alcun sistema di audit/certificazione imparziale, mentre altri presentano un sistema di certificazione di terze parti: ciò che li accomuna è che sono tutti schemi volontari (Gonçalves, Silva, 2021).

3.3.1 Forme di certificazione

Una delle organizzazioni principali che si occupa di fornire standard e certificazioni per guidare le organizzazioni verso pratiche ed etiche sostenibili è l'ISO, *International Organization for Standardization*, con il set di standard ISO 14000 che definisce un quadro

di riferimento che un'azienda o un'organizzazione può seguire per istituire un sistema di gestione ambientale efficace. In particolare, vengono forniti i requisiti e le indicazioni relative ai sistemi di gestione ambientale con un focus sull'audit, le comunicazioni, l'etichettatura e l'analisi del ciclo di vita, nonché su sfide ambientali come il cambiamento climatico³⁰.

Gli standard di gestione ambientale ISO 14001 sono stati proposti come meccanismi di governance per la condotta ambientale alla luce delle preoccupazioni sulla capacità dei governi nazionali di regolamentare la condotta delle imprese. Le aziende che implementano le pratiche specificate possono ottenere la certificazione dello standard superando un audit da parte di revisori indipendenti con il fine di segnalare la loro responsabilità ambientale agli stakeholder esterni, come i clienti (Aravind, Christmann, 2011). Nella famiglia di norme ISO 14000 il Tipo I si applica ai sistemi di etichettatura ecologica e assegna un marchio o un logo a prodotti o servizi che soddisfano una serie di criteri; il Tipo II è applicabile alle dichiarazioni ambientali auto dichiarate e fornisce credibilità alle affermazioni di produttori, commercianti e rivenditori sui loro prodotti mentre il Tipo III riguarda dichiarazioni quantificate dei dati del ciclo di vita che consente il confronto tra prodotti simili; queste dichiarazioni sono comunemente note come schede EPD (Environmental Product data) (Gonçalves, Silva, 2021). Anche l'EMAS, *l'Eco Management and Audit Scheme* introdotto dalla Commissione europea negli anni '90, seppur con alcune differenze nei requisiti, si basa sullo stesso sistema di gestione (Testa, Boiral et al., 2015).

In generale, ci si aspetta che i sistemi di gestione ambientale certificabili contribuiscano a rafforzare la reputazione e la legittimità aziendale agli occhi delle parti interessate esterne, alle quali le pratiche e le prestazioni ambientali in questo settore possono apparire poco trasparenti (ibid.). Tra le principali motivazioni alla base dell'adozione di schemi di certificazione ambientali vi sono, generalmente, pressioni da parte di Istituzioni e stakeholder per promuovere un approccio di autoregolamentazione. La certificazione, in questo senso, ha lo scopo di dimostrare all'esterno che l'organizzazione si è impegnata, volontariamente e in modo credibile, a perseguire un miglioramento ambientale continuo, evitando o riducendo così i controlli normativi da parte degli enti pubblici (ibid.). Dal punto di vista dell'economia dei costi di transazione, gli schemi di certificazione di terze parti possono essere visti come un accordo istituzionale che aiuta

³⁰ <https://www.iso.org/standards/popular/iso-14000-family>

le aziende a ridurre i costi di transazione associati alla definizione dei parametri di sostenibilità, alla ricerca e selezione dei fornitori lungo le supply chain e al monitoraggio della loro conformità (Chkanikova, Kogg, 2018). In secondo luogo, le richieste di mercato incoraggiano sempre più le organizzazioni ad adottare pratiche e standard di certificazione per ovviare l'asimmetria di informazioni presente tra le parti coinvolte. La certificazione diventa, quindi, un segnale che l'organizzazione dà al mercato in merito all'affidabilità del suo sistema ambientale. Anche gli investitori stessi hanno interesse a sostenere questo approccio: l'adozione di questi schemi può essere valutata positivamente da banche e istituzioni finanziarie durante la valutazione dei rischi finanziari dal momento in cui ci si aspetta di ricevere benefici derivati da una buona performance ambientale, come una migliore reputazione aziendale o una maggiore efficienza (Testa, Boiral et al., 2015).

Le stesse motivazioni sono riscontrate anche nelle iniziative multi-stakeholder a cui le organizzazioni aderiscono perché considerate come compromessi di regolamentazione privata e utili per trovare una soluzione a un problema di azione collettiva, soprattutto quando le loro reputazioni sono interdipendenti e quando possono esserci effetti negativi di spillover in termini di legittimità (de Bakker, Rasche et al., 2019). Le iniziative multi-stakeholder, o MSI, sviluppano standard sociali e ambientali e i partecipanti sono sia imprese, sia gruppi di interesse della società. In particolare, alcune MSI sono create attorno a sistemi di certificazione come, ad esempio, l'FSC, il *Forest Stewardship Council*, o il Fairtrade, mentre altre promuovono principi più ampi senza alcuna certificazione, come il Global Compact delle Nazioni Unite (ibid.).

Infine, parte di queste pressioni, specialmente lato consumatore e mercato, sono alla base della diffusione delle etichette di sostenibilità. Quest'ultime rientrano, infatti, nei segnali esterni che un marchio può utilizzare per dimostrare attributi o pratiche di prodotto non osservabili, con il fine di colmare il divario di informazioni tra azienda e consumatore e, in generale, per migliorare l'immagine e la reputazione aziendale, proteggendo il brand da imitazioni e contribuendo al vantaggio competitivo dell'azienda; nel settore della moda l'introduzione delle certificazioni di sostenibilità è stata proposta proprio per aumentare la trasparenza tra produttori e consumatori (Baker, McNeill 2023).

Le certificazioni possono essere identificate con un logo, un simbolo o un marchio, poste su un indumento o su un cartellino come segnale dell'etica relativa a quel prodotto e che i consumatori riconoscono come tale; possono essere poi considerate più affidabili se

supportate da un sistema di valutazione di terzi, oppure possono far parte di strategie di comunicazione guidate dal brand (ibid.). In particolare, l'etichettatura di sostenibilità può essere suddivisa in più categorie con un focus ambientale, biologico, animale, sociale, di riciclaggio e, più raramente, olistico. Nel settore della moda e del tessile, ad esempio, non tutte le certificazioni coprono le 3 dimensioni della sostenibilità, ma, al contrario, alcuni certificano un'azienda o un prodotto solo in relazione a una o due, specialmente ambientale e sociale (ibid.). Distinguiamo, così, tra eco-etichettatura e etichettatura sociale. Con la prima si intende comunicare che gli impatti ambientali sono ridotti durante il ciclo di vita di un prodotto, mentre con la seconda il focus è sulle condizioni sociali di produzione, come le condizioni di lavoro eque (Wang, Xu et al., 2022). L'etichettatura ambientale è, ad oggi, la più diffusa come conferma l'Ecolabel Index, che, attualmente, sta monitorando circa 456 marchi ecologici in 199 Paesi e 25 settori industriali³¹.

Figura 15: Forme di certificazione

	Certificazioni di terze parti e sistemi di gestione ambientale	Iniziative multistakeholder	Etichette di sostenibilità
Cosa sono	Sono un quadro di riferimento che un'azienda può seguire per istituire un sistema di gestione ambientale efficace, fornendo requisiti e indicazioni su audit, comunicazioni, etichettatura e analisi del ciclo di vita. Gli schemi di certificazione di terze parti aiutano le aziende a definire i parametri di sostenibilità, ricercare e selezionare i fornitori e monitorare la loro conformità.	Le iniziative multistakeholder (MSI) sviluppano standard sociali e ambientali con la partecipazione di imprese e gruppi di interesse della società. Alcune MSI possono essere basate su sistemi di certificazione.	Le etichette possono essere riconosciute tramite un logo, simbolo o marchio su un indumento o un cartellino, supportate da valutazioni di terzi o integrate nelle strategie di comunicazione del brand.
Driver dell'adozione	Pressioni da istituzioni e stakeholder per promuovere l'autoregolamentazione. Le richieste di mercato spingono le organizzazioni ad adottare pratiche di certificazione per ridurre l'asimmetria informativa mentre investitori, banche e istituzioni finanziarie, sostengono questo approccio poiché una buona performance ambientale può migliorare la reputazione aziendale e l'efficienza, riducendo i rischi finanziari.		
Obiettivo	La certificazione è un segnale che l'organizzazione dà al mercato dimostrando che si è impegnata volontariamente e in modo credibile nel miglioramento ambientale continuo, riducendo così i controlli normativi degli enti pubblici.	Sono considerate come compromessi di regolamentazione privata, utili per trovare una soluzione a un problema comune, di azione collettiva e per legittimarsi.	Sono utilizzate per migliorare l'immagine e la reputazione aziendale, proteggere il brand da illazioni, contribuire al vantaggio competitivo e aumentare la trasparenza tra produttori e consumatori.
Esempi	Standard ISO 14001, EMAS, etc.	SAC, EMF, FSC, etc.	BCI, OEKO-TEXT, Conscious Collection (H&M) etc.

Fonte: Elaborazione personale

³¹ <https://www.ecolabelindex.com>

Nel settore della moda esistono numerosi standard di sostenibilità e schemi di certificazione, come, tra le tante, Oeko-Tex Standard 100, Cradle to Cradle, PETA-Approved Vegan, Ecolabel, Fairtrade, Bluesign, Global Organic Textiles Standard (GOTS), Better Cotton Initiative (BCI), B Corp by B Lab, WRAP compliance, varie norme ISO tra cui la 14001 e 9001, e la SA8000 (Ikram, 2022). Oltre a questi, esistono le pseudo-certificazioni create dai brand, come la "Conscious Collection" di H&M, e la "Join Life" del gruppo Inditex, ritirate recentemente dal mercato (Baker, McNeill 2023). Nonostante ci sia l'urgenza di migliorare e regolamentare le pratiche ambientali e sociali di questo settore, il numero di certificazioni è aumentato a tal punto da rendere ormai saturo il mercato. Infatti, sebbene sia necessario aumentare la trasparenza dell'industria, considerata la complessità del ciclo del valore di un prodotto, dal punto di vista dei consumatori non è facile distinguere tra le certificazioni regolamentate da terzi e le etichette di prodotto create dai brand (ibid.). Una valutazione di 232 etichette ecologiche esistenti nell'UE ha infatti esaminato gli aspetti relativi alla verifica, concludendo che in quasi la metà dei casi i controlli sono deboli o non eseguiti ma, in questo caso, i consumatori non ne sono consapevoli (Commissione Europea, 2023). La crescente presenza di marchi e dei relativi modelli di gestione e di governance offre ai produttori e ai rivenditori una vasta gamma di opzioni quando si tratta di scegliere un marchio di sostenibilità specifico; di conseguenza, molte imprese tendono ad adottare la pratica di presentare una serie di marchi diversi per garantire la sostenibilità dei propri prodotti. Non sono però solo i consumatori a subirne le conseguenze: le imprese che offrono prodotti realmente sostenibili sono svantaggiate rispetto a quelle che non lo fanno, rischiando persino d'incorrere in costi di conformità (ibid.). Oltre a ciò, ogni certificazione, anche all'interno della stessa categoria, ha requisiti di acquisizione differenti e si concentra su diverse fasi della catena di approvvigionamento, contribuendo a creare confusione tra i consumatori, privi degli strumenti e delle competenze necessarie per confrontare i vari schemi (Gonçalves & Silva, 2021). L'attuale moltitudine di etichette e la mancanza di comparabilità non aiutano quindi ad identificare le opzioni d'acquisto migliori o peggiori all'interno di questa industria (ibid.). Al contrario, la proliferazione e, ormai, la saturazione di diversi schemi di certificazione sta creando situazioni in cui la mera presenza di un'etichetta di sostenibilità agisce come un incentivo all'acquisto, giustificando un prezzo più alto (Baker, McNeill 2023). Si sa però poco di come i marchi della moda utilizzino attualmente la certificazione di sostenibilità, in un ambiente spesso

non regolamentato, volontario e dove esistono confini indistinti tra le opzioni di etichettatura affidabili e verificabili e quelle che sono poco più di una forma di greenwashing (Gonçalves & Silva, 2021).

3.3.2 Greenwashing nel settore delle certificazioni

Negli ultimi anni, l'attenzione riversata su tematiche sostenibili nel settore tessile e dell'abbigliamento ha portato i retailer del fast fashion a cercare strategie di comunicazione che potessero legittimare il proprio operato agli occhi dei consumatori, promuovendo le loro iniziative di circolarità e sostenibilità. Due studi della Commissione Europea nel 2014 e nel 2020, hanno analizzato un campione di 150 asserzioni ambientali valutate rispetto ai principi della direttiva sulle pratiche commerciali sleali: chiarezza, inequivocabilità, esattezza e verificabilità. Dall'ultimo studio è emerso che il 53,3% del campione forniva informazioni vaghe, ingannevoli o infondate in merito alle caratteristiche ambientali dei prodotti; è risultato poi, che il 40 % di queste non era comprovato. In diversi casi le autorità hanno incontrato difficoltà nel determinare se la dichiarazione fosse relativa all'intero prodotto o solo a una delle sue componenti (50 %) e se si riferisse all'impresa o solo ad alcuni prodotti (36 %).

Un report di Greenpeace del 2023, "*Greenwash Danger Zone*" (Cobbing, Wohlgemuth, et al., 2023), ha analizzato il modo in cui i marchi di moda comunicano ai consumatori le loro prestazioni ambientali e sociali, attraverso etichette auto-prodotte e senza certificazione di terze parti. Il rapporto è arrivato alla conclusione che, sebbene l'aver inserito questioni ambientali e sociali nelle etichette sia positivo, l'effetto finale risulta essere confuso e molto spesso si tratta di mero greenwashing con affermazioni di sostenibilità poco chiare e non sufficientemente comprovate. In particolare, Greenpeace ha esaminato le iniziative di tutti i 29 marchi impegnati nella campagna *Detox Commitment* selezionando coloro che utilizzano un'etichetta di marketing del prodotto con slogan come "eco" "green" o "cares", come Join Life (Zara) o Conscious (H&M). Nel 2022, l'Autorità norvegese per i consumatori ha accusato quest'ultima di greenwashing, dopo che le valutazioni di sostenibilità utilizzate per i suoi capi d'abbigliamento ritraevano i prodotti come più sostenibili di quanto fossero in realtà. In alcuni casi, le informazioni sulla sostenibilità dei prodotti erano addirittura discordanti rispetto alla verità. Queste valutazioni si basavano sul Material Sustainability Index (MSI) di Higg, sviluppato dalla Sustainable Apparel

Coalition (SAC), che nel frattempo ne ha sospeso l'uso e ne sta rivalutando la metodologia (Cobbing, Wohlgemuth, et al., 2023).

Nello specifico, il report identifica alcuni pattern comuni presenti nelle etichette messe in dubbio. In primo luogo, viene riscontrata una confusione generalizzata dei consumatori a causa di etichette presentate come se fossero certificate, e che spesso prendono il nome dai programmi di sostenibilità dell'azienda, ma che in realtà mancano di una vera valutazione verificata da terzi e della tracciabilità della catena di approvvigionamento (ibid.). Oltre a questo, continuano a mancare tentativi effettivi di cambiare il modello di business con opzioni che possano rallentare la produzione; in quest'ottica, come menzionato nei paragrafi precedenti, sono preferiti programmi di ritiro degli abiti usati che, in realtà, potrebbero finire come rifiuti tessili nei Paesi del Sud globale (Rahman, Hu, 2023).

Anche lato materie prime vi è un utilizzo fuorviante di termini come "sostenibile" o "responsabile" attribuiti a materiali che non possono essere descritti in questo modo, come ad esempio il cotone BCI e il poliestere riciclato che viene spesso incluso in narrazioni strategiche sulla circolarità. La maggior parte del poliestere "riciclato" deriva, infatti, dall'approvvigionamento di bottiglie di plastica PET post-consumo o di plastica marina raccolta. Tuttavia, una volta che queste bottiglie vengono trasformate in abiti, è improbabile che il materiale possa essere riciclato nuovamente, finendo così per diventare rifiuto una volta che l'articolo non è più utilizzabile. Inoltre, il riciclo del PET nei tessuti impedisce alle bottiglie di plastica usate di essere riconvertite in nuove bottiglie creando un sistema circolare. Esistono poi casi in cui i prodotti vengono etichettati come riciclati senza però alcuna prova o tracciabilità che lo confermi; la Commissione UE ha documentato diverse false dichiarazioni sul mercato, soprattutto nel settore tessile, dove spesso il PET utilizzato è in realtà plastica vergine (Cobbing, Wohlgemuth, et al., 2023). Per quanto riguarda, invece, l'utilizzo di cotone certificato e sostenibile, attualmente ci sono diverse iniziative e standard che cercano di migliorare la produzione e la raccolta, sulla base di differenti criteri, tra cui Better Cotton della Better Cotton Initiative (BCI), Cotton made in Africa (CmiA), Fairtrade, l'Organic Content Standard (OCS) e GOTS di Textile Exchange. Ci sono però grandi differenze tra l'approccio adottato dalla BCI rispetto alla coltivazione di cotone CmiA, Fairtrade e cotone biologico. La BCI è un'iniziativa multi-stakeholder istituita nel 2009 da alcuni brand di moda e dal WWF, con l'obiettivo di incrementare l'utilizzo di cotone più sostenibile ed è, ad oggi, leader del settore con il 20%

della produzione globale di cotone (4,7 milioni di tonnellate)³². Nonostante questo, lo standard BCI presenta diversi punti deboli. Secondo l'ONG britannica Earthside, nel recente rapporto "Crimini di moda: i giganti europei del retail collegati al cotone sporco proveniente dal Brasile", il cotone utilizzato da Better Cotton proviene da due delle più grandi aziende agroindustriali del Brasile, coinvolte in procedimenti giudiziari per corruzione e deforestazione illegale³³. Inoltre, lo standard BCI non impone restrizioni per l'uso di pesticidi, così come l'utilizzo di OGM e principi minimi relativi alla conservazione dell'acqua e alla salute del suolo; di conseguenza per i coltivatori è più facile e meno costoso da coltivare oltre che più conveniente grazie alla massiccia domanda da parte dei brand (Cobbing, Wohlgemuth, et al., 2023). Ad esempio, H&M, che produce circa 3 miliardi di capi d'abbigliamento all'anno, certifica con standard BCI il 70% dei suoi capi in cotone³⁴.

Il report di Greenpeace continua mettendo in luce come i marchi esaminati tendano a concentrarsi su singoli aspetti della produzione, come la riduzione dell'uso dell'acqua o il riutilizzo/riciclaggio dei rifiuti pre-consumo; queste iniziative vengono però spesso attuate su piccola scala, senza essere integrate nel contesto dell'ampia produzione (ibid.). Infine, viene menzionato il continuo ricorso all'Higg Index, uno strumento che, negli ultimi anni, ha evidenziato aree di criticità sia nelle modalità di valutazione, sia nella classificazione dei materiali sintetici ottenuti da combustibili fossili, considerati come più rispettosi dell'ambiente rispetto alle fibre naturali. L'indice Higg è stato sviluppato dalla SAC, *Sustainable Apparel Coalition*, nel 2011 per creare uno strumento comune, con risultati comparabili, che potesse misurare e comunicare le prestazioni e gli impatti di sostenibilità di un prodotto, con il fine di implementare miglioramenti a livello ambientale e sociale nell'industria della moda. La SAC, da febbraio 2024 diventata Cascale, è l'alleanza dell'industria dell'abbigliamento, delle calzature e del tessile per la produzione sostenibile, con oltre 300 rivenditori, marchi, produttori, governi, accademici, associazioni industriali e ONG di tutto il mondo³⁵. L'obiettivo di questa alleanza è coordinare tutti i partner della catena di fornitura, garantendo trasparenza, pratiche di lavoro eque e un ambiente di lavoro sicuro, e attuando azioni per ridurre la produzione

³² <https://bettercotton.org/it/who-we-are/history/>

³³ <https://www.ilsole24ore.com/art/cotone-certificato-ma-frutto-deforestazione-l-accusa-ong-coinvolge-zara-e-hm-AF2kKgTD>

³⁴ <https://www.corriere.it/dataroom-milena-gabanelli/zara-hm-primark-tessuti-tossici-inquinamento/c4db2ecec-aecd-11ee-a0bf-e207f02bcbec-va.shtml>

³⁵ <https://cascale.org/resources/press-news/press-releases/sustainable-apparel-coalition-rebrands-as-cascale/>

di rifiuti e il consumo di acqua, energia e sostanze chimiche. L'indice di Higg, con oltre 24.000 utenti, è un pacchetto di strumenti di autovalutazione applicabili a prodotti, stabilimenti e rivenditori che consente agli acquirenti di selezionare i capi di abbigliamento utilizzando una misura di sostenibilità relativa, risolvendo il problema della mancanza di un punto di confronto nel fashion retail e migliorando così il benchmarking (Gonçalves & Silva, 2021). Questo pacchetto comprende gli Higg Product Tools, gli Higg Facility Tools e gli Higg Brand and Retail Tool. I primi possono essere applicati a prodotti di abbigliamento, calzature o tessili, durante la fase di progettazione o dopo il completamento del prodotto per comprenderne l'impatto ambientale. Gli strumenti utilizzati in questo contesto sono l'Higg Materials Sustainability Index (Higg MSI) e l'Higg Product Module (Higg PM) (ibid.). L'Higg MSI è uno strumento di valutazione dei materiali che considera gli impatti ambientali lungo tutta la catena del valore, utilizzando i dati di circa 80 materiali di base e confrontando più di 400 processi produttivi diversi (ibid.). Nel 2021, la Sustainable Apparel Coalition (SAC) ha avviato un'iniziativa per incoraggiare i suoi oltre 300 membri a includere valutazioni di sostenibilità sui loro prodotti utilizzando i suoi strumenti Higg, attirando però critiche e accuse a causa di alcuni metodi poco chiari.

