



UNIVERSITÀ  
DI PAVIA

**Dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali**

**Corso di Laurea Magistrale in**

**Economia e Legislazione d'Impresa**

**Percorso in Amministrazione, Finanza e Controllo**

---

**EVOLUZIONE DELLA FINANZA  
SOSTENIBILE: STRUMENTI,  
STRATEGIE DI INVESTIMENTO E  
IMPATTI SULLE IMPRESE**

**Relatore:**

**Chiar.mo Prof. Bagna Emanuel**

**Tesi di Laurea di  
Malinverni Riccardo**

**Matr. n. 523706**

**Anno Accademico 2023-2024**



## SOMMARIO

<b>INTRODUZIONE</b> .....	<b>5</b>
<b>CAPITOLO 1: UNA PANORAMICA SULLA FINANZA SOSTENIBILE</b> .....	<b>7</b>
<b>1.1 INTRODUZIONE E RAPPRESENTAZIONE DEL CONCETTO</b> .....	<b>7</b>
1.1.1 <i>L'approccio ESG</i> .....	8
1.1.2 <i>Cosa differenzia la finanza tradizionale da quella sostenibile?</i> .....	9
<b>1.2 L'EVOLUZIONE NEL TEMPO DELLA FINANZA SOSTENIBILE</b> .....	<b>12</b>
1.2.1 <i>Le origini e lo sviluppo del concetto</i> .....	12
1.2.2 <i>L'evoluzione del concetto di sostenibilità</i> .....	15
1.2.3 <i>La finanza sostenibile dopo la pandemia di COVID-19</i> .....	18
<b>1.3 REGOLAMENTAZIONE E NORMATIVE</b> .....	<b>22</b>
1.3.1 <i>I quadri di riferimento a livello globale: l'accordo di Parigi del 2015 e l'Agenda 2030</i> .....	22
1.3.2 <i>Standard di riferimento della Finanza sostenibile</i> .....	27
1.3.3 <i>Il Regolamento (UE) 2020/852</i> .....	30
1.3.4 <i>Il Regolamento (UE) 2019/2088</i> .....	32
1.3.5 <i>Il Regolamento (UE) 2019/2089</i> .....	34
1.3.6 <i>Il Green Deal europeo</i> .....	35
<b>CAPITOLO 2: STRUMENTI E STRATEGIE PER L'INVESTIMENTO SOSTENIBILE</b> .....	<b>37</b>
<b>2.1 STRUMENTI DI FINANZA SOSTENIBILE</b> .....	<b>37</b>
2.1.1 <i>I Green Bonds</i> .....	38
2.1.2 <i>I social bonds</i> .....	41
2.1.3 <i>I Sustainable Bonds</i> .....	42
2.1.4 <i>Gli SDG-linked Bonds</i> .....	43
2.1.5 <i>I General Bonds</i> .....	44
2.1.6 <i>I Transition Bonds</i> .....	45
2.1.7 <i>Gli Stainability-linked Bonds (SLBs)</i> .....	47
2.1.8 <i>I Social Impact Bonds (SIBs)</i> .....	49
2.1.9 <i>I Development Impact Bonds (DIBs)</i> .....	51
2.1.10 <i>I Blue Bonds</i> .....	53
2.1.11 <i>I BTP Green</i> .....	54
2.1.12 <i>Il Green Crowdfunding</i> .....	57
2.1.13 <i>Indici e rating di sostenibilità</i> .....	59
<b>2.2 LE STRATEGIE DI INVESTIMENTO SOSTENIBILE</b> .....	<b>61</b>
2.2.1 <i>Best in class</i> .....	61
2.2.2 <i>Engagement e Voting</i> .....	63
2.2.3 <i>ESG Integration</i> .....	65
2.2.4 <i>Strategie di esclusione (Exclusion)</i> .....	66
2.2.5 <i>Impact Investing</i> .....	68
2.2.6 <i>Norms Based Screening</i> .....	70
2.2.7 <i>Sustainability themed investing</i> .....	72
<b>CAPITOLO 3: GLI IMPATTI DELLA FINANZA SOSTENIBILE NELLE</b>	

<b>IMPRESE: NORMATIVE E RISCHI ESG .....</b>	<b>76</b>
<b>3.1 LE CONSEGUENZE SULLE IMPRESE .....</b>	<b>76</b>
3.1.1 <i>La Direttiva 2014/95/EU .....</i>	76
3.1.2 <i>La Direttiva 2022/2464/EU: la Direttiva CSRD (Corporate Sustainability Reporting Directive) .....</i>	78
3.1.3 <i>Gli standard di rendicontazione europea .....</i>	81
3.1.4 <i>La situazione normativa in Italia: dal Decreto Legislativo 254/2016 alla storica riforma del 2022 degli artt. 9 e 41 della Costituzione .....</i>	84
3.1.5 <i>Il bilancio di sostenibilità e le differenze con la dichiarazione non finanziaria .....</i>	93
3.1.6 <i>Una visione d'insieme del bilancio di sostenibilità di Enel SpA.....</i>	96
<b>3.2 I RISCHI ESG .....</b>	<b>102</b>
3.2.1 <i>Il greenwashing .....</i>	102
3.2.2 <i>Il rischio di reputazione ESG.....</i>	104
3.2.3 <i>Il rischio di transizione ESG.....</i>	105
3.2.4 <i>I rischi ESG nelle imprese: dall'identificazione alla comunicazione .....</i>	108
3.2.5 <i>Il punteggio del rischio ESG.....</i>	110
<b>BIBLIOGRAFIA .....</b>	<b>113</b>
<b>SITOGRAFIA.....</b>	<b>115</b>