In primo luogo, l'Higg MSI si basa su valutazioni del ciclo di vita effettuate da terzi, con una metodologia poco definita per misurare l'impatto ambientale. I critici sostengono che queste possono essere distorte perché non esistono parametri uniformi per la misurazione e sono spesso condotte da produttori e fabbricanti che hanno un interesse personale a presentare il proprio materiale nella migliore luce possibile. La metodologia è stata poi ampiamente contestata per non considerare importanti aree di impatto, come, ad esempio, il costo ambientale relativo allo smaltimento dei materiali alla fine del ciclo di vita³⁶. Inoltre, come spiega la giornalista d'inchiesta Hiroko Tabuchi nell'articolo del New York Times *"How Fashion Giants Recast Plastic as Good for the Planet"*, l'indice Higg favorisce fortemente i materiali sintetici ricavati da combustibili fossili rispetto a quelli naturali come il cotone, la lana o la pelle. Ignorando le cause alla radice dei problemi della moda questo approccio si limita ad aggirare il problema; l'introduzione e sviluppo dell'indice ha coinciso, di fatto, con i progressi dei tessuti a base sintetica ritenuti più economici ed elastici (Changing Market Foundation, 2022). Secondo esperti e

³⁶ <https://www.businessoffashion.com/articles/sustainability/sac-higg-index-materials-greenwashing-sustainability-standard/>

rappresentanti delle industrie di fibre naturali, l'indice Higg viene adottato per rendere più desiderabile, dal punto di vista ambientale, l'utilizzo crescente di materiali sintetici nonostante l'esistenza di validi dubbi sul loro reale impatto, giustificando così l'uso da parte delle aziende di moda di questi materiali molto meno costosi. L'indice, infatti, classifica il poliestere come uno dei tessuti più sostenibili al mondo. I critici sostengono, però, che alcuni dei dati alla base dell'indice provengono da ricerche finanziate dall'industria dei materiali sintetici che non sono state completamente aperte a un esame indipendente. Per valutare l'impatto del poliestere, ad esempio, utilizza i dati sulla produzione europea di poliestere forniti da un gruppo dell'industria della plastica, anche se la maggior parte del poliestere mondiale viene prodotto in Asia, dove vigono regole ambientali meno severe (Tabuchi, 2022). Lo stesso vale per l'elastan dal momento in cui, i dati utilizzati per le valutazioni, provengono da uno studio condotto da quello che all'epoca era il più grande produttore di elastan al mondo, Invista (ibid.). Anche in altri schemi di certificazioni, un fattore che contribuisce all'effetto greenwashing è proprio il contagio dei dati errati che circolano sull'impatto ambientale dell'industria della moda: una volta che qualcuno produce dati errati (ad esempio, la produzione di fibre sintetiche ha un'impronta idrica trascurabile e un'impronta di carbonio molto bassa), questi vengono rapidamente ripresi da quasi tutti gli operatori del settore, senza essere messi in discussione, e vengono presto adottati in numerosi strumenti di valutazione ed etichette (Changing Market Foundation, 2022).

Oltre a ciò, la mancanza di trasparenza e indipendenza emerge dal fatto che molti dei marchi di abbigliamento che presiedono il consiglio di amministrazione della SAC (o Cascale), traggono vantaggio da due tendenze della moda che hanno beneficiato direttamente dei progressi nei tessuti sintetici: il fast fashion e *l'athleisure*. I membri di Higg, molti dei quali sono marchi di fast fashion, utilizzano infatti principalmente poliestere. Come menzionato prima, H&M, ad esempio, ha mostrato quelli che chiama profili di sostenibilità basati su Higg accanto ad alcuni dei suoi prodotti venendo perciò indagata dall'autorità norvegese di vigilanza sui consumatori. Questa, nel 2022, ha poi stabilito che le etichette dei prodotti sostenute dall'indice Higg erano fuorvianti e ingannevoli, mettendo in discussione l'uso, da parte dell'industria della moda, di standard autoregolamentati, finanziati dalle aziende stesse come l'Higg MSI. In risposta, la SAC ha sospeso il programma rivolto ai consumatori, annunciando l'intenzione di raddoppiare la raccolta dei dati e commissionando una revisione da parte di terzi. Da questo report,

condotto da KPMG, è emerso che l'Higg Materials Sustainability Index (MSI) potrebbe essere soggetto a interpretazioni errate se usato da solo e sarebbe da integrare con valutazioni più ampie dei prodotti³⁷.

A queste conclusioni è giunto anche il rapporto dell'ONG Changing Markets Foundation, *"Licence to Greenwash: How certification schemes and voluntary initiatives are fuelling fossil fashion"* pubblicato nel 2022. Tale rapporto fornisce un'analisi qualitativa delle 10 iniziative di sostenibilità più note (tra cui proprio l'Higg Index), con un focus su quelle che sostengono di affrontare le questioni della circolarità, della sovrapproduzione e dell'ascesa della fast fashion, oltre che della gestione del fine vita e dell'eliminazione delle sostanze chimiche tossiche dalla produzione o dalla lavorazione. Tra queste, alcune sono marchi di certificazione (bluesign®, Cradle to Cradle (C2C), EU Ecolabel, OEKO-TEX® e Textile Exchange's Global Recycled Standard e Recycled Claim Standard), altre sono iniziative multi-stakeholder (Ellen MacArthur Foundation (EMF), The Microfibre Consortium (TMC) e ZDHC) e, infine, alcune forniscono una serie di strumenti di autovalutazione (Higg Index e WRAP) per misurare la propria sostenibilità. Il report ha preso in esame i seguenti criteri: l'ambizione e la portata dell'iniziativa, la trasparenza, l'indipendenza e la responsabilità, con il fine di definire una performance complessiva. Nello specifico, è stato indagato come queste iniziative affrontano la sovrapproduzione, la dipendenza dalle fibre sintetiche, il trattamento a fine vita e lo spargimento di microfibre. I risultati evidenziano come le aziende utilizzano questi schemi deliberatamente o inavvertitamente, per ritardare, distrarre e "far deragliare" i progressi, usando la certificazione e l'adesione ad iniziative come *window dressing* per nascondere la mancanza di un'azione sistemica. Le tattiche principali includono l'apposizione di etichette di certificazione sui loro prodotti, l'adesione a schemi multi-stakeholder per distrarre i responsabili politici che potrebbero altrimenti cercare soluzioni normative, la promozione di false soluzioni tecnologiche e una forte presenza nella governance di iniziative, con un'ampia influenza sulla loro direzione (Changing Market Foundation, 2022).

Tutti gli schemi, ad esempio, non hanno un livello di ambizione sufficientemente alto, e la maggior parte di questi non stabilisce requisiti e scadenze rigorose per i membri. Solo Blue Sign®, le linee guida Jean Redesign dell'EMF, l'Ecolabel UE e OEKO-TEX® prevedono

³⁷ <https://www.businessoffashion.com/articles/sustainability/sac-higg-index-materials-greenwashing-sustainability-standard/>

requisiti espliciti che, se non rispettati, potrebbero far perdere la certificazione ad un'azienda. In quest'ottica, tutti i programmi hanno riscontrato problemi di "responsabilità" come la rendicontazione aggregata dei risultati e l'assenza di informazioni sulle aziende che hanno perso la certificazione (ibid.). Un altro problema comunemente identificato è la portata degli schemi, come menzionato anche da Greenpeace. La certificazione infatti, esiste in parte per regolamentare una catena del valore altamente globalizzata e basata sulla sovrapproduzione. In questo contesto però, tutti gli schemi analizzati coprono solo una parte del ciclo di vita o solo un aspetto del problema. Le due iniziative con una visione più olistica, come l'EMF e il WRAP, forniscono raccomandazioni non vincolanti dando così alle aziende firmatarie un lasciapassare per il fatto di far parte di un'iniziativa sostenibile ma che non ha alcuna responsabilità o applicabilità. Il limite delle iniziative multi-stakeholder (EMF, WRAP, TMC e Textile Exchange) rispetto agli schemi di certificazione è riscontrabile anche nel modo in cui vengono riportati i problemi del rilascio di microfibre; anche in questo caso nessuna offre obiettivi reali, come ad esempio l'eliminazione graduale delle fibre sintetiche, o misure quantitative per ridurre la produzione di materiali che rilasciano microfibre (ibid.). La maggior parte delle iniziative è poi finanziata interamente o in parte da quote associative, il che crea un conflitto di interessi per cui mancano gli incentivi a criticare coloro che forniscono la principale fonte di reddito. Infine, anche la trasparenza è emersa come una delle principali mancanze condivise dai programmi; anche certificazioni relativamente solide, come l'Ecolabel UE e bluesign®, hanno problemi con la divulgazione pubblica delle informazioni mentre altri hanno confuso la trasparenza con la pura e semplice quantità di comunicazione (ibid.).

Per la Changing Market Foundation tutti questi elementi dimostrano come gli schemi di certificazione, le iniziative volontarie e gli impegni presentati nel rapporto non sono altro che una modalità più sofisticata con cui i marchi dell'industria possono continuare a fare greenwashing. L'approvazione da parte di terzi permette infatti alle aziende di evitare il controllo delle autorità e nel frattempo consente di esternalizzare l'impegno verso pratiche sostenibili a programmi e iniziative volontarie anziché affrontarle seriamente a livello aziendale.

Anche standard con reputazioni più solide come l'ISO 14000 e l'EMAS, possono però ricadere nei meccanismi sopra menzionati. Secondo parte della letteratura l'impatto delle pratiche ambientali certificabili sulle prestazioni ambientali è controverso (Testa, Boiral

et al., 2015). Per alcuni queste sono adottate solo simbolicamente per aumentare la legittimità esterna e per scopi di marketing piuttosto che per migliorare le pratiche interne; la loro adozione, infatti, non contribuisce necessariamente a migliorare le prestazioni ambientali. Questo tipo di adozione superficiale e fuorviante di certificazioni ambientali, che si traduce in un disaccoppiamento tra strutture formali e pratiche effettive, è una delle molte forme di greenwashing individuate da Lyon e Montgomery (2015). Essa tende ad essere meno visibile e più sofisticata rispetto alla forma tradizionale e ristretta di greenwashing basata sulla comunicazione deliberata di informazioni fuorvianti e può fa parte di un ambientalismo aziendale simbolico che viene incorporato nelle pratiche organizzative e nell'attuazione simbolica di standard riconosciuti e verificati da audit di terze parti (Testa, Boiral et al., 2015).

Figura 17: Sintesi delle principali problematiche evidenziate da Changing Market Foundation e Greenpeace

Principali problematiche riscontrate dai report di Changing Market Foundation e Greenpeace
mancanza di tentativi effettivi di cambiare il modello di business
utilizzo fuorviante di termini come "sostenibile" o "responsabile" attribuiti a materiali che non lo sono
focus su singoli aspetti della produzione
mancanza di trasparenza
mancanza di requisiti e scadenze rigorose per i membri
conflitto di interessi e mancanza di indipendenza

Fonte: elaborazione propria

3.4 Regolamentazione UE

L'era dell'autoregolamentazione della sostenibilità da parte dell'industria della moda sta però volgendo al termine. A causa di una mancanza di trasparenza, tracciabilità e pratiche di greenwashing diffuse, le autorità di diversi Paesi stanno prendendo misure per regolamentare il settore. Sebbene siano evidenti alcuni progressi, il ritmo di trasformazione è inferiore a quello necessario per prepararsi alle normative imminenti: in tutto il settore, l'uso inquinante dei combustibili fossili continua a dominare la produzione, mentre i modelli commerciali circolari sono ancora agli inizi (Mckinsey, BoF, 2024). In questo contesto l'UE è in prima linea nel perseguire la visione di un'economia circolare, con l'obiettivo di raggiungere una crescita disaccoppiata dal consumo di risorse limitate.

La visione dell'UE in materia di tessile è definita nella *"Strategy for Sustainable and Circular Textiles"*, approvata nel giugno 2023, che implementa gli obiettivi del Green Deal

europeo, del Piano d'Azione per l'Economia Circolare e della Strategia Industriale Europea prevedendo una serie di norme che riguardano l'intera catena del valore della moda, dal design del prodotto al marketing, e che avranno un impatto su consumatori e aziende a livello globale. Attualmente sono in discussione ben 16 atti legislativi, i primi dei quali sono entrati in vigore nei primi mesi del 2024 (figura 18).

Figura 18: Le principali direttive europee della Strategia per un Tessile Sostenibile e Circolare

Jurisdiction	Status	Regulations and directives
EU (Under the EU Strategy for Sustainable Textiles) ¹	Adopted ²	Waste Framework Directive: Mandates Extended Producer Responsibility (EPR), requiring brands to pay for end-of-life waste treatment
		Corporate Sustainability Reporting Directive: Requires companies to report on environmental and social activities using a standardised methodology
		Corporate Sustainability Due Diligence Directive: Requires environmental and human rights-diligence and improvements across the value chain
	Proposed	Eco-design for Sustainable Product Regulation (ESPR): Mandates ecological design and circularity requirements to be practised at the product level, supported by digital product passports
		Waste Shipment Regulation: Facilitates the transportation of waste for recycling and reuse in the EU and bans illegal waste shipments to the Global South
		Ban on Destruction of Goods: Limits destruction of unsold or retained textile products, encouraging the repair or reuse of goods
		Green Claims Directive: Addresses "greenwashing" and introduces requirements on various aspects of consumer-facing product claims
	Draft	Microplastic Legislation: Aims to reduce the release of microplastics into the environment across manufacturing stages
		Revision of the Textile Labelling Regulation: Streamlines physical and digital product label requirements on composition and origin of textile products

Fonte: Mckinsey, BoF, 2024.

Nello specifico, la strategia ha l'obiettivo di creare un settore più verde, più competitivo e più resistente agli shock globali prevedendo:

- che tutti i prodotti tessili immessi sul mercato UE possano essere durevoli, riparabili e riciclabili, in gran parte realizzati con fibre riciclate, privi di sostanze pericolose, prodotti nel rispetto dei diritti sociali e dell'ambiente;
- che il fast fashion diventi fuori moda e i consumatori possano beneficiare di prodotti tessili di alta qualità a prezzi accessibili;
- servizi di riutilizzo e riparazione ampiamente disponibili;

- che il settore tessile diventi competitivo, resiliente e innovativo, con i produttori che si assumono la responsabilità dei loro prodotti lungo tutta la catena del valore³⁸.

I regolamenti avranno un forte impatto sui consumatori e sulle aziende sia all'interno sia all'esterno dell'UE. In particolare, è possibile suddividere le normative in tutte le principali aree di attività del settore.

Come menzionato nel primo capitolo, in termini di reportistica, l'Unione Europea ha già approvato una direttiva sulla rendicontazione della sostenibilità aziendale (CSRD) che impone alle aziende di riferire sulle attività ESG attraverso un quadro standardizzato, con piani di diligenza e di azione in materia di ambiente e diritti umani lungo tutta la catena del valore. Questo dovrebbe ridurre la mancanza di comparabilità tra le varie aziende che impedisce agli investitori e ai consumatori di prendere decisioni efficaci e definire le attività economiche che possono essere considerate sostenibili. Si prevede che l'impatto delle nuove norme dell'UE si estenderà oltre i confini della regione, soprattutto in Asia, dove viene prodotto il 70% dei prodotti tessili dell'UE (Mckinsey, BoF, 2024). Con l'evolversi del panorama normativo, verrà richiesto un approccio olistico a tutte le organizzazioni che dovranno rinnovare i propri modelli di business.

Considerando che fino all'80% dell'impatto ambientale di un prodotto è determinato nella fase di progettazione ed è incorporato nei materiali e nei coloranti, l'UE ha poi implementato un regolamento sulla progettazione ecocompatibile dei prodotti sostenibili, l'ESPR *Ecodesign for Sustainable Products Regulation*, che entrerà pienamente in vigore entro il 2025, stabilendo standard minimi di progettazione per tutti i prodotti venduti nell'UE al fine di migliorarne significativamente la circolarità, le prestazioni energetiche e altri aspetti di sostenibilità ambientale; tra questi, i requisiti di riciclabilità, durata, riutilizzabilità, riparabilità e utilizzo di sostanze pericolose³⁹. Verrà prevista, inoltre, l'introduzione di passaporti digitali dei prodotti o *Digital Product Passport* (DPP), per aumentare la trasparenza riguardo gli impatti ambientali e sbloccare la circolarità facilitando le operazioni di riparazione e riciclo. Il DPP è infatti progettato per fornire informazioni dettagliate sulla sostenibilità ambientale dei prodotti lungo l'intera catena del valore, compresi i dati sull'estrazione delle materie prime, la produzione, il riciclo.

³⁸ https://environment.ec.europa.eu/strategy/textiles-strategy_en

³⁹ https://commission.europa.eu/energy-climate-change-environment/standards-tools-and-labels/products-labelling-rules-and-requirements/sustainable-products/ecodesign-sustainable-products-regulation_en

Queste informazioni saranno facilmente accessibili tramite la scansione di un supporto dati; l'obiettivo è quello di assistere sia i consumatori che le imprese nell'effettuare scelte più informate e migliorare le capacità delle autorità pubbliche nell'esecuzione di verifiche e controlli più efficaci (Mckinsey, BoF, 2024).

Anche per quanto riguarda la gestione dei rifiuti, l'Unione Europea ha previsto una direttiva; infatti, meno dell'1% dei prodotti tessili della moda viene riciclato e ogni secondo un camion di prodotti viene mandato in discarica o incenerito da qualche parte nel mondo. Nel 2023 la Commissione ha proposto una revisione della Direttiva quadro sui rifiuti per introdurre schemi obbligatori e armonizzati di responsabilità estesa del produttore, *Extended Producer Responsibility* (EPR), per i prodotti tessili in tutti gli Stati membri dell'UE; questa esiste già in Francia e richiede alle aziende di finanziare la raccolta, la selezione e il riciclaggio dei rifiuti tessili. La normativa, dunque, richiederebbe alle aziende di finanziare la raccolta, la selezione e il riciclaggio dei rifiuti tessili, con tasse che aumentano in base alla produzione e ai livelli di inquinamento generati, seguendo il principio dell'"eco-modulazione" ovvero il contributo varierà da prodotto a prodotto in base alle sue prestazioni ambientali. Gli operatori che producono, distribuiscono e importano prodotti tessili nel mercato interno devono istituire e finanziare un sistema di raccolta per abiti e tessuti al fine di promuovere il riutilizzo e il riciclo di alta qualità; la rete di raccolta dei rifiuti tessili sarà composta da punti stabiliti dalle organizzazioni di responsabilità del produttore, come i Consorzi per la gestione del fine vita in Italia. In generale, l'attuazione dei regimi di Responsabilità Estesa del Produttore (EPR), che attribuisce la responsabilità del ciclo di vita dei beni ai produttori, ha già avuto un impatto positivo sui tassi di riciclo, riutilizzo e preparazione per il riutilizzo. Un esempio è la Francia, che ha introdotto una legge sulla responsabilità estesa del produttore nel 2007 e che ha visto un aumento significativo del tasso di raccolta dei prodotti tessili, dal 40% nel 2014 al 59% nel 2022⁴⁰. Si prevede che tutti i Paesi dell'UE debbano avviare programmi di raccolta dei prodotti tessili già entro il 2025, e inoltre si sta considerando il divieto della distruzione dei prodotti invenduti (Mckinsey, BoF, 2024). La direttiva quadro sui rifiuti stabilisce alcuni principi fondamentali in materia di gestione dei rifiuti richiedendo che i rifiuti siano gestiti senza mettere in pericolo la salute umana e danneggiare l'ambiente, senza rischi per l'acqua, l'aria, il suolo, le piante o gli animali, senza causare fastidio a

⁴⁰ <https://economiecircolare.com/epr-tessile-responsabilita-estesa-produttore/>

causa di rumori o odori e senza pregiudicare il paesaggio o i luoghi di particolare interesse⁴¹.

3.4.1 Direttiva sui *Green Claims*

Procedendo lungo la catena del valore, l'Unione Europea vuole porre un freno a pratiche di marketing vaghe e fuorvianti e al greenwashing attraverso due principali normative: la direttiva *Empowering Consumers in the Green Transition* e quella sui *Green Claims*, proposte rispettivamente, nel 2022 e nel 2023. La prima ha l'obiettivo di fornire ai consumatori migliori informazioni sulla durata e sulla riparabilità di alcuni prodotti prima della conclusione del contratto, proteggendoli da pratiche commerciali sleali che impediscono gli acquisti sostenibili, quali: pratiche di greenwashing, ovvero affermazioni ambientali ingannevoli, pratiche di obsolescenza precoce, cioè i guasti prematuri dei prodotti, e l'uso di etichette di sostenibilità e strumenti informativi inaffidabili e poco trasparenti (Commissione Europea, 2022). La seconda, invece, integra le modifiche proposte per la direttiva sulle pratiche commerciali sleali, prevedendo nuovi criteri per impedire alle aziende di fare affermazioni fuorvianti sui meriti ambientali dei loro prodotti e servizi, proteggendo i consumatori dal greenwashing. L'elenco delle pratiche commerciali considerate sleali è stato infatti esteso anche alle pratiche associate al greenwashing quali:

- esibire un marchio di sostenibilità che non sia supportato da un sistema di certificazione o da autorità pubbliche;
- fare affermazioni generiche sull'ambiente senza poter dimostrare le prestazioni ambientali che si asseriscono;
- rilasciare affermazioni ambientali sul prodotto nel suo complesso quando, in realtà, si riferiscono solo a un aspetto specifico;
- presentare requisiti di legge dell'Unione Europea per tutti i prodotti di una categoria come se fossero un'eccezionalità unica dell'offerta dell'azienda (Commissione Europea, 2023).

La proposta, che riguarda le dichiarazioni sugli impatti e le prestazioni ambientali di un prodotto o di un'azienda, esplicite e su base volontaria e non attualmente coperte da altre norme UE, vuole rendere questi *claim* affidabili, comparabili e verificabili in tutta l'Unione

⁴¹ https://environment.ec.europa.eu/topics/waste-and-recycling/waste-framework-directive_en

Europea. Per fare ciò sono stati previsti dei criteri su come le aziende dovranno dimostrare le loro dichiarazioni ed etichette ambientali, requisiti per il controllo da parte di un verificatore indipendente e accreditato e nuove regole sulla governance dei sistemi di etichettatura con il fine di renderli più solidi, trasparenti e affidabili. Nello specifico, le asserzioni che non soddisferanno i criteri minimi dovranno essere eliminate, mentre saranno le imprese stesse a dover sostenere i costi per l'attestazione della loro veridicità. Questi costi dipenderanno principalmente dal tipo di asserzione ambientale formulata su base volontaria e dal numero di prodotti certificati. L'attestazione e la comunicazione delle asserzioni e dei marchi ambientali dovranno quindi essere sottoposte a verifica da parte di terzi e certificate come conformi alle prescrizioni della direttiva prima di poter essere immesse in una comunicazione commerciale (ibid.). La valutazione dovrà tenere conto del ciclo di vita del prodotto o dell'insieme delle attività dell'organizzazione e senza trascurare alcun aspetto ambientale o impatto ambientale pertinente, inoltre, i benefici dichiarati non dovranno comportare il trasferimento ingiustificato di impatti negativi ad altre fasi del ciclo di vita del prodotto o delle attività. Una volta effettuata la verifica, il verificatore deciderà se rilasciare o meno un certificato di conformità riconosciuto in tutta l'UE; ciò permetterà di avere una garanzia che ogni *claim* a cui il consumatore sarà esposto sarà stato giudicato come attendibile (ibid.). Tra le novità della direttiva vi sono poi il divieto di inserire asserzioni che si basano su processi di compensazione delle emissioni di gas serra attraverso, ad esempio, crediti di carbonio generati al di fuori della catena del valore dell'impresa, e dichiarazioni su prestazioni ambientali future prive di obiettivi dettagliati e verificabili. Le dichiarazioni relative al clima, in particolare, sono spesso ambigue e fuorvianti per i consumatori. Nello specifico, si tratta di affermazioni dove un prodotto o un'azienda risultano essere neutrali dal punto di vista climatico, compensano al 100% le emissioni di CO₂, o raggiungeranno emissioni net zero entro un certo anno. Le metodologie per la compensazione, infatti, variano notevolmente e non sono sempre trasparenti, accurate o standardizzate ingannando così i consumatori. Inoltre, il ricorso alla compensazione può disincentivare le aziende dall'effettuare riduzioni effettive delle emissioni nelle proprie operazioni e catene del valore (ibid.). Infine, la direttiva vieta le asserzioni ambientali generiche ovvero quelle che non sono fondate su prestazioni ambientali riconosciute, come, ad esempio, l'utilizzo di termini come "ecompatibile", "eco", "verde", "amico della natura", "ecologico" e "rispettoso dal punto di vista ambientale"(ibid.).

Vi sono comunque altre normative dell'UE in materia di marchi, tra cui il sistema di eco-gestione e audit (EMAS), i regolamenti relativi all'etichettatura dei prodotti biologici, all'etichettatura energetica e alla marcatura CE. In questo contesto, quindi, esistono già strumenti che aiutano i consumatori e le imprese a fare scelte sostenibili come il marchio UE Ecolabel, a partecipazione volontaria, lanciato nel 1992 e diventato sinonimo di qualità nel rispetto dei più elevati standard ambientali. Il marchio Ecolabel UE è l'unico sistema di etichettatura ecologica ISO 14000 di tipo I a livello europeo, ed è quindi verificato da terzi⁴². Secondo il report di Changing Market Foundation (2022) è l'unico marchio indipendente, tra quelli analizzati, che prende in considerazione l'intero ciclo di vita di un prodotto, dalla progettazione all'uso, fino al riciclo e allo smaltimento, ed è l'unico che pone particolare enfasi sulle fasi in cui il prodotto ha il maggiore impatto ambientale. L'introduzione di questa direttiva vuole quindi rafforzare l'intervento dell'UE mirato a stabilire un approccio più uniforme nella comunicazione sulla sostenibilità; si prevede che porterà ad un aumento del benessere dei consumatori garantendo la comparabilità tra i prodotti, soggetti agli stessi standard minimi, e contemporaneamente, contribuirà a creare condizioni di parità anche tra le organizzazioni responsabili della gestione di tali marchi (Commissione Europea, 2023).

⁴² https://environment.ec.europa.eu/topics/circular-economy/eu-ecolabel/about-eu-ecolabel_en

Capitolo 4. Analisi Empirica

L'obiettivo di questa tesi è analizzare, in modo indiretto, l'impatto del greenwashing sugli investitori e finanziatori, nonché sul valore delle aziende operanti nel settore della moda e dell'abbigliamento. In particolare, la ricerca si propone di verificare se la presenza di certificazioni e iniziative multistakeholder, identificate precedentemente come potenziali meccanismi di greenwashing, possa influenzare negativamente il valore di un'impresa. Nel seguente capitolo viene quindi presentata l'analisi empirica che, dopo aver individuato le ipotesi basate sulla letteratura esistente, mira ad individuare una relazione tra le variabili considerate.

4.1 Ipotesi

La letteratura tradizionale sostiene che la divulgazione delle informazioni svolge un ruolo rilevante nell'influenzare il valore di un'azienda, soprattutto per quanto riguarda il costo del capitale WACC (Weighted Average Cost of Capital) e le sue componenti: il costo del capitale proprio (equity) e il costo del debito (debt). In particolare, questa analisi empirica si concentrerà sul costo del debito, ovvero il tasso di interesse effettivo che un'azienda paga sui suoi debiti e passività, come prestiti e obbligazioni. L'entità del costo del debito è strettamente legata all'affidabilità creditizia del debitore: un costo più elevato indica che il debitore è considerato più rischioso. Pertanto, aziende o individui con una migliore affidabilità creditizia possono ottenere debito a un costo inferiore, mentre quelli con un rating creditizio più basso affronteranno costi del debito più elevati. Una migliore divulgazione di pratiche non finanziarie, come quelle ESG, può ridurre il costo del capitale di un'azienda diminuendo significativamente il rischio percepito nei mercati dei capitali, riducendo le asimmetrie informative e i costi di transazione. Infatti, esistono due principali ragioni per aspettarsi un'associazione negativa tra la disclosure e il costo del finanziamento del debito: la disclosure riduce l'asimmetria informativa tra imprese e finanziatori e favorisce quest'ultimi nella valutazione del rischio di insolvenza dei mutuatari (Raimo et al., 2021; Eliwa, Aboud et al., 2021). Inoltre, un elevato livello di trasparenza riduce i costi di monitoraggio per gli investitori, che richiedono così un tasso di rendimento inferiore. Questi aspetti possono essere spiegati dalla teoria dell'agenzia, che prevede l'esistenza di asimmetrie informative tra finanziatori e manager in caso di emissione di capitale di debito. I finanziatori apprezzano una maggiore trasparenza dalle

aziende, penalizzando invece l'opacità informativa con restrizioni nei contratti di debito e un maggior costo del debito a cui un'impresa è soggetta. Gli istituti di credito poi, incorporano le informazioni ESG delle imprese nelle loro decisioni di prestito per valutare due tipi di rischi: il rischio di insolvenza e il rischio di reputazione (Eliwa, Aboud et al. 2021). Studi empirici confermano queste teorie. Già nel 1998, Sengupta ha riscontrato che le aziende con un'elevata qualità di informativa finanziaria presentano un costo del debito inferiore, risultati ottenuti anche da Muttakin et al. (2020). Lopes e De Alencar (2010) hanno invece riscontrato che la disclosure aziendale ha un effetto maggiore sul costo del debito rispetto al costo del capitale.

L'effetto benefico della divulgazione nel ridurre le asimmetrie informative può essere esteso anche alla divulgazione ESG, strumento chiave per tenere conto di indicatori extra-finanziari rilevanti nella valutazione dei rischi aziendali (Raimo et al., 2021). Una vasta ricerca ha indagato la relazione tra l'Integrated Reporting (IR), la Corporate Social Responsibility (CSR) e la divulgazione ESG con la performance aziendale, rivelando impatti positivi sulle reazioni del mercato, sulla liquidità del titolo, sulla valutazione dell'impresa e sulla performance finanziaria (Pirgaip, Rizvić, 2023). Gerwanski (2020) rileva che l'IR può ridurre il costo del debito di una società, evidenziando che questo effetto è più significativo per le aziende con performance ESG inferiori e per quelle operanti in settori sensibili dal punto di vista ambientale. Pirgaip e Rizvić (2023) hanno esaminato l'impatto dell'IR sul costo del capitale delle società quotate turche dal 2015 al 2020, rilevando che quando le aziende sostenibili utilizzano l'IR per comunicare le attività di creazione del valore, il costo del capitale può essere ridotto, in particolare il costo del debito. Eliwa, Aboud et al. (2021), utilizzando un campione di 6018 osservazioni di imprese quotate nell'UE dal 2005 al 2016, hanno trovato un'associazione negativa significativa tra il costo del debito e la performance e la divulgazione ESG, sottolineando l'importanza delle pratiche ESG nei modelli di valutazione degli istituti di credito. I risultati documentano che non solo l'informativa ESG ha lo stesso impatto sul costo del debito, ma agisce anche come sostituto della performance ESG. Pertanto, sebbene le decisioni e le pratiche degli istituti di credito premiano entrambe, di fatto non riescono a distinguere tra performance ESG e divulgazione. Hamrouni et al. (2019) hanno ottenuto lo stesso risultato analizzando un campione di società francesi quotate. Tuttavia, analizzando singolarmente gli effetti dei tre pilastri, gli autori hanno riscontrato che la divulgazione ambientale ha un effetto negativo sul costo del debito, mentre la

divulgazione sociale ha un effetto positivo e la divulgazione della governance ha un effetto non significativo.

In termini di trasparenza Chen e Jian (2006) hanno trovato una relazione negativa tra il livello di trasparenza aziendale e il costo del debito. Altri ricercatori documentano che le imprese con una migliore trasparenza ESG hanno maggiori probabilità di ottenere capitale a un costo inferiore grazie a una migliore reputazione operativa, con conseguente riduzione del rischio reputazionale (Yu EP et al., 2018). Cheng, Ioannou e Serafeim (2014) documentano che le imprese con migliori punteggi ESG legati alla performance possono beneficiare di minori vincoli di capitale. Velte (2022) afferma poi che, se gli stakeholder si aspettano una bassa probabilità di politiche di greenwashing e di sovraccarico di informazioni tenderanno a premiare le imprese con un premio per il rischio più basso e quindi con un aumento del valore aziendale.

Nonostante i risultati positivi, l'impatto della disclosure ESG sul costo del debito è ancora oggetto di dibattito. Alcuni studiosi sostengono che vi sia un costo significativo associato ai livelli di divulgazione ESG. Ad esempio, Gjergji et al. (2021), concentrandosi sulle piccole e medie imprese non a conduzione familiare, dimostrano che la divulgazione ambientale porta effettivamente a un aumento del costo del capitale. Dhaliwal, Hogan, Trezevant e Wilkins (2011), esaminando la divulgazione di 577 imprese quotate negli Stati Uniti, dimostrano che la divulgazione delle carenze materiali della corporate governance comporta un aumento del costo del debito.

In generale però, la maggior parte degli autori concorda sul fatto che un livello più elevato di disclosure ESG e, conseguentemente, di trasparenza, permetta alle aziende di ridurre il loro costo del capitale di debito. Sulla base di queste considerazioni, viene formulata la seguente ipotesi di ricerca:

H1: Esiste una relazione negativa tra la trasparenza dell'ESG disclosure delle aziende e il loro costo del capitale di debito.

In questa analisi ci concentriamo quindi sulla trasparenza dell'impresa e sulla disclosure piuttosto che sulla sua effettiva performance nelle questioni ESG. Mentre la performance ESG si riferisce alle attività ESG effettivamente svolte dall'impresa, la divulgazione ESG è il canale attraverso il quale l'impresa comunica queste attività ai suoi stakeholder. Questa prospettiva risulta di maggiore interesse in quanto, secondo la letteratura sulla teoria

della legittimità organizzativa, la divulgazione può supportare sia un approccio sostanziale sia uno simbolico. L'approccio sostanziale implica che la divulgazione sociale e ambientale rifletta cambiamenti effettivi nelle attività delle imprese. In contrasto, l'approccio simbolico considera la disclosure come una rappresentazione delle attività aziendali volta a mostrare coerenza con le norme sociali, senza necessariamente adottare politiche concrete in merito (Eliwa, Aboud et al. 2021). Le aziende adottano quest'ultimo approccio principalmente per convincere i principali stakeholder, compresi gli istituti di credito, del loro impegno nel rispettare le aspettative sociali, indipendentemente dalla misura in cui questo impegno sia effettivo (Michelon et al. 2015). La maggior parte della letteratura sulla contabilità sociale associa la divulgazione sociale e ambientale all'approccio simbolico (Cho, Patten, 2007).

La differenza tra simbolico e sostanziale è stata ripresa anche negli studi sul greenwashing. Walker e Wan (2011) e successivamente Roulet e Touboul (2015) definiscono infatti il greenwashing come la discrepanza tra le azioni sostanziali e quelle simboliche di un'azienda. Il meccanismo del *decoupling* descrive proprio tutte le strategie simboliche utilizzate per guadagnare legittimità sociale e consenso. Questo disaccoppiamento tra “simbolo” e “sostanza” può basarsi su rivendicazioni politiche, codici di condotta, accreditamenti sociali o etichette verdi progettati per segnalare la conformità attraverso certificazioni, piuttosto che conformarsi effettivamente (Pizzetti, Gatti et al., 2021). Pope e Wæraas (2015), in quest'ottica, sottolineano che la letteratura accademica ha riportato pratiche di disaccoppiamento relative a quasi tutti i tipi di iniziative di CSR, ad esempio il Global Compact, la Global Reporting Initiative, la SA8000 la ISO 14001 e che il grado di disaccoppiamento varia ampiamente e sistematicamente in base ai requisiti di adesione di ciascuna iniziativa; in particolare, le iniziative di CSR hanno maggiori probabilità di generare disaccoppiamento se presentano aspettative ambigue, bassi costi di adozione e alti costi di conformità sostanziale, poche strutture di garanzia e meccanismi di applicazione limitati. Anche Lyon e Montgomery (2015) identificano l'adesione delle aziende a programmi e iniziative volontarie promossi da associazioni e ONG, come strategie mirate a migliorare l'immagine sostenibile dell'azienda; partnership non sempre accompagnate da reali cambiamenti nelle politiche organizzative (Delmas, Monte-Sancho, 2010). Tra le principali motivazioni alla base dell'adozione di schemi di certificazione ambientali vi sono, generalmente, pressioni da parte di Istituzioni e stakeholder per promuovere un approccio di autoregolamentazione. La certificazione, in

questo senso, ha lo scopo di dimostrare all'esterno che l'organizzazione si è impegnata, volontariamente e in modo credibile, a perseguire un miglioramento ambientale continuo, evitando o riducendo così i controlli normativi da parte degli enti pubblici (Testa, Boiral, 2015). Infine, Bauckloh et al. (2023) si concentrano sul ruolo della sottoscrizione ad iniziative di sostenibilità, considerato come un modo per le imprese di comunicare la propria adesione ai valori dell'ambiente in cui operano e di garantire la propria legittimità. Per gli autori, quando l'attuazione dei principi dell'iniziativa è volontaria, rimane incerto se la sottoscrizione avvenga a scopo di *free-riding* e greenwashing o se porti a un reale cambiamento delle attività aziendali.

Dal momento in cui ricerche esistenti indicano che gli investitori e gli altri stakeholder apprezzano molto la verificabilità delle informazioni divulgate grazie all'adozione di iniziative globali e certificazioni di sostenibilità, aumentando il valore dell'impresa (Gerged et al., 2023), viene presentata la seconda ipotesi:

H2: Esiste una relazione positiva tra la trasparenza dell'ESG disclosure di un'azienda e la presenza di certificazioni e iniziative multistakeholder considerate come potenziali meccanismi di greenwashing.

4.2 Metodologia di ricerca

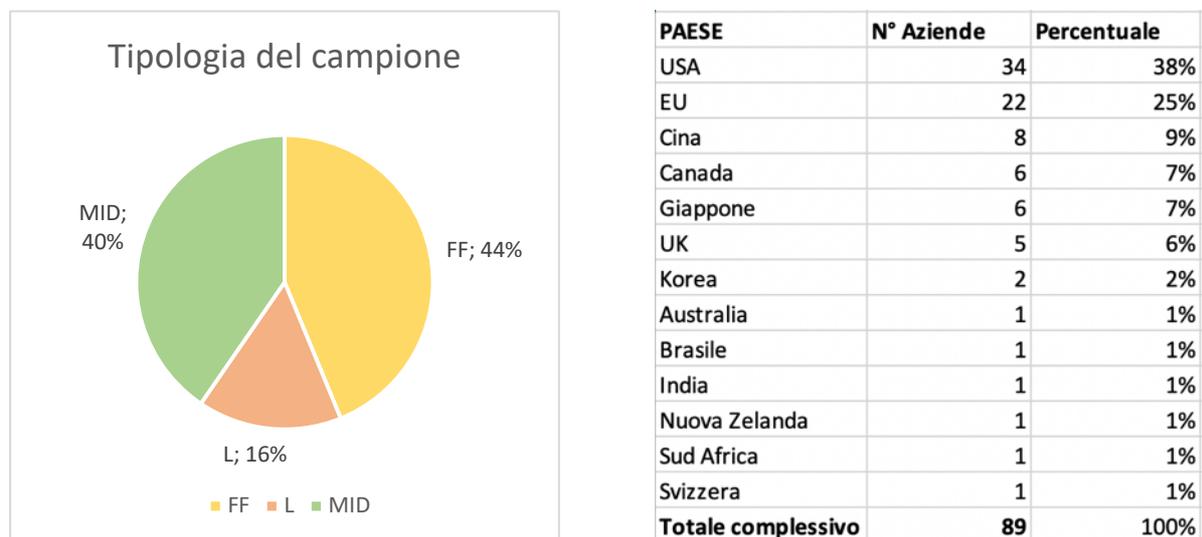
4.2.1 Campione di analisi

Al fine di testare le ipotesi presentate, il campione iniziale è rappresentato dalla lista, aggiornata al 2023, delle aziende di moda e abbigliamento indagate dal Fashion Transparency Index di Fashion Revolution, una ONG internazionale che promuove una moda più etica, sostenibile e trasparente.

Il Fashion Transparency Index, di seguito FTI, è l'indice di trasparenza con cui ogni anno vengono classificati i maggiori brand e rivenditori di moda del mondo, in base al loro livello di reporting e divulgazione. L'indice esamina la divulgazione pubblica dei marchi attraverso 258 indicatori in 5 aree chiave tra cui politiche e impegni, governance, tracciabilità della catena di fornitura, diritti umani e pratiche ambientali; aree cruciali per promuovere un cambiamento sistemico, consentendo così ad investitori, legislatori, ONG, sindacati e lavoratori di chiedere conto ai marchi e ai rivenditori di quanto stanno facendo. Questo indice è stato scelto perché coerente con il concetto di trasparenza della disclosure; non misura, infatti, l'etica o la sostenibilità ma la divulgazione pubblica delle

organizzazioni. Delle 250 aziende iniziali sono state escluse dall'analisi quelle non quotate, per cui non era possibile ottenere i dati finanziari utilizzati, e tutte le organizzazioni che si occupano esclusivamente di rivendere capi, senza avere marchi propri e dunque politiche di produzione sostenibile. Inoltre, alcuni dei brand analizzati dal FTI fanno parte della stessa organizzazione (ad es. Bottega Veneta, Gucci, Balenciaga, Saint Laurent fanno parte del gruppo Kering); in questi casi è stata considerata solo l'azienda madre. Con questa scrematura il campione si è ridotto a 89 aziende, provenienti da tutto il mondo. Nello specifico, le aziende individuate sono state suddivise per tipologia, Fast Fashion, Lusso e Mid (fascia medio alta), e per Paese. Di seguito vengono riportate le tabelle riassuntive del campione (Figure 19 e 20).

Figura 19 e 20: Tipologia e Paese del campione



Fonte: elaborazione personale

Come si può evincere, il campione è principalmente formato da aziende di Fast Fashion (44%) e di fascia medio-alta (MID) (40%), soprattutto statunitensi (38%) ed europee (25%). La percentuale di aziende asiatiche, cinesi (9%) e giapponesi (7%) è più bassa ma potrebbe comunque rivelare delle differenze, in termini di approccio alla sostenibilità, con le aziende occidentali. Le aziende di Fast Fashion sono prevalentemente statunitensi (13), cinesi (7), europee (5) ed inglesi (5). Anche per le "Mid" il campione più rappresentativo è dato dalle aziende statunitensi (19), seguito dalle europee (7) e canadesi (4). Le aziende di lusso, invece, sono prevalentemente europee (11).

Una volta precisata la lista, il passo successivo è stato identificare le principali certificazioni e iniziative multistakeholder da prendere in considerazione. Nel capitolo 3,

sulla base di alcuni report come il rapporto dell'ONG Changing Markets Foundation "Licence to Greenwash: How certification schemes and voluntary initiatives are fuelling fossil fashion" (2022) e il report di Greenpeace "Greenwash Danger Zone" (2023), è emerso come le aziende del settore utilizzano iniziative multistakeholder e certificazioni deliberatamente o inavvertitamente come *window dressing*. I report prendevano in esame l'ambizione e la portata delle iniziative, la trasparenza, l'indipendenza e la responsabilità identificando così alcuni pattern comuni. Tra questi: mancanza di trasparenza e indipendenza, mancanza di requisiti e scadenze vincolanti, metodologie poco chiare per misurare l'impatto ambientale, utilizzo fuorviante di termini come "sostenibile" o "responsabile" attribuiti a materiali che non possono essere descritti in questo modo etc. Tra i diversi schemi e certificazioni indicati come possibili meccanismi di greenwashing, per questa analisi sono stati considerati: la Sustainable Apparel Coalition (SAC), la Better Cotton Initiative (BCI), l'Ellen MacArthur Foundation (EMF) e il Microfiber Consortium (TMC). Per individuarle è stata svolta una prima analisi in un campione molto ridotto: 4 aziende rappresentative dei settori Fast Fashion (H&M, INDITEX, OVS) e Lusso (KERING), e impegnate in strategie di sostenibilità ampiamente riconosciute (OVS, KERING).

Figura 21: principali iniziative multistakeholder

	SAC	Fashion Pact	Textile Exchange	EMF	B4iG	ACT	OCA Foundation	TMC	RE100	Global Fashion Agenda	ZDHC
KERING	lasciata nel 2021	X	X	X	X			X	X	X	X
H&M	X	X	X	X		X	X	X	X		X
OVS	X		X							X	X
INDITEX	X	X	X	X		X	X	X			X

Fonte: elaborazione personale

Come si può notare, tutte le aziende considerate fanno parte della ZDHC, una delle prime organizzazioni multistakeholder (2011) con l'obiettivo di eliminare l'uso di sostanze chimiche pericolose nell'intera catena di approvvigionamento tessile e del Textile Exchange, che fornisce linee guida e certificazioni di terze parti (GOTS, RCS). Da menzionare è soprattutto il ruolo della SAC, lasciata da Kering nel 2021 a causa degli scandali in termini di trasparenza e sostenibilità di alcuni suoi strumenti di misurazione (Higg MSI).