## INTRODUZIONE

In un contesto sempre più caratterizzato da una consapevolezza crescente riguardo alle sfide ESG, cioè le sfide ambientali, sociali e di governance, la finanza sostenibile ha assunto e, verosimilmente, assumerà un ruolo sempre più centrale ed importante nel contesto economico globale. Questo sta accadendo perché, al pari di una maggior consapevolezza sulle dinamiche ESG, si colloca una diversa modalità di allocazione dei capitali, poiché quest'ultimi andranno a finanziare attività e progetti sia con ritorni finanziari positivi che benefici in ambito sociale ed ambientale: si evince come la finanza sostenibile voglia fare un passo in più rispetto al sistema finanziario tradizionale, in cui l'unico obiettivo è il profitto.

La dinamica evolutiva della finanza sostenibile è partita dal movimento degli SRI (Socially Responsible Investing, in italiano “investitori socialmente responsabili”), i quali hanno l'obiettivo di escludere dalla propria strategia di investimento settori controversi quali, per esempio, armi e tabacco. Poi, si sono affermati in una maniera sempre più persistente strumenti di finanza sostenibile, cioè gli “strumenti finanziari green” e le strategie di investimento sostenibile: i primi permettono di finanziare progetti green, ecologici e sostenibili ma senza accantonare i rendimenti finanziari così come le seconde, le quali sono sempre più meticolose e sofisticate. In entrambi i casi, quello che si può sicuramente notare, è che l'investimento in attività e progetti sostenibili non è più un'alternativa o un qualcosa “di nicchia”, ma una parte sempre più importante delle decisioni finanziarie degli investitori.

Infine, da non sottovalutare vi sono le conseguenze sulle imprese provocate dall'integrazione del concetto di “sostenibilità”, di “ecologia” e tanti altri all'interno dei processi finanziari e delle attività produttive. Da un lato, l'adozione di pratiche ecologiche e sostenibili migliora la reputazione e permette all'azienda di essere maggiormente competitiva nel medio-lungo periodo; dall'altro, vi è una maggior attrazione di investitori attenti alle dinamiche ESG e, in ultimo, le aziende beneficiano di costi di finanziamento più bassi e vedono una riduzione dei costi

operativi.

In questo quadro, la presente tesi si propone di esaminare l'evoluzione della finanza sostenibile, gli strumenti finanziari green e le strategie di investimento sostenibili che hanno permesso e permetteranno sempre di più alla finanza sostenibile di crescere. Infine, oggetto di analisi sono le conseguenze della crescita di questa branca della finanza sul mondo delle imprese, parallelamente all'evoluzione normativa in materia, alla documentazione in cui devono essere rendicontati gli impatti ambientali su ambiente, società e governance e i rischi ESG, descrivendo quali sono, come vengono gestiti ed identificati.

# **CAPITOLO 1: UNA PANORAMICA SULLA FINANZA SOSTENIBILE**

## **1.1 INTRODUZIONE E RAPPRESENTAZIONE DEL CONCETTO**

La finanza sostenibile è una branca della finanza che si basa su una strategia di integrazione, nelle decisioni di investimento, dei criteri ESG: quest'ultimi fanno riferimento a fattori ambientali (Environmental), sociali (Social) e di governo societario (Governance). Di fatto, tramite il concetto di finanza sostenibile, si cerca di applicare all'attività finanziaria il concetto di sviluppo sostenibile.

Sono essenzialmente due gli obiettivi principali della finanza sostenibile:

- Orientare i flussi di capitali verso attività, programmi e progetti sostenibili nel lungo termine;
- Coerentemente con quanto appena affermato, l'altro obiettivo è la creazione di valore nel lungo periodo secondo una concezione più ampia: il valore non è solo identificato dalla crescita economica e dalla massimizzazione del profitto, ma anche creare valore per società ed ambiente, per un futuro più sostenibile e più verde.

All'interno della finanza sostenibile, un ramo molto importante è rappresentato dalla finanza di transizione.