Figura 22: principali certificazioni e strumenti di calcolo utilizzati

	BCI	ISO 14001	SA8000	FSC	GRS	GOTS	Canopy	BlueSignTM	OEKO TEX	Nordic Swan	EU Ecolabel	Recycled Claim Standard	Higg (FEM)	Higg (FSLM)	Higg MSI
KERING		X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X			
H&M	X			X	X	X	X		X		X	X	X	X	fino a 2021
OVS	X	X	X	X		X			X		X	X	X	X	fino a 2021
INDITEX	X	X	X	X		X	X	X	X		X	X	X	X	fino a 2021

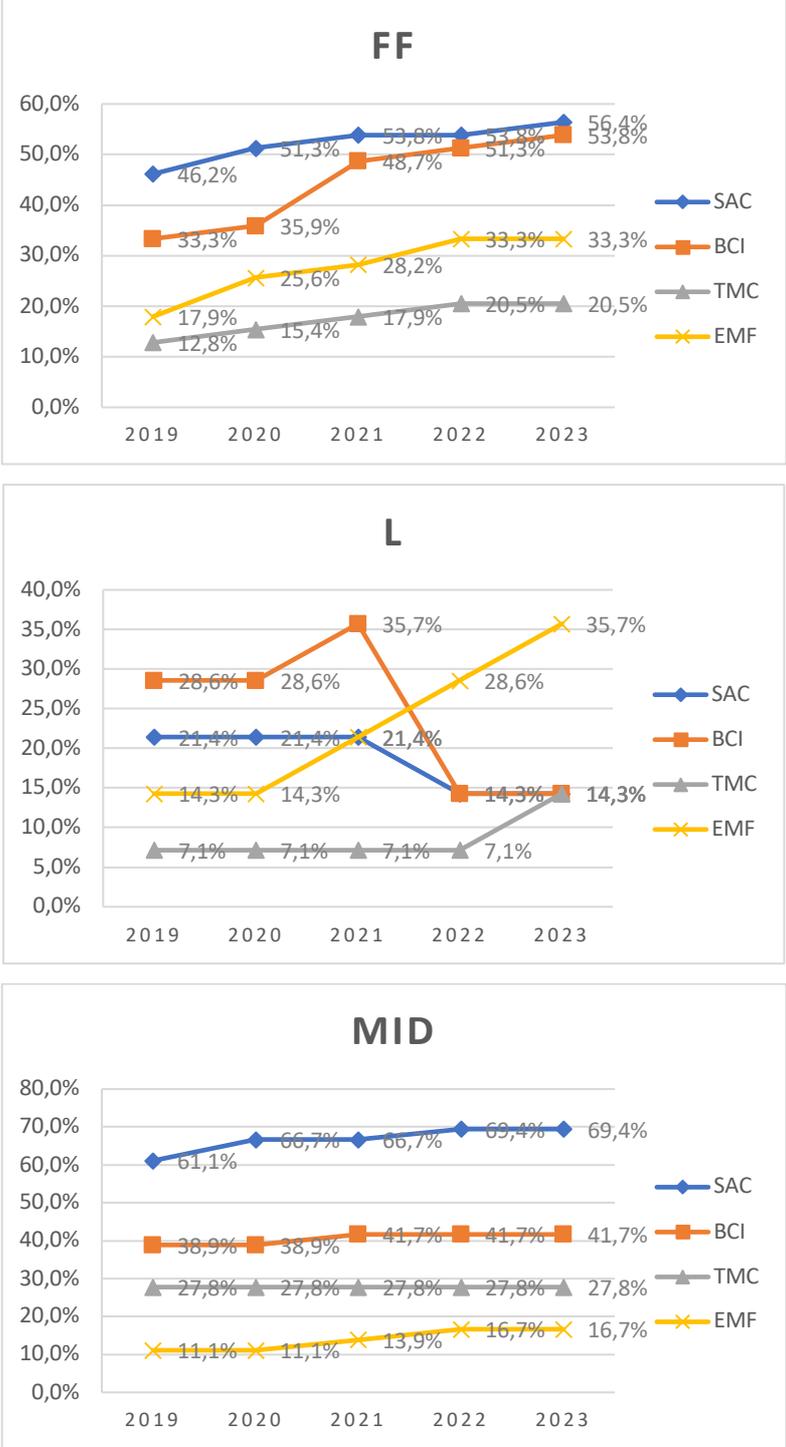
Fonte: elaborazione personale

Anche per quanto riguarda le certificazioni, Kering è stata chiara nel preferire altre tipologie di cotone rispetto al BCI in quanto non rispetta i suoi criteri di scelta delle materie prime; ad esempio utilizza OGM ed è stata più volte accusata di sfruttamento dei lavoratori. Certificazioni ormai consolidate come l’FSC, riguardante l’utilizzo della carta, sono invece considerate da tutti, così come l’EU ECOLABEL, anche se, specialmente dalle aziende di fast fashion, viene adottato in una minima parte della collezione. La scelta degli schemi da inserire nell’analisi è stata determinata principalmente da tre caratteristiche: una maggiore diffusione tra le aziende considerate, sia queste Fast Fashion o Lusso, accuse di greenwashing e per ciò che ciascuna rappresenta: la SAC perché è una delle maggiori iniziative multistakeholder in questo settore, impegnata anche nel fornire metodologie di calcolo (poco chiare) degli impatti in termini di sostenibilità, la BCI in quanto primo standard di cotone certificato sostenibile, la EMF e il TMC per ciò che rappresentano, rispettivamente, in termini di circolarità e microfibre utilizzate. Certificazioni come l’ISO14001 e la SA8000, così come l’OEXO-TEXT, l’EU-ECOLABEL e il GOTS, non state inserite in quanto presenti in piccole percentuali della produzione e a minor rischio greenwashing (EU-ECOLABEL).

Il processo di ricerca delle certificazioni è stato poi applicato a tutte le 89 aziende considerate nel campione. Per questa analisi le fonti delle informazioni sono state principalmente: i siti web aziendali, i report di sostenibilità, i siti delle varie certificazioni e del FTI e, in alcuni casi, notizie provenienti da testate giornalistiche. La scelta dell’intervallo temporale, dal 2019 al 2023, è stata individuata in base all’inizio della divulgazione di informazioni ESG (molte aziende hanno implementato strategie di sostenibilità di recente) e in base all’adozione degli schemi e delle certificazioni indicate. I dati finanziari sono stati invece raccolti tramite il Bloomberg Financial Dataset. Il campione così formato, considerando 89 aziende dal 2019 al 2023, è definito da 445 osservazioni. Le seguenti figure rappresentano l’andamento, in termini di adozione, delle

certificazioni considerate, suddivise in merito alla tipologia di riferimento, Fast Fashion (FF), Lusso (L) e MID.

Figura 22, 23, 24: Andamento dell'adozione di certificazioni suddiviso per tipologia



Fonte: elaborazione personale

I dati si interpretano come di seguito: nel 2019, tra le 39 aziende di Fast Fashion (che rappresentano il 44% dell'intero campione) il 46,2% era membro della Sustainable Apparel Coalition (SAC), il 33,3% aderiva alla Better Cotton Initiative (BCI), il 17,9% partecipava al The Microfiber Consortium (TMC) e il 12,8% era coinvolto nell'Ellen MacArthur Foundation (EMF). L'analisi dei dati rivela pattern differenziati in base alla tipologia di azienda. La Sustainable Apparel Coalition è un'iniziativa di successo soprattutto tra le aziende di Fast Fashion e della fascia medio alta, con un incremento costante nel corso dei 5 anni analizzati. In particolare, la percentuale di adozione tra le aziende della fascia medio-alta (MID) ha raggiunto il 69,4% nel 2023. Al contrario, le aziende di Lusso hanno mostrato un trend opposto, con una riduzione dell'adozione dal 21,4% nel 2021 al 15,3% nel 2023. Questa diminuzione potrebbe essere attribuita agli scandali emersi riguardo le metodologie di calcolo dell'HIGG MSI, strumento ideato dalla SAC, e alle critiche circa la trasparenza dell'organizzazione. Lo stesso pattern si può constatare anche per la Better Cotton Initiative, popolare soprattutto tra le aziende di Fast Fashion (53,8% delle aziende di Fast Fashion nel 2023) e nella sezione MID. Analogamente alla SAC, la BCI ha subito una riduzione dell'adozione tra le aziende di Lusso a partire dal 2021, probabilmente a causa di scandali sociali e ambientali che potrebbero aver compromesso la reputazione e la credibilità dei brand che vi aderiscono. Per quanto riguarda la Ellen MacArthur Foundation, da menzionare è soprattutto il forte aumento nell'adozione da parte di brand del Lusso a partire dal 2020; molte iniziative legate alla circolarità sono state infatti implementate. Infine, il Microfiber Consortium si attesta in fondo alla classifica, con percentuali di adozione più basse e andamenti di crescita più limitati. In questo caso, da notare è il quasi raddoppio, nel settore Lusso, dal 2022 al 2023, indicando un crescente interesse verso la gestione delle microfibre e l'impatto ambientale. L'analisi dei dati evidenzia come le diverse iniziative di sostenibilità siano adottate con variazioni significative tra le diverse tipologie di aziende nel settore della moda. Le aziende di Fast Fashion e quelle di fascia medio-alta mostrano una maggiore propensione ad aderire a iniziative come la SAC e la BCI, diversamente dalle aziende di Lusso. È importante notare che i brand di Lusso, notoriamente più attenti alla loro reputazione e credibilità, sono più sensibili a scandali sociali e ambientali che riguardano le iniziative e le certificazioni adottate. La BCI e la SAC hanno infatti subito denunce da parte di ONG e, in particolare, dalle autorità competenti come nel caso dell'Autorità Norvegese in merito all'HIGG MSI. Al contrario, i brand di Lusso non sembrano reagire

allo stesso modo ad altre iniziative di sostenibilità, che, sebbene considerate da alcune ONG come *window dressing*, non hanno ancora subito scandali o processi.

4.2.2 Variabili dipendenti

Questa analisi empirica comprende due ipotesi. Pertanto, vengono considerate due variabili dipendenti distinte.

L'obiettivo della prima ipotesi è investigare se la trasparenza della disclosure ESG di un'azienda possa influenzare il suo costo del debito. A tal fine, verrà utilizzato il WACC Cost of Debt, ovvero la componente del costo del debito all'interno del calcolo del Weighted Average Cost of Capital (WACC). Il WACC rappresenta il costo medio ponderato del capitale di un'azienda e include sia il capitale proprio (equity) che il capitale di debito. Analizzare il WACC Cost of Debt permette di isolare e comprendere meglio l'impatto della disclosure ESG sulla parte del debito.

Per la seconda ipotesi, l'analisi si concentra sulla relazione tra una serie di certificazioni e iniziative multistakeholder, considerate come potenziali meccanismi di greenwashing, e la trasparenza dell'ESG disclosure di un'azienda. Come variabile dipendente verrà utilizzato il Bloomberg ESG Disclosure Score, considerato un indicatore appropriato per misurare la trasparenza delle aziende (Yu EP et al., 2018). Questo punteggio è progettato per misurare la quantità di dati ESG che le aziende riportano pubblicamente e non misura la performance dell'azienda. Il punteggio viene realizzato in base alla portata della divulgazione ESG di un'azienda e comprende oltre 900 campi che si estendono a diversi temi chiave della sostenibilità, come la qualità dell'aria, il cambiamento climatico, la gestione dell'acqua e dell'energia, materiali e rifiuti, rischio di revisione e supervisione, compensazione, diversità, indipendenza, struttura e mandato del Consiglio di amministrazione e diritto degli azionisti. Il punteggio parte da 0 e arriva a 100 per le aziende che divulgano tutti i dati ESG raccolti da Bloomberg. Più alto è il punteggio, più alta è la divulgazione. Ogni dato è ponderato in base alla sua materialità ed è adattato ai diversi settori industriali. In particolare modo il punteggio ESG Disclosure è determinato da 3 sotto-punteggi, E, S e G Disclosure, che vengono poi combinati in un unico punteggio. Entrambe le variabili dipendenti, il WACC Cost of Debt e il Bloomberg ESG Disclosure Score, sono ottenute dal Bloomberg Financial Dataset, che fornisce dati precisi e affidabili per l'analisi delle pratiche ESG e delle performance finanziarie delle aziende.

4.2.3 Variabili indipendenti

Per la prima ipotesi la variabile dipendente utilizzata è proprio la trasparenza dell'ESG disclosure, ovvero il Bloomberg ESG Disclosure Score, indice appena presentato nel paragrafo precedente. Il modello viene poi testato anche con i suoi sotto-pilastri: l'E Disclosure Score, l'S Disclosure Score e il G Disclosure Score.

Per quanto riguarda la seconda ipotesi, invece, sono principalmente utilizzate variabili *dummy*, che assumono valore 1 se l'impresa *i* nell'anno *t* ha partecipato ad una determinata iniziativa o certificazione, e 0 altrimenti. In questo modo viene valutata la relazione tra l'ESG Disclosure Score e la SAC, la BCI, il TMC, la EMF. Queste certificazioni sono state presentate come possibili meccanismi di greenwashing e, allo stesso tempo, sono tra le iniziative di sostenibilità più adottate dalle aziende del settore.

La SAC, o Sustainable Apparel Coalition, dal 2024 diventata Cascale, è un'iniziativa multistakeholder fondata nel 2011 da un gruppo di aziende del settore dell'abbigliamento, calzature e tessili, insieme a organizzazioni non governative e istituzioni accademiche con l'obiettivo di promuovere la sostenibilità e ridurre l'impatto ambientale e sociale dell'industria della moda. Per questo la SAC sviluppa e fornisce strumenti standardizzati per misurare e migliorare le performance di sostenibilità, tra cui l'Higg Index, che valuta l'impatto ambientale e sociale dei prodotti e delle operazioni aziendali. Nonostante le sue intenzioni, la SAC ha affrontato diverse critiche e accuse di greenwashing, affrontate anche dalle Autorità Competenti in sede legale. Le contestazioni erano principalmente dovute alla mancanza di trasparenza e verificabilità degli strumenti emessi, in particolare l'HIGG MSI che ha fatto sollevare dubbi circa la veridicità dei dati forniti dalle aziende. La metodologia è stata poi ampiamente contestata per non considerare importanti aree di impatto; l'indice Higg infatti favorisce fortemente i materiali sintetici ricavati da combustibili fossili rispetto a quelli naturali come il cotone, la lana o la pelle. L'introduzione e sviluppo di tale indice ha coinciso con i progressi dei tessuti a base sintetica ritenuti più economici ed elastici. Infine, la mancanza di trasparenza e indipendenza emerge dal fatto che molti dei marchi di abbigliamento che presiedono il consiglio di amministrazione della SAC traggono vantaggio dalle tendenze della moda che hanno beneficiato direttamente dei progressi nei tessuti sintetici come il Fast Fashion.

La Better Cotton Initiative, o BCI, è un'organizzazione senza scopo di lucro fondata nel 2009 con l'obiettivo di rendere la produzione globale di cotone più sostenibile

promuovendo pratiche agricole migliori, migliorando le condizioni di lavoro e certificando la catena di fornitura con i suoi standard. Nonostante questo, lo standard BCI presenta diversi punti deboli. Secondo un'inchiesta recente, il cotone utilizzato da Better Cotton proviene da due delle più grandi aziende agroindustriali del Brasile, coinvolte in procedimenti giudiziari per corruzione e deforestazione illegali. Precedentemente è stata coinvolta in uno scandalo legato alla regione dello Xinjiang in Cina, dove ci sono state accuse di lavoro forzato tra i coltivatori di cotone uiguri. Inoltre, lo standard BCI non impone restrizioni per l'uso di pesticidi, così come l'utilizzo di OGM e principi minimi relativi alla conservazione dell'acqua e alla salute del suolo.

Il Microfiber Consortium, o TMC, è un'organizzazione senza scopo di lucro che lavora per ridurre l'impatto ambientale delle microfibre rilasciate dai tessuti durante i processi di produzione, lavaggio e utilizzo. Oltre alla perdita di microfibre, il TMC non affronta però i diversi problemi delle fibre sintetiche, mostrando al contrario un pregiudizio a favore di queste. Non affronta nemmeno il tema della limitazione del fast fashion e dei modelli di business non sostenibili. Inoltre, non stabilisce criteri chiari e incentivi per il miglioramento continuo e non fornisce criteri di esclusione nei casi in cui i membri non rispettino continuamente i requisiti (Changing Market Foundation, 2022).

Infine, la Ellen MacArthur Foundation (EMF) è un'organizzazione no-profit fondata nel 2010 che si occupa di promuovere e accelerare la transizione verso un'economia circolare. Come il TMC, anche questa iniziativa non stabilisce criteri chiari e incentivi per migliorare, così come criteri di esclusione in caso di non raggiungimento dei target. Non vi è alcuna apparente conseguenza per il mancato raggiungimento degli obiettivi. I firmatari non sono nemmeno classificati in base alle prestazioni, annullando ogni potenziale responsabilità o stimolo a migliorare. Inoltre, nessuna valutazione indipendente valuta oggettivamente l'impatto dello schema. Per quanto riguarda l'indipendenza, invece, è finanziata da partnership aziendali, filantropia legata ai marchi di moda e ha una forte presenza in altre iniziative come il WRAP.

Infine, tutte le iniziative qui elencate adottano un approccio parziale e si occupano solo di una piccola parte della filiera, invece di abbracciare un approccio olistico.

4.2.4 Variabili di controllo

Le variabili di controllo utilizzate si distinguono, anche in questo caso, in base alle ipotesi.

Per quanto riguarda la prima ipotesi, sulla base di precedenti studi teorici ed empirici, sono stati considerati i fattori in grado di influenzare significativamente il costo del debito (WACC Cost of Debt). Vengono così incluse: le dimensioni dell'azienda (size), la redditività dell'azienda, la leva finanziaria e il rapporto di copertura degli interessi (Raimo et al., 2021; Eliwa, Aboud et al., 2021).

Per quanto riguarda la prima variabile di controllo, la dimensione dell'impresa (size) è stata misurata come il logaritmo naturale del Sales Revenue Turnover (SALES_REV_TURN). Questo viene definito da Bloomberg come una dimensione della grandezza dell'impresa e rappresenta l'importo delle vendite generate da un'azienda al netto di resi, abbuoni, sconti e imposte sulle vendite, includendo le sovvenzioni del governo federale o locale. Studi precedenti suggeriscono che le imprese più grandi hanno un accesso più facile ai finanziamenti esterni e sono caratterizzate da una minore asimmetria informativa e da minori costi di monitoraggio (Gerwanski, 2021; Yu et al., 2020). Inoltre, sono anche più resistenti agli shock negativi e beneficiano di economie di scala nei costi del debito (Raimo et al., 2021). Pertanto, ci aspettiamo un'associazione negativa tra le dimensioni dell'impresa e il costo del finanziamento del debito.

Seguendo sempre la letteratura, il Tobin's Q viene indicato come proxy della redditività dell'impresa (TOBIN_Q_RATIO). Infatti, ci si aspetta che le imprese ad alta redditività siano più capaci di generare risorse e di avere una maggiore capacità di servizio del debito rispetto a quelle non redditizie. Di conseguenza, le imprese redditizie presentano generalmente un basso rischio di insolvenza, che si traduce in un minor costo del debito (Erragragui, 2018). Ci aspettiamo quindi un'associazione negativa tra redditività e costo del finanziamento del debito.

La leva finanziaria consiste invece nell'utilizzare il debito o il capitale preso in prestito per intraprendere un investimento o un progetto. Le aziende possono utilizzare la leva finanziaria per finanziare le proprie attività. La leva finanziaria (FNCL_LVRG) comprende quindi il rapporto tra il totale delle attività e il totale del capitale proprio. Il livello di indebitamento è correlato positivamente al rischio di insolvenza e studi precedenti suggeriscono che le imprese con una leva finanziaria più elevata soffrono di pesanti obblighi di indebitamento e hanno un elevato rischio di insolvenza (Gerwanski, 2021). Pertanto, ci aspettiamo un'associazione positiva tra la leva finanziaria e il costo del finanziamento del debito. Infine, includiamo l'Interest Coverage Ratio (INTEREST_COVERAGE_RATIO). Questo valore è un indice di indebitamento e di

redditività utilizzato per determinare la facilità con cui una società può pagare gli interessi sul suo debito residuo. Il rapporto di copertura degli interessi si calcola dividendo gli utili prima degli interessi e delle imposte di una società per gli interessi passivi in un determinato periodo. È quindi probabile che le imprese con un tasso di copertura degli interessi più elevato abbiano un costo del debito inferiore (Erragragui, 2017). Pertanto, ci aspettiamo un'associazione negativa tra l'indice di copertura degli interessi e il costo del finanziamento del debito.

Tutte le variabili di controllo sopra menzionate sono ottenute dal database Bloomberg. Oltre a queste variabili finanziarie, nel modello sono state inserite anche: la grandezza dell'audit e del board, la dualità del CEO, gli amministratori indipendenti e il country risk market return. Infatti, secondo Anderson et al., (2004) il costo del debito risulta essere inversamente correlato all'indipendenza e alle dimensioni del consiglio di amministrazione, così come ai comitati di revisione indipendenti. I consigli di amministrazione e i comitati di revisione contabile sono infatti elementi importanti che influenzano l'affidabilità delle relazioni finanziarie.

Il BOARD_SIZE rappresenta la grandezza del consiglio di amministrazione, che, dal punto di vista dei creditori, è uno dei fattori più importanti che influenzano l'integrità e la validità dei bilanci. I consigli di amministrazione, tra gli altri compiti, hanno infatti il compito di monitorare e disciplinare l'alta dirigenza e fornire ai creditori dell'impresa bilanci certificati.

La variabile INDEPENDENT_DIRECTORS considera invece il numero di amministratori indipendenti all'interno del board.

Con SIZE_OF_AUDIT_COMMITTEE indichiamo la grandezza del consiglio di revisione o audit. Nella maggior parte delle grandi imprese, infatti, i consigli di amministrazione delegano la supervisione diretta del processo di contabilità finanziaria al comitato di revisione che ha la responsabilità di garantire la solidità e la qualità delle pratiche contabili e di controllo interne, e di monitorare l'indipendenza dei revisori esterni dalla direzione.

La CEO_DUALITY, ovvero la situazione in cui l'amministratore delegato (CEO) ricopre anche il ruolo di presidente del consiglio di amministrazione, è presentata da Bloomberg come una variabile Dummy, e vale 1 se la stessa persona ricopre entrambi i titoli in un determinato anno e 0 altrimenti. Se in genere si sostiene che la dualità del CEO riduca la

performance dell'impresa ci sono stati risultati contrastanti circa impatto sulla *firm performance*, come riporta il risultato poco significativo ottenuto da Hsu et al., (2021).

Infine, come variabile legata al Paese è stata considerato il COUNTRY_RISK_MARKET_RETURN che, con un punteggio da 0 a 10 si riferisce all'incertezza associata all'investimento in un particolare Paese e, più specificamente, al grado di incertezza che potrebbe portare a perdite per gli investitori; può quindi indicare anche il livello di corruzione di un Paese percepito dai creditori.

Queste variabili, per ciò che rappresentano in termini di impatto sulla trasparenza e sull'integrità, sono state considerate anche per la seconda ipotesi, con l'aggiunta della dummy CSR_COMMITEE, che vale 1 se è presente una commissione apposita per la disclosure non finanziaria e 0 altrimenti e l'Audit Independence, indicata come uno score da 0 a 10 (AUDIT_CMTE_INDEPENDENCE_FLD_SCR) (Gerged et al., 2023).

L'H2 di questa analisi è infatti quella di valutare la relazione tra la trasparenza dell'ESG disclosure di un'azienda, calcolata sulla base dell'ESG DISCLOSURE SCORE, e la presenza di certificazioni ritenute meccanismi di greenwashing. Oltre alle variabili di controllo menzionate, sono state considerate anche l'adozione di determinati framework di reporting (GRI, SASB, TCFD) e la partecipazione a due iniziative globali come il Fashion Pact e l'UNFCC Fashion Industry Charter. Questi possono essere considerati sia dalle aziende che dagli investitori come approcci globali alla trasparenza aziendale, strumenti costituiti da una serie di principi con l'obiettivo di guidare gli sforzi di sostenibilità delle aziende, attuare e monitorare gli sviluppi e comunicare il proprio impegno in termini di sostenibilità (Gerged, 2023).

I framework GRI, SASB e TCFD sono stati inseriti come variabili dummy che assumono il valore 1 se vengono adottati dall'azienda al tempo t e 0 altrimenti. Come provato da Ismail et al. (2021), l'adozione di standard globali di sostenibilità migliora sia la quantità che la qualità del reporting sulla CSR.

Anche l'UNFCC e il Fashion Pact sono stati considerati come variabili dummy, che assumono il valore 1 se vi è la partecipazione dell'azienda al tempo t e 0 altrimenti. L'UNFCC Fashion Industry Charter for Climate Action, o Fashion Charter, è un'iniziativa lanciata sotto l'egida della UNFCCC per mobilitare l'industria della moda nella lotta contro i cambiamenti climatici, mirando a promuovere pratiche sostenibili lungo tutta la catena del valore dell'industria. L'aspetto rilevante di questa iniziativa è che per la prima volta si è riconosciuta l'importanza di affrontare il cambiamento climatico in uno dei settori

industriali più influenti e impattanti a livello globale. La firma di questa iniziativa, che evidenzia l'impegno dell'azienda in termini di sostenibilità, dovrebbe quindi essere collegata anche a una disclosure ESG di più qualità, oltre che di quantità. Lo stesso vale per la presenza o meno del Fashion Pact, un'iniziativa globale nata nel 2019 con obiettivi di riduzione degli impatti, soprattutto sull'ambiente.

Infine, viene inserita anche la variabile dummy Settore, che assume il valore 1 se Fast Fashion e 0 altrimenti. Questa variabile permette di indagare il comportamento delle aziende di Fast Fashion nei confronti dell'ESG disclosure.

In sintesi, la combinazione di queste variabili con le variabili di controllo menzionate in precedenza potrebbe fornire un buon modello per identificare la relazione tra le pratiche di greenwashing presentate e la trasparenza delle aziende nel settore della moda.

Per concludere il paragrafo esplicativo delle variabili utilizzate in questa analisi, la tabella successiva (Figura 25) le distingue in variabili dipendenti, indipendenti e di controllo.

Figura 25: Variabili utilizzate nell'analisi di regressione

Simbolo variabile	ID Bloomberg	Nome variabile
VARIABILI DIPENDENTI		
WACCcostofdebt	WACC_COST_DEBT	Cost of debt
ESGDISCLOSURESCORE	ESG_DISCLOSURE_SCORE	ESG disclosure score
Edisclosure	ENVIRON_DISCLOSURE_SCORE	Environmental disclosure score
Sdisclosure	SOCIAL_DISCLOSURE_SCORE	Social disclosure score
Gdisclosure	GOVNCE_DISCLOSURE_SCORE	Governance disclosure score
VARIABILI INDIPENDENTI		
ESGDISCLOSURESCORE	ESG_DISCLOSURE_SCORE	ESG disclosure score
Edisclosure	ENVIRON_DISCLOSURE_SCORE	Environmental disclosure score
Sdisclosure	SOCIAL_DISCLOSURE_SCORE	Social disclosure score
Gdisclosure	GOVNCE_DISCLOSURE_SCORE	Governance disclosure score
SAC		Sustainable Apparel Coalition
BCI		Better Cotton Initiative
EMF		Ellen MacArthur Foundation
TMC		The Microfiber Consortium
VARIABILI DI CONTROLLO		
TobinsQ	TOBIN_Q_RATIO	Tobin's Q Ratio
InterestCovRatio	INTEREST_COVERAGE_RATIO	Interest Coverage Ratio
FinancialLev	FNCL_LVRG	Financial Leverage
SalesRevTurn	SALES_REV_TURN	Sales Revenue Turnover
Sizeofaudit	SIZE_OF_AUDIT_COMMITTEE	Size of Audit
Boardsize	BOARD_SIZE	Board Size
CEODUALITY	CEO_DUALITY	Ceo Duality
inddirectors	INDEPENDENT_DIRECTORS	Independent Directors
countryrmt	COUNTRY_RISK_MARKET_RETURN	Country Risk Market Return
csrsustcommittee	CSR_SUSTAINABILITY_COMMITTEE	CSR sustainable committee
auditind	AUDIT_CMTE_INDEPENDENCE_FLD_SCR	Audit independence
GRI		GRI
SASB		SASB
TCFD		TCFD
UNFCCC		UNFCCC Fashion Industry Charter for Climate Action
fashionpact		The Fashion Pact
settore		Settore

Fonte: elaborazione personale

4.3 Analisi di regressione

Dopo aver presentato le ipotesi e le variabili che questa analisi vuole prendere in considerazione, i due modelli sono così specificati:

1. Modello per H1:

$$WACCCostofdebt_{it} = \beta_0 + \beta_1 VarI_{it} + \beta_2 SalesRevTurn_{it} + \beta_3 TobinsQ_{it} + \beta_4 FinancialLev_{it} + \beta_5 IntCovRatio_{it} + \beta_6 SizeAudit_{it} + \beta_7 BoardSize_{it} + \beta_8 CeoDuality_{it} + \beta_9 IndDirectors_{it} + \beta_{10} CountryRmt_{it} + Year_{it} + \epsilon_{it}$$

Anche se la variabile indipendente principale di questo modello è l'ESG_Disclosure_Score, vengono successivamente testati anche l'E_Disclosure_Score, l'S_Disclosure_Score e il G_Disclosure_Score per valutare possibili differenze.

2. Modello per H2:

$$ESGDISCLOSURESCORE_{it} = \beta_0 + \beta_1 SAC_{it} + \beta_2 BCI_{it} + \beta_3 EMF_{it} + \beta_4 TMC_{it} + \beta_5 GRI_{it} + \beta_6 SASB_{it} + \beta_7 TCFD_{it} + \beta_8 SizeAudit_{it} + \beta_9 BoardSize_{it} + \beta_{10} CeoDuality_{it} + \beta_{11} IndDirectors_{it} + \beta_{12} Settore_{it} + \beta_{13} UNFCCC_{it} + \beta_{14} FashionPact_{it} + Year_{it} + \epsilon_{it}$$

Rispetto al primo modello, il secondo viene testato solo per l'ESG Disclosure Score, in quanto le variabili indipendenti utilizzate sono tutte certificazioni e iniziative multistakeholder relative agli aspetti ambientali e, in parte, sociali.

L'analisi di regressione è stata effettuata attraverso il programma statistico STATA.

Il primo step, per poter avere una migliore comprensione del campione e controllare eventuali problematiche nei dati, è stato quello di riportare la tabella riassuntiva seguente (Figura 26). Come si può notare, delle variabili considerate, 13 sono dummy (di queste una è l'ID che identifica numericamente l'azienda). Per semplicità sono state trasformate in byte 0-1 già prima di essere importate su STATA. Anche le variabili inserite come *score*, sono state precedentemente allineate sullo stesso range da 0 a 10 per poter essere meglio confrontate, mentre il SalesRevTurn è stato trasformato in logaritmo.

Figura 26: Statistiche descrittive

Variable	Obs	Mean	Std. dev.	Min	Max
TICKER	0				
ID	445	45	25.71938	1	89
ANNO	445	2021	1.415805	2019	2023
SAC	445	.5280899	.4997722	0	1
BCI	445	.3977528	.4899847	0	1
TMC	445	.2022472	.4021277	0	1
EMF	445	.2134831	.4102271	0	1
GRI	445	.541573	.4988295	0	1
SASB	445	.3932584	.4890231	0	1
UNFCCC	445	.188764	.3917615	0	1
TCFD	445	.3348315	.4724627	0	1
fashionpact	445	.1752809	.3806351	0	1
FashionTra~x	416	2.682212	1.880367	0	8.3
settore	445	.4382022	.4967248	0	1
SalesRevTurn	432	9.168809	2.112775	5.364835	17.58046
FinancialLev	429	3.539382	11.97446	1.1109	247.1502
InterestCo~o	388	32.97715	117.6337	-183.6944	1657.148
TobinsQ	426	2.455481	2.493508	.608	23.3471
WACCCostof~t	430	2.232083	2.28509	-.5633	17.6113
ESGDISCLOS~E	419	4.978509	1.051675	2.55507	8.11186
Ediscloscore	414	3.604848	1.694876	.03322	8.42948
Sdiscloscore	419	2.982565	1.270442	.87969	7.78718
Gdiscloscore	419	8.378029	1.058184	4.34979	10
Sizeofaudit	336	3.732143	1.432973	0	8
Boardsize	419	10.20048	2.646276	4	20
CEODUALITY	419	.3412888	.4747089	0	1
inddirectors	413	6.900726	2.735478	2	16
auditind	383	8.427937	2.96289	0	10
csrsustcom~e	419	.4582339	.4988482	0	1
countryrmt	432	10.825	2.123224	7.4779	22.7393

Fonte: elaborazione dati STATA

Procedendo con l'analisi dei dati è stata poi operata una matrice di correlazione (Figura 27). La matrice di correlazione è uno strumento utile per rilevare la collinearità o multicollinearità tra le variabili indipendenti in un modello di regressione. Nello specifico, la collinearità si verifica quando due o più variabili indipendenti sono altamente correlate tra loro, il che può causare problemi nell'interpretazione dei coefficienti di regressione e ridurre l'accuratezza delle stime. Il problema può essere velocemente risolto

identificando le variabili altamente correlate e rimuovendole o non considerandole congiuntamente all'interno dello stesso modello.

Figura 27: Matrice di correlazione

	WACCco~t	ESGDIS~E	Ediscl~e	Sdiscl~e	Gdiscl~e	SalesR~n	Financ~v	Intere~o	TobinsQ	Sizeof~t	Boards~e	CEODUA~Y	indir~s	auditind	csrsv~e
WACCcostof~t	1.0000														
ESGDISCLOS~E	-0.0304	1.0000													
Ediscloscore	-0.0372	0.8927	1.0000												
Sdiscloscore	-0.0399	0.8444	0.6553	1.0000											
Gdiscloscore	0.0196	0.5683	0.2896	0.2597	1.0000										
SalesRevTurn	-0.1236	0.1423	0.1982	0.1364	-0.0645	1.0000									
FinancialLev	0.0038	-0.1016	-0.1195	-0.1002	0.0119	-0.0760	1.0000								
InterestCo~o	-0.1114	-0.0605	-0.0724	-0.0356	-0.0235	0.0583	-0.0424	1.0000							
TobinsQ	0.0958	0.2174	0.1878	0.1402	0.1935	0.0415	-0.0460	0.1248	1.0000						
Sizeofaudit	0.1530	0.2955	0.2036	0.1667	0.3850	-0.3332	-0.0339	-0.0448	0.0514	1.0000					
Boardsize	0.0324	0.2805	0.2430	0.0690	0.4009	-0.0410	-0.0772	-0.0305	0.1859	0.3666	1.0000				
CEODUALITY	-0.1580	-0.1346	-0.1460	-0.1062	-0.0418	0.1297	-0.0540	0.1619	-0.0026	-0.1876	-0.0747	1.0000			
indirectors	-0.1610	0.2172	0.1080	0.0688	0.4282	-0.1299	0.0049	-0.1202	-0.0585	0.4505	0.6319	-0.0846	1.0000		
auditind	0.2774	-0.0685	-0.1750	-0.1089	0.2278	-0.4269	0.0416	-0.0121	-0.0067	0.2342	0.1491	0.0290	0.4253	1.0000	
csrsvstcom~e	0.2087	0.2532	0.1921	0.0826	0.3811	0.1474	-0.0622	-0.0749	0.1949	0.2452	0.2339	0.0247	0.3550	0.1441	1.0000
countryrmt	0.0064	0.0750	0.1759	0.1997	-0.3316	0.2067	-0.0456	-0.0367	-0.0071	-0.1734	-0.2452	-0.0829	-0.4867	-0.2165	-0.1787
SAC	-0.0094	-0.0464	-0.1214	-0.0733	0.1587	-0.0823	-0.0424	-0.1095	-0.1080	0.1878	-0.0848	-0.0603	0.3226	0.1626	0.3347
BCI	-0.0194	0.1725	0.0892	0.1066	0.2633	0.1049	-0.0447	0.0070	0.0998	0.1189	-0.0099	-0.0750	0.1870	0.0671	0.3826
TMC	-0.1261	0.2338	0.1691	0.2003	0.1975	0.1148	-0.0304	-0.0723	0.0177	0.1460	0.2066	-0.1265	0.1814	-0.2541	0.1926
EMF	-0.0466	0.1278	0.0732	0.1863	0.0366	0.0109	-0.0388	-0.0492	-0.0790	0.2683	0.0480	-0.0671	0.1967	0.0478	0.1388
GRI	0.0972	0.1735	0.1855	0.1754	0.0064	0.0116	-0.0799	-0.0363	0.0643	-0.0189	0.1011	-0.0587	0.1439	0.0423	0.2310
SASB	0.0850	0.1076	-0.0236	0.0069	0.3825	-0.1809	-0.0376	-0.0132	-0.0355	0.2714	0.1156	0.0309	0.4802	0.2874	0.3689
UNFCCC	-0.1270	0.2989	0.2448	0.1988	0.2810	0.0004	-0.0284	-0.0239	0.0358	0.2629	0.0256	-0.0866	0.0215	-0.2183	0.1445
TCFD	-0.0762	0.0396	0.0871	0.1165	-0.1803	0.2631	-0.0680	0.0248	-0.1807	-0.0594	-0.1640	0.0357	0.0077	-0.0923	-0.0819
fashionpact	-0.1626	0.3584	0.2843	0.3443	0.2088	-0.0691	-0.0461	-0.0422	0.0882	0.0679	0.2942	-0.1216	0.1759	-0.0910	0.0964
FashionTra~x	-0.0986	0.3070	0.1915	0.3081	0.2510	0.0295	-0.0687	-0.0284	-0.0344	0.2486	0.1402	-0.1088	0.2622	-0.1712	0.2076
settore	0.0722	-0.3613	-0.3191	-0.2727	-0.2555	0.0718	0.0874	0.0375	-0.1324	-0.0324	-0.3290	-0.0073	-0.1753	0.0113	-0.0318

	countryrmt	SAC	BCI	TMC	EMF	GRI	SASB	UNFCCC	TCFD	fashio~t	Fashio~x	settore
countryrmt	1.0000											
SAC	-0.3484	1.0000										
BCI	-0.1478	0.4636	1.0000									
TMC	-0.1178	0.2595	0.1724	1.0000								
EMF	-0.0853	0.2800	0.2961	0.1549	1.0000							
GRI	-0.0375	0.0436	0.0485	0.0055	0.1581	1.0000						
SASB	-0.3511	0.3915	0.2816	0.0388	0.3219	0.3496	1.0000					
UNFCCC	-0.0759	0.2314	0.1566	0.3006	0.4424	-0.0611	0.1278	1.0000				
TCFD	0.1329	-0.0580	-0.0197	-0.0157	0.3796	0.2302	0.1118	0.1613	1.0000			
fashionpact	-0.1067	0.0037	0.1107	0.3452	0.2598	0.1791	0.1185	0.2850	0.1547	1.0000		
FashionTra~x	-0.2161	0.4656	0.4389	0.4665	0.3599	0.0457	0.1885	0.4083	0.1503	0.4006	1.0000	
settore	0.1132	0.0504	0.0804	-0.0150	0.1537	-0.2882	-0.0250	0.0344	0.0912	-0.3122	-0.1863	1.0000

Fonte: elaborazione dati STATA

La maggior parte delle correlazioni presenti risulta essere debole o moderata. Da notare, invece, la forte collinearità tra l'ESG Disclosure Score e l'E Disclosure Score, S Disclosure Score e G Disclosure Score, proprio perché suoi componenti. Quest'ultimo ha un valore di collinearità più limitato rispetto agli altri due (0.57) ma comunque moderato.

La matrice di correlazione permette poi di individuare la direzione della relazione tra le variabili. Anche se non è possibile confermare sin da subito la relazione presente tra due variabili, mancando tutte le variabili di controllo e il contesto generale, la direzione negativa presente tra il WACC Cost of Debt e l'ESG Disclosure Score potrebbero far pensare a una relazione negativa tra i due, confermando l'ipotesi H1. Questo suggerisce che potrebbe esserci una tendenza per le aziende con un punteggio più alto nell'ESG

Disclosure Score ad avere un costo del debito inferiore, supportando l'idea che una maggiore trasparenza ESG possa ridurre il costo del finanziamento del debito. La stessa riflessione vale anche per l'ipotesi H2, dove tutte le certificazioni, tranne la SAC, mostrano una correlazione (debole) ma positiva. La relazione positiva tra le certificazioni considerate come potenziali meccanismi di greenwashing e l'ESG Disclosure Score potrebbe indicare che le aziende che adottano queste certificazioni tendono a migliorare la loro disclosure ESG, sebbene questa pratica possa essere in parte motivata dall'intento di migliorare la propria immagine piuttosto che da un impegno sostanziale.

In sintesi, la matrice di correlazione fornisce una prima indicazione sulla possibile direzione delle relazioni tra le variabili, supportando parzialmente le ipotesi H1 e H2. È necessario però condurre ulteriori analisi di regressione prendendo in considerazione tutte le variabili di controllo ipotizzate.

Per individuare il modello statistico che meglio si può adattare ai dati, è stato quindi eseguito il test di specificazione di Hausman. Avendo un campione di 445 osservazioni, distribuite in 89 aziende e 5 anni, il test ha confermato l'adozione del Fixed Effect Model come modello più coerente per il campione. Il Fixed Effect Model, o modello a effetti fissi, è un metodo di regressione che si utilizza principalmente con dati longitudinali o panel data; è infatti progettato per stimare l'effetto delle variabili indipendenti sulle variabili dipendenti, tenendo conto di alcune variabili specifiche che non variano nel tempo. Il modello a effetti fissi è particolarmente utile perché consente di controllare le caratteristiche invariabili delle aziende che potrebbero influenzare sia la disclosure ESG che il costo del debito, ma che non cambiano significativamente nel corso del periodo di analisi. Utilizzando il Fixed Effect Model, si possono quindi ottenere stime più accurate degli effetti delle variabili indipendenti, correggendo l'influenza di fattori non osservabili che potrebbero causare distorsioni nei risultati; i risultati possono essere più robusti e affidabili, riducendo al minimo i bias derivanti da variabili omesse e migliorando la validità interna dello studio.

Il modello a effetti fissi è stato quindi adottato per testare la validità della prima ipotesi H1. Per quanto riguarda invece la seconda ipotesi, H2, il risultato del test F con un p-value di 0.6499, suggerisce che gli effetti fissi non sono significativi. Questo potrebbe indicare che le specificità individuali delle unità (aziende) non sono importanti per spiegare la variazione nella variabile dipendente. Di conseguenza per H2 è stata adottata una regressione lineare OLS senza effetti fissi.

4.4 Risultati e discussione dell'analisi di regressione

L'analisi di regressione operata per la prima ipotesi H1 ha confermato che livelli più elevati di trasparenza nell'ESG Disclosure comportano benefici finanziari in termini di riduzione del costo del capitale di debito.

I risultati sono riportati nella seguente tabella (Figura 28).

Figura 28: Risultati della regressione su H1 (WACC Cost of debt – ESG Disclosure Score)

	WACC Cost of debt	Coefficient	Std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]
ESGDISCLOSURESCORE		-.4323516	.1266801	-3.41	0.001	-.6816989 -.1830043
SalesRevTurn		-.0936232	.0597285	-1.57	0.118	-.2111882 .0239418
FinancialLev		-.0078357	.0082086	-0.95	0.341	-.0239928 .0083214
InterestCovRatio		-.0042257	.0019282	-2.19	0.029	-.008021 -.0004303
TobinsQ		.2052414	.0509508	4.03	0.000	.1049538 .305529
Sizeofaudit		.1149707	.1069053	1.08	0.283	-.0954534 .3253949
Boardsize		-.2303895	.0583273	-3.95	0.000	-.3451964 -.1155825
CEEDUALITY		-.5760276	.2653657	-2.17	0.031	-1.098353 -.0537024
indirectors		.3382037	.0646752	5.23	0.000	.210902 .4655054
countryrmt		.3491139	.0610242	5.72	0.000	.2289986 .4692292
_cons		1.056731	1.114931	0.95	0.344	-1.137812 3.251274
sigma_u		1.3145881				
sigma_e		1.9830915				
rho		.30528261	(fraction of variance due to u_i)			

corr(u_i, Xb) = **-0.0475** F(10, 285) = **8.37**
 Prob > F = **0.0000**

F test that all u_i=0: F(3, 285) = 32.23 Prob > F = 0.0000

Fonte: elaborazione dati STATA

Il modello a effetti fissi individuato in H1 spiega circa il 22.70% (R-squared Within) della variazione della variabile dipendente (WACC Cost of Debt) all'interno delle aziende nel tempo, mentre il 17.16% se considerata la variazione complessiva sia tra le aziende sia nel tempo (R-squared Overall). Anche se i valori dell'R Quadro non sono particolarmente alti, i risultati ottenuti provano l'esistenza di una relazione negativa e significativa ($p = 0.001$) tra l'ESG Disclosure Score, identificato come variabile rappresentativa della trasparenza, e il WACC Cost of Debt. In particolare, un aumento dell'unità nell'ESG Disclosure Score è associato a una diminuzione, seppur non altissima, di .4323516 nel WACC Cost of Debt. Questi risultati corroborano le evidenze di alcuni studi precedenti che sostengono una relazione negativa e significativa tra la divulgazione di informazioni e il costo del capitale di debito, con particolare riferimento alla divulgazione finanziaria

(Muttakin et al, 2020; Sengupta, 1998), al reporting integrato (Pirgaip, Rizvić, 2023; Gerwanski, 2020) e soprattutto all'ESG-disclosure (Raimo et al., 2021; Eliwa, Aboud et al., 2019; Maaloul et al., 2023). Il basso coefficiente (-.43) potrebbe essere spiegato dal fatto che l'ESG Disclosure comporta comunque un costo per l'azienda, come hanno provato gli studi di Aggarwal and Dow (2012) e Hainmueller and Hiscox (2012), riportati da Yu EP et al., (2018). Il modello di Yu EP et al., a questo proposito, considera la relazione tra la trasparenza ESG e la performance di un'azienda non come una relazione lineare ma come una curva ad U; questo spiega perché un aumento del grado di divulgazione ESG oltre un certo livello può peggiorare la performance dell'azienda piuttosto che migliorarla. I risultati di questa analisi evidenziano comunque gli impatti della divulgazione ESG in relazione alla teoria dell'agenzia. I finanziatori apprezzano una maggiore trasparenza nelle informazioni ESG, e di conseguenza, le imprese che offrono una comunicazione ESG più chiara e dettagliata sono premiate con un costo del capitale di debito inferiore, grazie alla riduzione dell'asimmetria informativa. Le asimmetrie informative tra imprese e istituti di credito, infatti, riguardano sempre più spesso aspetti non finanziari della gestione aziendale. Queste informazioni possono fornire un quadro più completo e olistico delle caratteristiche e dei comportamenti di un'azienda, specialmente in un contesto dove l'attenzione pubblica si concentra sugli impatti delle organizzazioni sull'ecosistema esterno; sono però più difficili da misurare a causa della natura spesso poco oggettiva e numerica dei fattori considerati. L'aumento dell'interesse degli investitori e dei finanziatori per gli investimenti sostenibili, oltre a quelli tradizionali, fa crescere anche la richiesta di informative ESG complete che possano guidare meglio le loro decisioni. Politiche di divulgazione ESG più estese consentono quindi alle imprese di dimostrare una maggiore trasparenza aziendale, evitando sospetti di eventuali informazioni negative nascoste e rassicurando i finanziatori sui rischi sia reputazionali che finanziari.

Per quanto riguarda le variabili di controllo utilizzate nell'ipotesi H1, 6 di queste sono risultate significative. Considerando le variabili finanziarie, l'Interest Coverage Ratio è risultato significativo e correlato negativamente con il costo del debito. I risultati sono quindi in linea con la letteratura precedente che vede le imprese con un tasso di copertura degli interessi più elevato avere un costo del debito inferiore (Erragragui, 2017). Il Tobin's Q Ratio, al contrario, risulta essere significativo e correlato positivamente con il Cost of Debt, contrariamente agli studi empirici riscontrati in letteratura. Le imprese ad alta

redditività sono solitamente più capaci di generare risorse e, di conseguenza, avere una maggiore capacità coprire il debito. Le aziende con molte risorse potrebbero però investire attivamente in nuovi progetti, espansioni o acquisizioni. Questi investimenti spesso richiedono finanziamenti, che possono provenire da prestiti o emissioni di obbligazioni, aumentando il livello di indebitamento dell'azienda. Passando alle variabili di governance, in linea con le aspettative discusse anche da Anderson (2004), la variabile Board Size risulta essere significativa e negativamente correlata con il costo del debito. I consigli di amministrazione sono infatti elementi importanti che influenzano l'integrità e la validità dei bilanci, assicurando i finanziatori. La variabile CEO Duality, invece è risultata significativa e correlata negativamente con il WACC Cost of Debt, così come la variabile Independent Directors. La condizione di dualità del Ceo, infatti, non comporta sempre un'influenza positiva con il costo del debito, come confermato dai risultati empirici di Hsu et al., (2021). Per quanto riguarda gli Independent Directors, Syed Fuzi et al., (2016) riportano gli studi di Wang e Oliver (2009) per cui una società potrebbe rispettare il numero richiesto di amministratori indipendenti nel consiglio, ma adottare diverse tattiche per neutralizzare i poteri di tali amministratori, come ad esempio nominare qualcuno con un background irrilevante o senza conoscenze per sfidare i poteri esecutivi. Di conseguenza, la relazione di questa variabile sul costo del debito non è sempre negativa. Infine, la variabile Country Risk è significativa e positiva, indicando un aumento del costo del debito nelle aziende in Paesi dove il rischio di corruzione è più alto. Anche se la variabile di interesse di questa tesi è l'ESG Disclosure Score, la regressione è stata poi operata anche con le sue componenti singole: l'E Disclosure score, l'S Disclosure score e il G Disclosure score, per valutare il modello.

Le tabelle 29, 30, 31, riportate di seguito, mostrano i risultati delle singole analisi di regressione, confermando ancora una volta la relazione significativa e negativa tra la Disclosure di un'azienda e il suo WACC Cost of Debt. Gli R-squared Within non si discostano di molto, attestandosi tutti tra il 21% e il 22%. Da notare è il G Disclosure Score, con un p value più significativo e con un coefficiente più alto rispetto alle altre componenti. Ciò indica l'impatto prevalente della Governance sulla trasparenza dell'ESG Disclosure score; risultato che conferma numerosi studi tra cui Ramirez et al., (2022) e Paolone et al. (2021).

Anche l'ipotesi H2 è stata in parte confermata dall'analisi di regressione riportata nella seguente tabella (Figura 32).

Figura 32: Risultati della regressione su H2 (ESG Disclosure Score – SAC, BCI, EMF, TMC)

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	332
Model	139.541403	15	9.30276017	F(15, 316)	=	13.31
Residual	220.805379	316	.698751199	Prob > F	=	0.0000
				R-squared	=	0.3872
				Adj R-squared	=	0.3582
Total	360.346782	331	1.08866097	Root MSE	=	.83591

ESGDISCLOSURES~E	Coefficient	Std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]
SAC	-.5814609	.1257962	-4.62	0.000	-.8289649 -.3339568
BCI	.3639843	.11008	3.31	0.001	.147402 .5805666
TMC	.1641225	.131841	1.24	0.214	-.0952746 .4235196
EMF	.0056894	.1427821	0.04	0.968	-.2752342 .286613
GRI	.189517	.1114755	1.70	0.090	-.029811 .408845
SASB	-.1123769	.1220664	-0.92	0.358	-.3525424 .1277886
UNFCCC	.4731211	.14427	3.28	0.001	.1892699 .7569724
TCFD	.0470202	.1151451	0.41	0.683	-.1795277 .2735681
fashionpact	.3364248	.1410065	2.39	0.018	.0589946 .613855
settore	-.5394901	.1130534	-4.77	0.000	-.7619227 -.3170576
Sizeofaudit	.1098603	.0413849	2.65	0.008	.0284355 .1912851
Boardsize	.0000898	.0283963	0.00	0.997	-.0557799 .0559595
CEODUALITY	-.2766251	.105415	-2.62	0.009	-.4840291 -.069221
inddirectors	.0219581	.0299218	0.73	0.464	-.036913 .0808292
csrsustcommittee	.4184498	.1105215	3.79	0.000	.2009988 .6359007
_cons	4.493448	.2798936	16.05	0.000	3.942758 5.044139

Fonte: elaborazione dati STATA

Il modello, con un Adjusted R-Square del 36%, riesce a spiegare la relazione significativa e positiva tra l'ESG Disclosure Score e la Better Cotton Initiative, confermando in parte l'ipotesi iniziale. Delle 4 iniziative multistakeholder e certificazioni considerate, solo la BCI presenta infatti una correlazione significativa ($p = 0.001$) e positiva con l'ESG Disclosure Score. In particolar modo, l'adozione della Better Cotton Initiative è associata ad un aumento di .3639843 della variabile ESG Disclosure Score. Nonostante le accuse di greewashing, l'utilizzo di questa certificazione, seppur in minima parte, può quindi influenzare positivamente la trasparenza della dichiarazione ESG, che a sua volta riduce il costo del debito. Indirettamente, questo suggerisce che l'utilizzo di certificazioni considerate come potenziali meccanismi di greenwashing può migliorare la trasparenza dell'ESG Disclosure Score e, di conseguenza, anche la performance finanziaria di

un'azienda. Contrariamente a quanto ipotizzato, la relazione tra la Sustainable Apparel Coalition (SAC) e l'ESG Disclosure Score è risultata molto significativa ($p = 0.000$) ma negativa. Questo risultato può essere attribuito alle metodologie di calcolo poco chiare utilizzate negli strumenti Higg, come l'Higg MSCI, ritirato dal mercato nel 2022 a causa di accuse di greenwashing, e dal fatto che questi calcoli non vengono esplicitati nei report di sostenibilità delle aziende, generando ulteriore confusione e scetticismo. La SAC ha annunciato un aggiornamento degli strumenti Higg a metà del 2023, introducendo una nuova struttura di valutazione e una metodologia aggiornata, sostenuta da un approccio di due diligence. L'obiettivo è allinearsi meglio con altri ranking di sostenibilità e, soprattutto, con la legislazione emergente. La SAC è inoltre una delle iniziative multistakeholder più adottate dalle aziende di Fast Fashion del campione. La dummy Settore, introdotta per individuare potenziali relazioni con la disclosure non finanziaria, assume una correlazione significativa e negativa con l'ESG Disclosure Score. Questo indica che le aziende di Fast Fashion sono tendenzialmente meno trasparenti rispetto al resto del campione, con un punteggio medio di 46 rispetto al 52 delle altre aziende; la differenza è ancora più marcata per il pilastro ambientale, con uno scarto di circa 10 punti, da 29,74 a 39,8. Per quanto riguarda le altre variabili di controllo, il modello ha trovato una relazione significativa e positiva con la presenza dell'UNFCCC Fashion Industry Charter for Climate Action. Questo risultato è dovuto dal fatto che le aziende firmatarie devono comunicare annualmente i propri valori di riferimento, gli obiettivi, i progressi e gli impegni in materia di emissioni di gas serra attraverso il programma del CDP. Tutti i membri sono quindi tenuti a rendere conto pubblicamente, ad eccezione delle aziende che lo fanno per la prima volta. Per lo stesso motivo, l'analisi ha riscontrato una relazione significativa e positiva anche con il Fashion Pact. Per quanto riguarda le variabili legate alla governance, la Size of Audit è risultata significativa e positiva con la disclosure ESG, mentre, coerentemente con il modello di ipotesi H1, la Ceo Duality presenta una correlazione negativa. Infine, la presenza della Csr/Sustainability Committee è associata ad un aumento, in termini di trasparenza, con l'ESG Disclosure.

Conclusioni

La tesi esamina il fenomeno dell'ESG-washing in relazione alla performance finanziaria di un'impresa del settore della moda, con particolare riferimento all'adozione di certificazioni e iniziative multistakeholder identificate come potenziali meccanismi di greenwashing. Gli obiettivi della tesi sono stati quelli di analizzare la relazione tra la trasparenza dell'ESG disclosure, identificata con l'ESG Disclosure Score di Bloomberg, e il costo del capitale di debito e di analizzare se l'adozione di alcune certificazioni e iniziative multistakeholder, ritenute strumenti di greenwashing, influisca su tale trasparenza. Utilizzando un campione di 89 aziende quotate nel settore moda e abbigliamento, questa tesi si propone di individuare, in modo indiretto, una possibile relazione tra l'uso di certificazioni, potenziali strumenti di greenwashing, e un miglioramento della performance di un'impresa, non solo reputazionale ma anche finanziaria.

Per prima cosa è stata presentata una panoramica del contesto ESG, illustrandone le caratteristiche, il ruolo e le possibili problematiche. Gli ESG sono stati definiti come strumenti efficaci per acquisire informazioni extra-finanziarie e per valutare e misurare le attività ambientali, sociali e di governance di un'organizzazione. Da un lato, guidano il conseguimento di obiettivi CSR/Sostenibilità delle aziende e, dall'altro, permettono agli investitori di valutare e orientare le loro decisioni di investimento. È emerso come le aziende tendono a divulgare la performance ESG per proteggere la propria reputazione, legittimare il proprio operato e ridurre i costi di agenzia, accedendo più facilmente a fonti di finanziamento. Sono state evidenziate però alcune problematiche che possono mettere in discussione l'intero ecosistema: la qualità dei dati ESG, le divergenze tra i rating e l'assenza di normative comuni e allineate a livello globale. L'ambiguità dei fattori ESG rischia di renderli poco rappresentativi della reale performance aziendale oltre al fatto che spesso vengono misurati prevalentemente su dati e informazioni forniti dall'azienda stessa nei report di sostenibilità, suscettibili di distorsioni e di interpretazioni fuorvianti. Di conseguenza, qualsiasi valutazione può essere influenzata da fenomeni riconducibili al *greenwashing* o, più appropriatamente, all'*ESG-washing* che si verifica quando le aziende utilizzano i criteri ESG per presentare un'immagine aziendale migliore di quanto non sia in realtà, disaccoppiando la comunicazione con la performance.

Attraverso un'analisi della letteratura, il fenomeno dell'ESG-washing è stato indagato identificando le teorie di base, le modalità, le determinanti, gli impatti sugli investitori e

sul valore dell'impresa, nonché i metodi di misurazione. È stata delineata una tipologia di *washing* che sfrutta gli strumenti pensati proprio per contrastarlo, come certificazioni, programmi volontari, iniziative multistakeholder e partnership intersettoriali, adottati come rituali per impressionare gli stakeholder esterni (Boiral, 2007; Lyon, Montgomery, 2015; Delmas e Montes-Sancho, 2010). Le certificazioni, nate dalle pressioni di Istituzioni e stakeholder, emergono come un accordo istituzionale tra le parti coinvolte per promuovere un approccio di autoregolamentazione in assenza di normative specifiche, e per monitorare la conformità. Anche gli investitori sostengono questo approccio, valutandolo positivamente durante l'analisi dei rischi finanziari, poiché una buona performance ambientale può tradursi in una migliore reputazione aziendale e maggiore efficienza (Testa, Boiral et al., 2015). Tuttavia, articoli recenti rilevano che le aziende possono utilizzare la legittimità e la copertura simbolica di una certificazione per non rispettare le loro promesse ambientali (Montgomery et al., 2023). In alcuni casi, anche le certificazioni progettate con le migliori intenzioni, se non specificano target e pratiche necessarie per raggiungerli, possono ridurre l'efficacia dello standard, facilitando la partecipazione simbolica e il *decoupling* (Delmas, Montes-Sancho, 2010). Dagli anni '90, in mancanza di schemi normativi specifici, nell'industria della moda si sono diffuse una serie di certificazioni e iniziative multistakeholder che possono ricadere nei meccanismi di *washing* descritti.

È stata poi presentata una panoramica approfondita dello stato attuale dell'industria della moda. Attraverso un'ottica di doppia materialità, sono state esplorate le dinamiche ESG del settore, esaminando i relativi impatti, le strategie adottate, la trasparenza in termini di disclosure, la normativa in arrivo e un focus specifico sulle certificazioni e sul greenwashing. Basandosi su due report recenti della Changing Market Foundation (2022) e di Greenpeace (2023), sono state analizzate le dinamiche che evidenziano il greenwashing insito nelle certificazioni stesse. I report esaminano l'ambizione e la portata delle iniziative, la trasparenza, l'indipendenza e la responsabilità, identificando alcuni pattern comuni. Tra questi emergono la mancanza di trasparenza e indipendenza, l'assenza di requisiti e scadenze vincolanti, metodologie poco chiare per misurare l'impatto ambientale e l'uso fuorviante di termini come "sostenibile" o "responsabile" per materiali che non possono essere descritti in questo modo.

Dopo aver presentato il contesto di riferimento, è stata affrontata l'analisi empirica. Il campione analizzato comprende 445 osservazioni di 89 aziende, raccolte dal 2019 al

2023, provenienti dalla lista del Fashion Transparency Index di Fashion Revolution. Il campione è stato suddiviso per specializzazione (Fast Fashion, Lusso e fascia medio-alta) e per Paese. Per ciascuna azienda è stata considerata l'adesione alle seguenti iniziative e certificazioni: Sustainable Apparel Coalition (SAC), Better Cotton Initiative (BCI), Ellen MacArthur Foundation (EMF) e Microfiber Consortium (TMC), tutte identificate dai report precedenti come potenziali strumenti di greenwashing. La presenza o meno di certificazioni e iniziative multistakeholder è stata individuata sulla base delle informazioni fornite dai siti web delle aziende, dai report di sostenibilità e dai siti web degli enti certificatori. La natura self-reported dei dati potrebbe aver introdotto un certo grado di bias dal momento in cui alcune aziende potrebbero aver deciso di essere escluse dagli elenchi delle membership forniti dagli enti.

La prima ipotesi, sulla base della letteratura precedente, ipotizza che una maggiore trasparenza dell'ESG Disclosure di un'azienda possa ridurre il suo costo del debito (Raimo et al., 2021; Eliwa, Aboud et al., 2021; Hamrouni et al. 2019). Considerando le teorie dell'agenzia e della legittimità, i finanziatori sono incentivati a premiare le aziende che adottano una maggiore trasparenza ESG, penalizzando l'opacità informativa con un costo del debito più alto. La trasparenza, infatti, riduce l'asimmetria informativa e permette ai finanziatori di valutare meglio il rischio di insolvenza e il rischio di reputazione di un'impresa (Yu EP et al., 2018; Cheng, Ioannou, Serafeim 2014; Velte 2022). Per testare la prima ipotesi è stato adottato un modello ad effetti fissi (anno), dove il costo del capitale (WACC Cost of Debt) rappresentava la variabile dipendente, e la trasparenza dell'ESG Disclosure (ESG Disclosure Score), quella indipendente. Per rendere più robusto il modello ed evitare bias causati da variabili omesse, sono state inserite variabili di controllo legate ad aspetti finanziari, di governance e Paese. Tali variabili sono state: la redditività dell'impresa, la dimensione, l'indice di indebitamento e di redditività, la leva finanziaria, la grandezza del consiglio di amministrazione e di audit, la dualità del CEO e i livelli di corruzione di un Paese. I risultati confermano l'ipotesi H1, riscontrando una relazione negativa tra la trasparenza della divulgazione ESG e il costo del debito. Il basso coefficiente (-.43) potrebbe essere spiegato dal fatto che l'ESG Disclosure comporta comunque un costo per l'azienda (Yu EP et al., 2018). In ogni caso, livelli più elevati di divulgazione ESG sono associati a un costo del capitale più basso. L'analisi è stata poi operata anche con i tre sotto pilastri dell'ESG Disclosure Score, confermando i risultati. In particolar modo, il G Disclosure Score è risultato più significativo degli altri due,

corroborando la letteratura che lo indica come il pilastro più rilevante per gli investitori (Ramirez et al., 2022; Paolone et al. 2021).

La seconda ipotesi ipotizza invece una relazione positiva tra la trasparenza dell'ESG disclosure di un'azienda (ESG Disclosure Score) e la presenza di certificazioni e iniziative multistakeholder considerate come potenziali meccanismi di greenwashing (Sustainable Apparel Coalition, Better Cotton Initiative, Ellen MacArthur Foundation, The Microfiber Consortium). Sulla base della letteratura, identifichiamo la disclosure ESG simbolica come una rappresentazione delle attività aziendali volta a mostrare coerenza con le norme sociali; viene adottata principalmente per convincere i principali stakeholder, compresi gli istituti di credito, dell'impegno nel rispettare le aspettative sociali, indipendentemente dalla misura in cui questo impegno sia effettivo (Michelon et al. 2015; Eliwa, Aboud et al. 2021). Le iniziative globali e le certificazioni di sostenibilità vengono invece individuate come strumenti che migliorano la verificabilità delle informazioni divulgate e per questo molto apprezzate dagli investitori e da altri stakeholder (Gerged et al., 2023). Per testare la seconda ipotesi sono state considerate delle variabili di controllo relative sia alla governance, sia alla trasparenza: la grandezza del consiglio di amministrazione e di audit, la dualità del CEO, la presenza di una commissione CSR, framework di reporting (GRI, SASB, TCFD) e iniziative del settore come il Fashion Pact e l'UNFCCC Fashion Industry Charter. È stato poi considerato anche il settore con una variabile dummy che vale 1 se Fast Fashion e 0 altrimenti. L'analisi di regressione ha confermato parzialmente la seconda ipotesi. Solo una delle quattro variabili è risultata significativa e positiva. La relazione con la Sustainable Apparel Coalition è negativa e significativa, risultato probabilmente attribuito alle metodologie di calcolo poco chiare utilizzate negli strumenti Higg, e dal fatto che questi calcoli non vengono esplicitati nei report di sostenibilità delle aziende. È stata invece riscontrata una relazione significativa e positiva tra l'adozione della Better Cotton Initiative e la trasparenza della divulgazione ESG. Ciò significa che l'adozione della Better Cotton Initiative, seppur in misura limitata, può influenzare positivamente la trasparenza dell'ESG Disclosure Score. A sua volta, una maggiore trasparenza nel reporting ESG si traduce in un minor costo del debito per l'azienda. Questo risultato suggerisce indirettamente che l'adozione di alcune certificazioni, considerate potenziali meccanismi di greenwashing, potrebbe paradossalmente migliorare la trasparenza dell'ESG Disclosure Score e, di conseguenza, la performance finanziaria dell'impresa. Il greenwashing, in questo caso si insinua a due livelli: è insito

nella certificazione stessa, come comprovato dai report menzionati, ed è, di riflesso, presente nella disclosure. Infatti, nella dichiarazione ESG le aziende, avvalendosi delle suddette certificazioni, potrebbero includere informazioni simboliche che non rispecchiano il reale impegno verso la sostenibilità. In questo scenario, il greenwashing diventa più subdolo e molto più difficile da individuare da parte dei finanziatori e investitori, proprio perché nascosto da uno strumento che in realtà dovrebbe limitarlo. Le aziende possono dunque, deliberatamente o meno, approfittare di iniziative e certificazioni sostenibili per legittimare il proprio operato, ridurre i costi di agenzia ed ottenere maggiori riconoscimenti sia in termini reputazionali, sia in termini finanziari.

Alcune limitazioni di questa tesi potrebbero portare allo sviluppo di studi più approfonditi sull'argomento. Innanzitutto, la raccolta dati si è basata su un campione relativamente piccolo di aziende del settore moda e abbigliamento, il che potrebbe limitare la portata dei risultati. La scelta della lista del Fashion Transparency Index è stata determinata dalla volontà di avere un campione rappresentativo più eterogeneo tra Paesi e aziende specializzate in Fast Fashion, Lusso e fascia medio alta. Delle 250 aziende dell'Indice, solo 89 sono però rientrate nel campione finale. Molte aziende del settore moda e abbigliamento, anche se con capitalizzazioni di miliardi di euro, rimangono infatti ancora fuori dai mercati. Il campione non tiene poi conto di tutte le altre aziende quotate, non valutate però dall'Indice. Analizzare un campione completo di aziende del settore moda e abbigliamento potrebbe confermare i risultati di questa tesi o portare ad ulteriori riscontri. Inoltre, sarebbe interessante valutare se ci sono differenze, in termini di certificazioni adottate, tra le aziende quotate e non quotate. Questo potrebbe rivelare l'adozione di iniziative e certificazioni specifiche volte a influenzare positivamente la performance finanziaria nelle aziende quotate.

Inoltre, il campione è prevalentemente rappresentato da aziende occidentali, europee e americane, così come le certificazioni inserite come variabili indipendenti. Ad esempio, delle 8 aziende cinesi considerate, solo 1 adotta le iniziative indicate. Questo ha reso irrilevante definire anche una variabile Paese per individuare possibili relazioni con la variabile dipendente. La prevalenza di aziende occidentali nel campione potrebbe quindi aver influenzato la relazione tra certificazioni e costo del debito. Un campione più bilanciato a livello globale potrebbe fornire risultati più robusti. Si potrebbero includere aziende provenienti da un numero maggiore di Paesi e con caratteristiche più omogenee in termini di specializzazione (Fast Fashion, Lusso e fascia medio-alta) e dimensione,

indagando così l'effetto di variabili come il Paese di origine e la dimensione aziendale nell'utilizzo di questi strumenti.

L'analisi si concentra solo sul settore moda e abbigliamento, escludendo altri settori che potrebbero presentare dinamiche differenti nell'utilizzo delle certificazioni e nel loro impatto sul costo del debito. Ampliare l'analisi ad altre industrie, specialmente quelle più sensibili, potrebbe rivelare la presenza di meccanismi simili o riscontrare reazioni diverse da parte degli stakeholder.

Un altro limite di questa analisi è il rapporto individuato tra le certificazioni considerate e il costo del debito. Questa relazione è stata infatti definita in modo indiretto, attraverso due funzioni differenti. Con questa modalità il modello potrebbe perdere significatività a causa delle n possibili variabili non osservate che possono influenzare le due funzioni, singolarmente. Possibili sviluppi potrebbero comprendere la definizione di un unico modello capace di valutare in modo significativo la relazione tra le certificazioni osservate e il costo del debito.

Se gli autori precedenti si sono concentrati sulle discrepanze tra la performance ambientale e l'adozione di alcuni strumenti di gestione ambientale (ad es. ISO 14001), manca in letteratura uno studio approfondito che mette in relazione diretta l'adozione di determinate certificazioni e la performance finanziaria, osservandole dal punto di vista della trasparenza della disclosure.

È poi importante sottolineare che i dati utilizzati per l'analisi provengono da Bloomberg. Tuttavia, come discusso nel primo capitolo, sono diverse le agenzie di rating ESG che forniscono dati con metriche differenti per il calcolo dei punteggi di divulgazione. La mancanza di allineamento tra i rating può quindi generare punteggi discordanti per la stessa azienda, con potenziali ripercussioni sui risultati dell'analisi e conseguenti implicazioni che necessitano di ulteriore indagine. Potrebbe infatti essere interessante indagare le differenze tra i diversi rating, per valutare l'esistenza o meno di rating più idonei a filtrare l'effetto di queste certificazioni nelle dichiarazioni aziendali.

Per concludere, l'analisi empirica condotta in questa tesi rivela come l'ESG-washing sia un fenomeno più complesso di quanto delineato dalla letteratura precedente, che si concentra principalmente sulla disclosure ingannevole. Le aziende non si limitano a sfruttare segnali di trasparenza e legittimità, quali dichiarazioni ESG e certificazioni, per manipolare la propria immagine. Il washing si insinua nelle certificazioni stesse e non solo nel modo in cui vengono implementate. Inoltre, l'analisi estende il concetto di

greenwashing oltre le etichette e certificazioni autoprodotte, già ampiamente discusse in letteratura, includendo, al contrario, certificazioni e iniziative indipendenti, spesso caratterizzate da audit di terze parti e maggiormente riconosciute nel settore. Questo fenomeno risulta essere ancora più subdolo e difficile da individuare da parte degli stakeholder. Per questo motivo la letteratura dovrebbe approfondire le modalità con cui le iniziative multistakeholder e le certificazioni, anche se verificate da terzi parti, possono rappresentare greenwashing; per il momento, questi meccanismi sono stati attenzionati solo da ONG del settore, non riuscendo, però, ad intaccarne la credibilità e l'utilizzo. Si rende quindi necessaria un'analisi scientifica più rigorosa delle certificazioni, basata su criteri quali affidabilità, indipendenza, trasparenza e significatività di requisiti e obiettivi, elementi chiave per determinarne la bontà. Questo studio potrebbe poi portare alla definizione di suggerimenti e linee guida non solo per gli stakeholder, ma soprattutto per le Istituzioni, con il fine di promuovere reali cambiamenti. Un primo passo verso approcci più rigorosi e trasparenti è già stato effettuato dall'Unione Europea con l'introduzione di quadri standardizzati e piani d'azione lungo tutta la catena del valore, con particolare riferimento allo *"Strategy for Sustainable and Circular Textiles"*, approvata nel giugno 2023. Tuttavia, gli effetti di queste normative si faranno attendere, richiedendo alle aziende di conformarsi gradualmente alle nuove disposizioni. Nel frattempo, mancano strumenti per vagliare attentamente eventuali pratiche di greenwashing e soprattutto per riconoscere, nella pletora di certificazioni e iniziative di sostenibilità, le iniziative che apportano un reale cambiamento nei modelli di business aziendali da quelle che servono solo come facciata per nascondere comportamenti non etici.

Appendice

Figura A: Lista di aziende del campione indagato nell'analisi empirica

Legenda: x se la certificazione è presente in tutti gli anni

Azienda	Brand	Ticker	SAC	BCI	TMC	EMF	GRI	SASB	UNFCC	TCFD	Fashion Pact	Paese	Settore
Abercrombie & Fitch Co.	Abercrombie & Fitch, Hollister	ANF US Equity	x	dal 2021								USA	FF
adidas AG	Adidas	ADS GR Equity	fino al 2021	x	x						x	EU	MID
Amazon.com, Inc	AMAZON Essentials	AMZN US Equity	x	x		dal 2020	dal 2022	x				USA	FF
American Eagle Outfitters, Inc.	American Eagle, Urban Outfitters	AEO US Equity	x	x		dal 2021		x	x	x		USA	FF
Aritzia Inc	Aritzia	ATZ CT Equity	dal 2020	dal 2020				x				Canada	FF
ASICS Corporation	Asics	7936 JT Equity	x	x			x			x		Giappone	MID
ASOS PLC ASC	Asos	ASC LN Equity	x	x		dal 2020						UK	FF
Associated British Foods plc	Primark	ABF LN Equity	x			x			dal 2020	x		UK	FF
BasicNet S.p.A.	K-Way	BAN IM Equity					x					EU	MID
Berkshire Hathaway Inc	Brooks Sports	BRK/B US Equity	x									USA	MID
boohoo.com plc	boohoo	BOO LN Equity	dal 2020	dal 2021	dal 2022							UK	FF
Bosideng	Bosideng	3998 HK Equity					x					Cina	MID
Brunello Cucinelli S.p.A	Brunello Cucinelli	BC IM Equity					x					EU	L
BURBERRY GROUP PLC	Burberry	BRBY LN Equity		fino al 2021		x		x	x	x	x	EU	L
C&A Modas SA	C&A	CEAB3 BZ Equity	x	x	x	x	x		x	x		Brasile	FF
Callaway Brands Corp	Jack Wolfskin	MODG US Equity	dal 2020		x							USA	MID
Canada Goose Holdings Inc.	Canada Goose	GOOS US Equity	dal 2020					dal 2022				Canada	MID
Canadian Tire Corporation)	Helly Hansen	CTC/A CN Equity	x		x		dal 2022					Canada	MID
Capri Holdings Limited	Michael Kors, Versace, Jimmy Choo	CPRI US Equity	x					dal 2020		x	x	USA	L
Carter's, Inc.	Carter's	CRI US Equity	x	dal 2021			x	x				USA	FF
Chicos FAS Inc	Chico's	CHS US Equity	x	x				dal 2020				USA	FF
Christian Dior SE	Christian Dior	CDI FP Equity		fino al 2021								EU	L
Columbia Sportswear Company	Columbia Sportswear	COLM US Equity	x					x				USA	MID

Compagnie Financière Richemont SA	Chloé	CFR SW Equity				dal 2021	GRI/SASB			x	dal 2020	Svizzera	L
Deckers Brands	UGG	DECK US Equity	x	x			x	x				USA	MID
Designer Brands Inc	DSW	DBI US Equity					x	x		x		USA	FF
Dick's Sporting Goods, Inc.	Dick's Sporting Goods	DKS US Equity	dal 2021	x			dal 2022	x				USA	MID
Ermenegildo Zegna N.V.	Ermenegildo Zegna	ZGN US Equity		dal 2021								EU	L
Esprit Holdings Limited	Esprit	330 HK Equity	dal 2023	fino al 2021						x		Cina	FF
Express, Inc	Express	EXPRQ US Equity						dal 2023				USA	FF
Fast Retailing Co	Uniqlo	9983 JP Equity	x	x	x	dal 2022	dal 2022		dal 2020	x		Giappone	FF
Fenix Outdoor International AG	Fjällräven	FOIB SS Equity	x		x		x		x			EU	MID
FILA Holdings Corporation	Fila	081660 KS Equity					x	dal 2022		x		Corea	MID
Fossil Group, Inc	Fossil	FOSL US Equity					dal 2021	dal 2021		x		USA	MID
G-III Apparel Group, Ltd	DKNY, Vilebrequin	GIII US Equity	dal 2022									USA	MID
Gap Inc	Banana Republic, Gap	GPS US Equity	x	x	dal 2020	x	x	x	x	x	x	USA	FF
Gildan Activewear Inc.	Gildan	GIL CN Equity	x	x			x	x				Canada	MID
GUESS? Inc.	Guess	GES US Equity	x	x		x	x	x	x			USA	MID
HanesBrands Inc.	Champion, Hanes	HBI US Equity	x					x				USA	MID
Hennes & Mauritz AB	H&M	HMB SS Equity	x	x	x	x	x		x	x	x	EU	FF
Hermès International Société en commandite par actions	Hermès	RMS FP Equity					dal 2022		dal 2020		x	EU	L
HLA GROUP CORP LTD	Heilan Home	600398 CH Equity										Cina	FF
Hudson's Bay Company	Hudson's Bay	HBC CN Equity										Canada	MID
Hugo Boss AG	Hugo Boss	BOSS GR Equity			x				x			EU	MID
Industria de Diseño Textil, S.A	Zara, Stradivavius, Bershka, Pull&Bear	ITX SM Equity	x	x	x	x	x	x	x	x		EU	FF
Kathmandu Holdings Limited	Kathmandu	KMD NZ Equity	x				x			dal 2022		Nuova Zelanda	MID
Kering SA	Bottega Veneta, Balenciaga, Gucci, Saint Laurent	KER FP Equity	fino al 2021		x	dal 2022	x	x	x		x	EU	L
Kontoor Brands, Inc.	Wrangler, LEE	KTB US Equity	x	x			dal 2020	dal 2020				USA	MID
Levi Strauss & Co.	Levi's	LEVI US Equity	x	x		dal 2021	fino al 2021	x	x	x		USA	MID
Li-Ning	Li-Ning	2331 HK Equity										Cina	FF

Loblaw Companies Limited	Joe Fresh	L CN Equity	1	dal 2021		dal 2020	dal 2020	dal 2020				Canada	FF
LPP S.A	Reserved	LPP PW Equity				x	x			x		EU	FF
Lululemon Athletica Inc.	Lululemon	LULU US Equity	x		x		x	x	x	dal 2022		USA	MID
LVMH Moët Hennessy - Louis Vuitton, Société Européenne	Celine, Fendi, Louis Vuitton, Marc Jacobs	MC FP Equity		final 2021								EU	L
Mizuno Corp.	Mizuno	8022 JT Equity					dal 2020			dal 2022		Giappone	MID
Moncler S.p.A.	Moncler, Stone Island	MONC IM Equity					x	dal 2021		x	x	EU	L
Mr Price Group	Mr. Price	MRP SJ Equity		dal 2023			x			x		Australia	FF
Next plc	Next	NXT LN Equity	dal 2021	x	dal 2021	x		dal 2021		x		UK	FF
Nike, Inc.	Nike	NKE US Equity	x	x	x		x	x			x	USA	MID
OVS s.p.a	OVS	OVS IM Equity	x	x			x					EU	FF
Oxford Industries, Inc.	Tommy Bahama	OXM US Equity	x	dal 2021					x			USA	FF
Page Industries Limited	Jockey	PAG IN Equity		dal 2021			x					India	MID
Prada Group	Prada, Miu Miu	1913 HK Equity		x	dal 2022		x				x	EU	L
PUMA SE	Puma	PUM GR Equity	x	x	x				dal 2022		x	EU	MID
PVH Corp.	Calvin Klein, Tommy Hilfiger	PVH US Equity	x	x	x	x	x	x		x	x	USA	MID
Ralph Lauren Corporation	Polo Ralph Lauren, Ralph Lauren	RL US Equity	x	x		x	x	x	x		x	USA	MID
Ryohin Keikaku Co.	Muji	7453 JT Equity								dal 2022		Giappone	FF
Salvatore Ferragamo S.p.A.	Salvatore Ferragamo	SFER IM Equity				x	x			x	x	EU	L
Samsung C&T	Beanpole	028260 KS Equity		x			x			x		Corea	MID
Shanghai Metersbonwe Fashion & Accessories Co Ltd	Metersbonwe	002269 CH Equity										Cina	FF
Shenzen Globalegrow E-Commerce Co., Ltd.)	Romwe	1039596 D CH Equity										Cina	FF
Shimamura Co., Ltd.	Shimamura	8227 JT Equity										Giappone	FF
SMCP Group	Sandro, Maje, Claude Pierlot	SMCP FP Equity					x					EU	MID
Superdry plc	Superdry	SDRY LN Equity	x						x			UK	FF
T.J. Maxx	TJ Maxx	TJX US Equity			x		dal 2021	dal 2021				USA	FF
Tapestry, Inc.	COACH, Kate Spade	TPR US Equity	x			dal 2023	x	dal 2022		x	x	USA	L
The Children's Place (PLCE)	The Children's Place	PLCE US Equity	x	x			dal 2020	x				USA	FF
The Foschini Group Limited	Foschini	TFG SJ Equity		dal 2021								Sudafrica	FF

The Walt Disney Company	Disney	DIS US Equity	x				fino al 2022	x		x		USA	MID
TOD'S S.p.A.	Tod's	TOD IM Equity					dal 2020					EU	L
Tom Tailor Holding SE	Tom Tailor	TTI GR Equity					x					EU	FF
Under Armour, Inc	Under Armour	UAA US Equity	x		x	dal 2022	x	x				USA	MID
United Arrows Ltd.	United Arrows	7606 JT Equity								x		Giappone	FF
URBN	Anthropologie, Urban Outfitters	URBN US Equity		dal 2022		dal 2022	x	x		x		USA	FF
VF Corporation	VANS, Timberland, Napapijiri	VFC US Equity	x	x		x	x	x		x		USA	MID
Victoria's Secret & Co.	Victoria's Secret	VSCO US Equity	x				dal 2021	dal 2021				USA	FF
Wolverine World Wide, Inc.	Merrell	WWW US Equity	x				x					USA	MID
Youngor Fashion Co., Ltd.	Youngor	600177 CH Equity										Cina	FF
Zhejiang Semir Garment Co Ltd	Semir	002563 CH Equity										Cina	FF

Fonte: elaborazione personale di dati raccolti da siti web e report aziendali

Bibliografia

Accenture. (2023). *Scaling ESG Solutions in Fashion*. Disponibile al: <https://www.accenture.com/content/dam/accenture/final/industry/retail/document/Accenture-2023-Scaling-ESG-Solutions-In-Fashion-Playbook.pdf> (ultimo accesso 20/03/24)

Adams C. A., Alhamood A., He X., Tian J., Wang L., & Wang Y. (2022). *The development and implementation of GRI Standards: practice and policy issues*. Handbook of Accounting and Sustainability, 26-43

Akturan, U. (2018). *How does greenwashing affect green branding equity and purchase intention? An empirical research*. Marketing Intelligence & Planning, 36(7), 809–824.

Amel-Zadeh, A., and G. Serafeim. (2018). *Why and how investors use ESG information: Evidence from a global survey*. Financial Analysts Journal 74 (3): 87–103.

Anderson, Ronald & Mansi, Sattar & Reeb, David. (2003). *Board Characteristics, Accounting Report Integrity, and the Cost of Debt*. Journal of Accounting and Economics. 315-342. 10.1016

Aravind, D., Christmann, P. (2011). *Decoupling of standard implementation from certification: Does quality of ISO 14001 implementation affect facilities' environmental performance?* Business Ethics Quarterly, 21(1), 73-102

Baker, K. and McNeill, L. S. (2023). *A five-stage framework for sustainability certification for fashion brands: Can a standardised approach work in the fashion industry?*, International Journal of Fashion Design, Technology and Education, pp. 1–15

Barrymore, N. (2021). *How top management and investors shape environmental performance and reporting*. Academy of Management Proceedings, 2021(1), Article 14010.

Bauckloh, T., Schaltegger, S., Utz, S. et al. (2023). *Active First Movers vs. Late Free-Riders? An Empirical Analysis of UN PRI Signatories' Commitment*. J Bus Ethics 182, 747–781

Bauer A., Williams S., Judd J., Kuruvilla S. (2023). *Higher Ground? Report 2: Climate Resilience and Fashion's Costs of Adaptation*. Disponibile al: <https://ecommons.cornell.edu/items/a9770378-1dc1-42c8-be8e-547c9290e34f> (ultimo accesso: 23/03/24)

Berg F., Kolbel J., Rigobon R. (2022). *Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings*. Review of Finance, 26(6), 1315-1344.

Bernini F., La Rosa F. (2024). *Research in the greenwashing field: concepts, theories, and potential impacts on economic and social value*. J Manag Gov 28, 405–444

Berrone, P., Fosfuri, A., & Gelabert, L. (2017). *Does greenwashing pay off? Understanding the relationship between environmental actions and environmental legitimacy*. Journal of Business Ethics, 144(2), 363–379.

Bick R., Halsey E., Ekenga, C.C. (2018) *The global environmental injustice of fast fashion*. Environ Health 17, 92

Billio M., Costola, M., Hristova, I., Latino, C., & Pelizzon, L. (2021). *Inside the ESG Ratings: (Dis) agreement and performance*. Corporate Social Responsibility and Environmental Management, 28(5), 1426-1445.

Biswas, Azad A.K, Datta A., Dutta S., Roy S., Chopra S. (2024). *Navigating Sustainability through Greenhouse Gas Emission Inventory: ESG Practices and Energy Shift in Bangladesh's Textile and Readymade Garment Industries*, Environmental Pollution, Volume 345, 123392, ISSN 0269-7491

Bof, McKinsey. (2024). *The State of Fashion 2024*. Disponibile al: <https://arena-attachments.s3.amazonaws.com/25170213/0f81a33672029f75ef989fa3de7c64ca.pdf?1702313456> (ultimo accesso: 23/04/24)

Boffo R., Patalano R. (2020). *ESG Investing: Practices, Progress and Challenges*, OECD Paris, disponibile al <https://www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-Challenges.pdf>, (ultimo accesso: 25/01/24)

Boiral, O. (2007). *Corporate greening through ISO 14001: A rational myth?* *Organization Science*, 18(1), 127–146.

Bowen, F. (2014). *After greenwashing: Symbolic corporate environmentalism and society*. Cambridge University Press.

Brydges T. (2021). *Closing the loop on take, make, waste: Investigating circular economy practices in the Swedish fashion industry*, *Journal of Cleaner Production*, Volume 293, 126245, ISSN 0959-6526

Bsr, Kering. (2015). *Climate Change: Implications And Strategies For The Luxury Fashion Sector*. Disponibile al: https://www.bsr.org/reports/BSR_Kering_report_Climate_Change_implications_and_strategies_for_the_luxury_fashion_sector.pdf (ultimo accesso 21/03/24)

Candelon, B., Hasse, J. B., & Lajaunie, Q. (2021). *ESG-washing in the mutual funds industry? From information asymmetry to regulation*. *Risks*, 9(199), 199

Changing Markets Foundation. (2022). *Licence to Greenwash: How certification schemes and voluntary initiatives are fuelling fossil fashion*. Disponibile al: <https://changingmarkets.org/report/licence-to-greenwash-how-certification-schemes-and-voluntary-initiatives-are-fuelling-fossil-fashion/>. (Ultimo accesso 20/04/24)

Chen, Y. M., & Jian, J. Y. (2006). *The impact of information disclosure and transparency rankings system (IDTRs) and corporate governance structure on interest cost of debt*. Working paper. National Yunlin University of Science and Technology.

Cheng, B., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). *Corporate social responsibility and access to finance*. *Strategic Management Journal*, 35(1), 1–23.

Chkanikova, O., Kogg, B. (2018). *Sustainability governance service providers: the role of third-party product certification in facilitating corporate life cycle management*. *Int J Life Cycle Assess* 23, 1383–1395

Christensen H. B., Hail, L., & Leutz, C. (2021). *Mandatory CSR and sustainability reporting: economic analysis and literature review*. *Review of Accounting Studies*, 26, 1176-1248

Ciani Scarnicci M., et al. (2014). *Economia ambiente e sviluppo sostenibile*, Milano: Franco Angeli, 13-15

Cobbing M., Wohlgemuth V., Vicaire Y. (2023). *GREENWASH DANGER ZONE: 10 years after Rana Plaza fashion labels conceal a broken system*, Greenpeace. Disponibile al: https://www.greenpeace.de/publikationen/Greenpeace_Report_Greenwash_Danger_Zone.pdf (ultimo accesso: 19/04/24)

Commissione Europea. (2001). *Libro Verde: Promuovere un quadro europeo per la responsabilità sociale delle imprese*, disponibile al [https://www.europarl.europa.eu/meetdocs/committees/deve/20020122/com\(2001\)366_it.pdf](https://www.europarl.europa.eu/meetdocs/committees/deve/20020122/com(2001)366_it.pdf) (ultimo accesso: 12/01/24)

Commissione Europea. (2021). *DIRETTIVA DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO che modifica la direttiva 2013/34/UE, la direttiva 2004/109/CE, la direttiva 2006/43/CE e il regolamento (UE) n. 537/2014 per quanto riguarda la comunicazione societaria sulla sostenibilità*, disponibile al <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX:52021PC0189> (ultimo accesso 04/02/24)

Commissione Europea. (2023). *REGOLAMENTO DELEGATO (UE) 2023/2772 DELLA COMMISSIONE del 31 luglio 2023 che integra la direttiva 2013/34/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i principi di rendicontazione di sostenibilità*, disponibile al <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX:32023R2772> (ultimo accesso 04/02/24)

Commissione Europea. (2022). *DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL amending Directives 2005/29/EC and 2011/83/EU as regards empowering consumers for the green transition through better protection against unfair practices and better information*. Disponibile al: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52022PC0143&qid=1649327162410> (ultimo accesso 21/04/24)

Commissione Europea. (2023). *DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on substantiation and communication of explicit environmental claims (Green Claims Directive)*. Disponibile al: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=COM%3A2023%3A0166%3AFIN> (ultimo accesso 20/04/24)

de Bakker F.G.A., Rasche A., Ponte S. (2019). *Multi-Stakeholder Initiatives on Sustainability: A Cross-Disciplinary Review and Research Agenda for Business Ethics*. Business Ethics Quarterly, Volume 29, Issue 3, pp. 343 - 383

de Freitas Netto, S.V., Sobral, M.F.F., Ribeiro, A.R.B. *et al.* (2020). *Concepts and forms of greenwashing: a systematic review*. Environ Sci Eur 32, 19

de Silva Lokuwaduge C., De Silva M. (2022). *ESG Risk Disclosure and the Risk of Green Washing*, Australasian Accounting, Business and Finance Journal, 16(1), 2022, 146-159

Delmas, M. A., & Burbano, V. C. (2011). *The drivers of greenwashing*. California Management Review, 54(1), 64–87.

Delmas, M., & Montes-Sancho, M. (2010). *Voluntary agreements to improve environmental quality: Symbolic and substantive cooperation*. Strategic Management Journal, 31, 575-601.

Dhaliwal, D., Hogan, C., Trezevant, R., & Wilkins, M. (2011). *Internal control disclosures, monitoring, and the cost of debt*. The Accounting Review, 86(4), 1131–1156.

Dhaliwal, D., Radhakrishnan, S., Tsang, A., & Yang, Y. (2012). *Nonfinancial disclosure and analyst forecast accuracy: International evidence on corporate social responsibility disclosure*. *The Accounting Review*, 87, 723–759

Dorfleitner, G., Utz, S. (2023). *Green, green, it's green they say: a conceptual framework for measuring greenwashing on firm level*. *Rev Manag Sci*

Du Pisani J.A. (2006). *Sustainable development – historical roots of the concept*. *Environmental Sciences*, 3:2, 83-96

Du. X. (2015). *How the Market values Greenwashing? Evidence from China*. *Journal of Business Ethics*, Vol. 128, No 3, pp. 547-574.

EEA. (2022). *Textiles and the environment: the role of design in Europe's circular economy*. Disponibile al: <https://www.eea.europa.eu/publications/textiles-and-the-environment-the> (ultimo accesso: 23/03/24)

EFRAG. (2021). *Proposals for a relevant and dynamic EU sustainability reporting standard-setting*, disponibile al https://finance.ec.europa.eu/system/files/2021-03/210308-report-efrag-sustainability-reporting-standard-setting_en.pdf (ultimo accesso: 04/02/24)

Eliwa Y, Aboud A, Saleh A. (2021). *ESG practices and the cost of debt: Evidence from EU countries*, *Critical Perspectives on Accounting*, Volume 79,102097, ISSN 1045-2354

Erragragui E. (2018). *Do creditors price firms' environmental, social and governance risks?*, *Research in International Business and Finance*, Elsevier, vol. 45(C), pages 197-207.

Escrig-Olmedo E., Fernández-Izquierdo M., Ferrero-Ferrero I., Rivera-Lirio J., Muñoz-Torres M. (2019). *Rating the Raters: Evaluating how ESG Rating Agencies Integrate Sustainability Principles*. *Sustainability* 2019, 11, 915

ESMA. (2023). *The financial impact of greenwashing controversies*. Disponibile al https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-12/ESMA50-524821-3072_TRV_Article_The_financial_impact_of_greenwashing_controversies.pdf (ultimo accesso: 22/05/24)

Euratex. (2024). *Facts and figures 2024*. Disponibile al: <https://euratex.eu/wp-content/uploads/EURATEX-Facts-Key-Figures-2024.pdf> (ultimo accesso 10/03/24)

Fasan M. (2024). *Sustainability reporting from the EU perspective: State of the art and research opportunities*. Revista Catarinense da Ciência Contábil, v. 23, 1-4

Fiaschi, D., Giuliani, E., Nieri, F., & Salvati, N. (2020). *How bad is your company? Measuring corporate wrongdoing beyond the magic of ESG metrics*. Business Horizons, 63(3), 287–299

Flammer, C. (2013). Corporate social responsibility and shareholder reaction: The environmental awareness of investors. *Academy of Management Journal*, 56(3), 758–781

Freeman R.E., Wicks A., Parmar B. (2004). *Stakeholder Theory and “The Corporate Objective Revisited”*. *Organization Science* 15(3):364-369

Freshfields Bruckhaus Deringer. (2005). *A Legal Framework for the Integration of Environmental, Social and Governance Issues into Institutional Investment*, UNEPFI

Fuzi SM., Faatihah S., Halim A., Syahrina, Khudzari, Julizaerma. (2016). *Board Independence and Firm Performance*. *Procedia Economics and Finance*. 37. 460-465. 10.1016/S2212-5671(16)30152-6.

Garcia E.A.d.R., Carvalho G.M.d., Boaventura J.M.G. and Souza Filho J.M.d. (2021). *Determinants of corporate social performance disclosure: a literature review*, *Social Responsibility Journal*, Vol. 17 No. 4, pp. 445-468

García-Ortega B., Galan-Cubillo J., Llorens Montes, De-Miguel-Molina B. (2023). *Sufficient consumption as a missing link toward sustainability: The case of fast fashion*. *Journal of Cleaner Production*. 399. 136678.

García-Sánchez, I.-M., Hussain, N., Aibar-Guzmán, C., & Aibar-Guzmán, B. (2022). *Assurance of corporate social responsibility reports: Does it reduce decoupling practices?* *Business Ethics, the Environment & Responsibility*, 31(1), 118–138

Gatti L., Seele P., & Rademacher L. (2019). *Grey Zone in—Green- wash out A review of Greenwashing research and implications for the voluntary-mandatory transition of CSR*. *International Journal of Corporate Social Responsibility*, 4, 6.

Gazzola, Pavione, Pezzetti, Grechi. (2020). *Trends in the Fashion Industry. The Perception of Sustainability and Circular Economy: A Gender/Generation Quantitative Approach*, *Sustainability* 12, no. 7: 2809.

Gerged, A. M., Salem, R., & Beddewela, E. (2023). *How does transparency into global sustainability initiatives influence firm value? Insights from Anglo-American countries*. *Business Strategy and the Environment*, 32(7), 4519–4547.

Gerwanski J. (2020). *Does it pay off? Integrated reporting and cost of debt: European evidence*. *Corp Soc Responsib Environ Manag.*; 27: 2299–2319

Ghitti, M., Gianfrate, G. and Palma, L. (2023). *The Agency of Greenwashing*. *Journal of Management and Governance*.

Giner, B. and Luque-Vílchez, M. (2022). *A commentary on the “new” institutional actors in sustainability reporting standard-setting: a European perspective*, *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, Vol. 13 No. 6, pp. 1284-1309

Gjergji, R.; Vena, L.; Sciascia, S.; Cortesi, A. (2021). *The effects of environmental, social and governance disclosure on the cost of capital in small and medium enterprises: The role of family business status*. *Bus. Strategy Environ.* 30, 683–693

Gonçalves A, Silva C. (2021). *Looking for Sustainability Scoring in Apparel: A Review on Environmental Footprint, Social Impacts and Transparency*. *Energies*; 14(11):3032.

GSIA. (2023). *Global Sustainable Investment Review 2022*, disponibile al <https://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2023/12/GSIA-Report-2022.pdf> (ultimo accesso: 11/01/24)

Guo R., Tao L., Li C.B. et al. (2017). *A Path Analysis of Greenwashing in a Trust Crisis Among Chinese Energy Companies: The Role of Brand Legitimacy and Brand Loyalty*. *J Bus Ethics* 140, 523–536

Hamrouni, A., Uyar, A., & Boussaada, R. (2019). *Are corporate social responsibility disclosures relevant for lenders? Empirical evidence from France*. *Management Decision*, 58(2), 267–279.

Hohmann L., Xhaferi-Salihu, Oliveras R. (2023). *Fashion Industry Charter For Climate Action*, UNFCC.

Horobet, A., Smedoiu-Popoviciu, A., Oprescu, R. et al. (2024). *Seeing through the haze: greenwashing and the cost of capital in technology firms*. *Environ Dev Sustain*

Hsu S., Lin S., Chen W., Huang J. (2011). *CEO duality, information costs, and firm performance*, *The North American Journal of Economics and Finance*, Volume 55, SSN 1062-9408

Ismail, N. B., Alcouffe, S., Galy, N., & Ceulemans, K. (2021). *The impact of international sustainability initiatives on Life Cycle Assessment voluntary disclosures: The case of France's CAC40 listed companies*. *Journal of Cleaner Production*, 282, 124456.

Jestratišević I., Uanhoro J, Rafiqul Islam Rana. (2024). *Transparency of sustainability disclosures among luxury and mass-market fashion brands: Longitudinal approach*, *Journal of Cleaner Production*, Volume 436, 2024, 140481, ISSN 0959-6526.

Jestratišević, I., Uanhoro, J.O. and Creighton, R. (2021). *To disclose or not to disclose? Fashion brands' strategies for transparency in sustainability reporting*, Journal of Fashion Marketing and Management, Vol. 26 No. 1, pp. 36-50

Jonwall R., Gupta S., Pahuja S. (2023). *Socially responsible investment behavior: a study of individual investors from India*. Review of Behavioral Finance, Vol. 15 No. 6, pp. 865-888.

Kim E, Lyon T. (2015). *Greenwash vs. Brownwash: exaggeration and undue modesty in corporate sustainability disclosure*. Organ Sci 26(3):705–723.

Leal Filho W., Perry P., Heim H., Dinis MAP., Moda H., Ebhuoma E. and Paço A. (2022). *An overview of the contribution of the textiles sector to climate change*. Front. Environ. Sci. 10:973102.

Lee, M. T., & Raschke, R. L. (2023). Stakeholder legitimacy in firm greening and financial performance: *What about greenwashing temptations?* Journal of Business Research, 155, 1–11.

Li W., Li W., Seppänen V., & Koivumäki T. (2023). *Effects of greenwashing on financial performance: Moderation through local environmental regulation and media coverage*. Business Strategy and the Environment, 32(1), 820–841.

Liu, Yang Y., Jiang Y., Fu Y., Y. Zhong, Ming Li, Q. Huang. (2023). *Data-driven ESG assessment for blockchain services: A comparative study in textiles and apparel industry*, Resources, Conservation and Recycling, Volume 190, 106837, ISSN 0921-3449.

Lopes, A. B., & de Alencar, R. C. (2010). *Disclosure and cost of equity capital in emerging markets: The Brazilian case*. The International Journal of Accounting, 45(4), 443–464.

Lu, L. Y., Shailer, G., & Yu, Y. (2017). *Corporate Social Responsibility Disclosure and the Value of Cash Holdings*. European Accounting Review, 26(4), 729–753.

Lyon T, Maxwell J. (2011). *Greenwash: corporate environmental disclosure under threat of audit*. J Econ Manag Strategy 20(1):3–41

Lyon T, Montgomery A. (2015). *The means and end of greenwash*. Organ Environ 28(2):223–249

MacNeil I, Esser I.M. (2022). *From a Financial to an Entity Model of ESG*, European Business Organization Law Review 23, 9–45

Mahoney L. S., Thorne L., Cecil L., & La Gore W. (2013). *A research note on standalone corporate social responsibility reports: Signaling or greenwashing?* Critical Perspectives on Accounting, 24, 350–359.

Marquis, C., Toffel, M. W., & Zhou, Y. (2016). *Scrutiny, norms, and selective disclosure: A global study of greenwashing*. Organization Science, 27, 483–502.

Mebratu D. (1998). *Sustainability and Sustainable Development: Historical And Conceptual Review*. Environ Impact Asses Rev 18:493–520

Michelon, G., Pilonato, S., & Ricceri, F. (2015). *CSR reporting practices and the quality of disclosure: An empirical analysis*. Critical Perspectives on Accounting, 33, 59–78.

Mio C. (2021). *L'azienda sostenibile*. Gius. Laterza & Figli Spa.

Montgomery, A. W., Lyon, T. P., & Barg, J. (2023). *No End in Sight? A Greenwash Review and Research Agenda*. Organization & Environment, 0(0).

Muttakin, M. B., Mihret, D., Lemma, T. T., & Khan, A. (2020). *Integrated reporting, financial reporting quality and cost of debt*. International Journal of Accounting & Information Management, 28(3), 517–534.

Niinimäki, K., Peters, G., Dahlbo, H., Perry, P., Rissanen, T., and Gwilt, A. (2020). *The environmental price of fast fashion*. Nat. Rev. Earth Environ. 1 (4), 189–200.

Odobáša, R., Marošević, K. (2023). *Expected contributions of the European corporate sustainability reporting directive (CSRD) to the sustainable development of the European union*. EU and comparative law issues and challenges series, 7, 593-612

OMM. (2024). *State of global climate 2023*. Disponibile al: <https://wmo.int/publication-series/state-of-global-climate-2023> (ultimo accesso: 22/03/24)

Paolone, F., Cucari, N., Wu, J. and Tiscini, R. (2022). *How do ESG pillars impact firms' marketing performance? A configurational analysis in the pharmaceutical sector*, Journal of Business & Industrial Marketing, Vol. 37 No. 8, pp. 1594-1606.

Pirgaip, B., Rizvić, L. (2023). *The Impact of Integrated Reporting on the Cost of Capital: Evidence from an Emerging Market*. J. Risk Financial Manag., 16, 311.

Pizzetti, M., Gatti, L. & Seele, P. (2021). *Firms Talk, Suppliers Walk: Analyzing the Locus of Greenwashing in the Blame Game and Introducing 'Vicarious Greenwashing'*. J Bus Ethics 170, 21–38

Pizzi S., Principale S., de Nuccio E. (2023). *Material sustainability information and reporting standards. Exploring the differences between GRI and SASB*, Meditari Accountancy Research, Vol. 31 No. 6, pp. 1654-1674

Pope, S., & Wæraas, A. (2015). *CSR-washing is rare: A conceptual framework, literature review, and critique*. Journal of Business Ethics, 17(9), 1–21.

PRI. (2009). *I principi per l'investimento responsabile: un'iniziativa del mondo della finanza in collaborazione con l'UNEP FI e l'UNGC*, disponibile al <https://www.unpri.org/download?ac=10973> (ultimo accesso: 10/01/24)

PRI. (2023). *Signatory Update: January to March 2023*, disponibile al <https://www.unpri.org/download?ac=18691> (ultimo accesso: 10/01/24)

Rahman Chowdhury N., Chowdhury P., Kumar Paul S. (2022). *Sustainable practices and their antecedents in the apparel industry: A review*, Current Opinion in Green and Sustainable Chemistry, Volume 37, 100674, ISSN 2452-2236.

Rahman O., Hu D., C. M. Fung. (2023). *A Systematic Literature Review of Fashion, Sustainability, and Consumption Using a Mixed Methods Approach*. Sustainability 15, no. 16: 12213

Raimo N, Caragnano A, Zito M, Vitolla F, Mariani M. (2021). *Extending the benefits of ESG disclosure: The effect on the cost of debt financing*. Corp Soc Responsib Environ Manag.; 28: 1412–1421

Rau, R. and Yu, T. (2023). *A survey on ESG: investors, institutions, and firms*. China Finance Review International. Research in International Business and Finance, Volume 45, 197-207

Roulet TJ., Touboul S. (2015). *The intentions with which the road is paved: attitudes to liberalism as determinants of greenwashing*. J Bus Ethics 128:305–320

Ruiz-Blanco S., Romero S. & Fernandez-Feijoo B. (2022). *Green, blue or black, but washing—What company characteristics determine greenwashing?* Environ Dev Sustain 24, 4024–4045

Scanlan S. (2017). *Framing fracking: scale-shifting and greenwashing risk in the oil and gas industry*. Local Environ 22(11):1311–1337

Seele, P., & Gatti, L. (2017). *Greenwashing revisited: In search of a typology and accusation-based definition incorporating legitimacy strategies*. Business Strategy and the Environment, 26(2), 239–252.

Sengupta, P. (1998). *Corporate disclosure quality and the cost of debt*. Accounting Review, 73(4), 459–474.

Shvarts, E., Pakhalov, A., Knizhnikov, A., Ametistiva, L. (2018). *Environmental rating of oil and gas companies in Russia: how assessment affects environmental transparency and performance*. *Bus Strategy Environ* 27 (7), 1023–1038.

Siano, A., Vollero, A., Conte, F., & Amabile, S. (2017). *“More than words”: Expanding the taxonomy of greenwashing after the Volkswagen scandal*. *Journal of Business Research*, 71, 27–37.

Simpliciano L., Barry C., Williot D., Dobles Y. Marie, Luglio I. (2023). *The Fashion Transparency Index 2023*. Disponibile al: <https://www.fashionrevolution.org/about/transparency/> (ultimo accesso 15/04/24)

Sinha P., Sharma M., Agrawal R. (2023). *A systematic review and future research agenda for sustainable fashion in the apparel industry*, *Benchmarking: An International Journal*, Vol. 30 No. 9, pp. 3482-3507.

Stewart R, Niero M. (2020). *Circular economy in corporate sustainability strategies: A review of corporate sustainability reports in the fast-moving consumer goods sector*. *Bus Strat Env*. 27: 1005–1022.

Tabuchi H. (2022). *How Fashion Giants Recast Plastic as Good for the Planet*. Disponibile al: <https://www.nytimes.com/2022/06/12/climate/vegan-leather-synthetics-fashion-industry.html> (ultimo accesso: 15/04/22)

Terrachoice. (2007). *The “Six sins of greenwashing TM” a study of environmental claims in North American consumer markets*. TerraChoice Environmental Marketing Inc.

Testa, F., Boiral, O., & Iraldo, F. (2018). *Internalization of environmental practices and institutional complexity: Can stakeholders pressures encourage greenwashing?* *Journal of Business Ethics*, 1–21

Teti E., Etro L., Pausini L. (2024). *Does greenwashing affect Company's stock Price? Evidence from Europe*, *International Review of Financial Analysis*, VoL 93, 103195.

Textile Exchange. (2023). *Preferred Fiber & Materials Market Report*. Disponibile al: <https://textileexchange.org/app/uploads/2023/11/Materials-Market-Report-2023.pdf> (ultimo accesso: 25/03/24)

The European House – Ambrosetti. (2023). *Just fashion transition 2023*. Disponibile al: https://admin.ambrosetti.eu/dompdf/crea_wmark.php?doc=L2F0dGFjaG1lbnRzL3BkZi92c2ZmMjMtZXhly3V0aXZlLXN1bW1hcnktaXRhLTIwMjMxMDI3MTEucGRm&id=19085&muid=corporate (ultimo accesso 10/04/24)

The Global Compact. (2004). *Who cares wins: Connecting Financial Markets to a Changing World*, disponibile al https://www.unepfi.org/fileadmin/events/2004/stocks/who_cares_wins_global_compact_2004.pdf, (ultimo accesso:10/01/24)

Todaro D. L., & Torelli, R. (2024). *From greenwashing to ESG-washing: A focus on the circular economy field*. Corporate Social Responsibility and Environmental Management, 1–13

Torelli, R., Balluchi, F., & Lazzini, A. (2020). *Greenwashing and environmental communication: Effects on stakeholders' perceptions*. Business Strategy and the Environment, 29, 407–421.

Townsend B. (2020). *From SRI to ESG: The Origins of Socially Responsible and Sustainable Investing*, The Journal of Impact and ESG Investing Volume 1 Issue 1

Velte, P. (2022). *Archival research on integrated reporting: A systematic review of main drivers and the impact of integrated reporting on firm value*. Journal of Management and Governance, 26, 997–1061.

Verrecchia, R. E. (1983). *Discretionary disclosure*. Journal of Accounting and Economics, 5(3), 179–194.

Walker K., & Wan F. (2012). *The harm of symbolic actions and green-washing: Corporate actions and communications on environmental performance and their financial implications*. Journal of Business Ethics, 109, 227–242.

Wang, Y. & Oliver, J. (2009). *Board composition and firm performance variance: Australian evidence*. Accounting Research Journal Vol. 22 No. 2, 2009 pp. 196-212

Webb B. (2022). *Climate change is coming for fashion's supply chains*. Vogue Business. Disponibile al: <https://www.voguebusiness.com/sustainability/climate-change-is-coming-for-fashions-supply-chains> (ultimo accesso: 22/03/24)

Wren B. (2022). *Sustainable supply chain management in the fast fashion Industry: A comparative study of current efforts and best practices to address the climate crisis*, Cleaner Logistics and Supply Chain, Volume 4, 100032, ISSN 2772-3909.

Xue, R., Wang, H., Yang, Y., Linnenluecke, M. K., Jin, K., & Cai, C. W. (2023). *The adverse impact of corporate ESG controversies on sustainable investment*. Journal of Cleaner Production, 427, 139237.

Yoo, J. S., Song, W. J., & Ku, J. E. (2024). *CEO turnover, ESG-washing, and firm value*. Managerial and Decision Economics, 1–19.

Yu EP, Guo CQ, Luu BV. (2018). *Environmental, social and governance transparency and firm value*. Bus Strat Env. 27:987–1004

Yu, EP, Luu BV, & Chen, C. H. (2020). *Greenwashing in environmental, social and governance disclosures*. Research in International Business and Finance, 52, Article 101192.