Quest'ultima si differenzia da quella sostenibile perché si basa sul finanziamento di investimenti dal positivo futuro impatto ambientale; di fatto, l'obiettivo principale è il passaggio ad un'economia più verde e climaticamente neutrale. Per questo è rivolta soprattutto ad aziende che vogliono cominciare il loro percorso di orientamento per un futuro sostenibile, rendendo più green la loro attività produttiva.

Invece, la finanza sostenibile comprende sia il finanziamento di attività già sostenibili che la finanza di transizione, cioè tutto ciò che è in fase di transizione verso una performance sostenibile.

### *1.1.1 L'approccio ESG*

Tale tipo di criterio permette di definire una nuova metodologia di valutazione degli investimenti: come già anticipato prima, non vengono valutati solo ed esclusivamente il rischio e il rendimento finanziario, ma anche gli influssi ambientali, sociali e della governance delle società.

I principali aspetti dell'approccio ESG sono:

- Environmental (ambiente): in questo aspetto rientra tutto ciò che concerne il cambiamento climatico, l'inquinamento, la gestione dei rifiuti, la biodiversità e il tema della scarsità delle risorse;
- Social (sociale): in questo ambito rientra il tema del rispetto dei diritti umani e delle condizioni di lavoro: salute e sicurezza sul luogo di lavoro, pari opportunità e tutta una serie di standard lavorativi che garantiscano il trattamento dignitoso e condizioni lavorative soddisfacenti e sicure;
- Governance: terzo ambito di questo approccio, il quale vede rientrare al suo interno la gestione delle aziende, in particolare con il concetto di "indipendenza del consiglio" e tutto il tema relativo all'indipendenza dei manager. Inoltre, rientra tutto ciò che riguarda l'etica aziendale, cioè la trasparenza all'esterno (nei confronti degli azionisti, responsabilità aziendale e pratiche anticorruzione).

Negli ultimi anni l'attenzione verso le politiche ESG ha visto una notevole crescita e gli investitori sono più inclini all'investimento in tematiche di questo tipo, in relazione anche alla maggior trasparenza richiesta alle imprese attraverso report e bilanci di sostenibilità sempre più precisi.

Tutto quanto appena è in linea con i risultati della ricerca "*Investor trust in sustainability data*" realizzata da Deloitte e The Fletcher School della Tufts University: tale studio prende come periodo di riferimento l'anno solare 2023 e vede coinvolti oltre mille rappresentanti del top management di aziende presenti in Nord America, Europa e Asia.

Da questo studio si nota che l'83% degli investitori nelle sue analisi incorpora informazioni sulla sostenibilità, il 79% degli investitori ha adottato politiche di

sostenibilità rispetto al 20% di cinque anni fa. Da questi numeri si può notare come le politiche ESG hanno avuto sempre più importanza nelle decisioni di investimento; solo l'1% di essi ha dichiarato di non aver alcun piano strategico e il 6% ne intende avviare uno nel breve periodo.

Tutto ciò significa che gli investitori vogliono cercare di sfruttare al massimo le opportunità: infatti, qualora l'economia mondiale dovesse raggiungere il livello zero di emissioni, le previsioni relative alle opportunità di investimento sono pari a circa 43 trilioni di dollari da qui al 2070<sup>1</sup>.

### *1.1.2 Cosa differenzia la finanza tradizionale da quella sostenibile?*

La principale diversità riguarda l'obiettivo: se la finanza tradizionale si concentra soprattutto sulla massimizzazione del profitto economico nel breve e lungo periodo, la finanza sostenibile ha la finalità di unire rendimenti finanziari ed effetti positivi sull'ambiente e nella società e, coerentemente con l'approccio ESG sopracitato, promuovere lo sviluppo sostenibile, la responsabilità sociale e una governance societaria etica.

Di conseguenza, diversi sono gli impatti considerati nella finanza tradizionale e in quella sostenibile: in quest'ultima si nota, prima di tutto, la ricerca di pratiche aziendali volte alla sostenibilità (economia circolare, riduzione emissioni di carbonio e CO<sub>2</sub>, ecc.) e un conseguente bilanciamento, da un lato, del rendimento finanziario e dall'altro dei positivi impatti su società ed ambiente. La finanza tradizionale, invece, non ha come obiettivo la corretta misurazione delle conseguenze sociali ed ambientali (a meno che non siano correlate in modo diretto al rendimento finanziario), ma considera unicamente impatti economici, come la crescita del Prodotto Interno Lordo, piuttosto che l'analisi dell'inflazione, occupazione e disoccupazione.

Entrando più nel dettaglio, altre diversità possono essere riscontrate nelle modalità

---

<sup>1</sup> Deloitte & Touche LLP e The Fletcher School, *Investor Trust in Sustainability Data*, traduzione italiana, 2024, pagg. 3 e 5.

di decisione di un determinato investimento, nel modo in cui si gestisce il rischio e il coinvolgimento più o meno ampio degli stakeholder:

- Approccio e decisione di investimento: la finanza sostenibile fa un passo in più rispetto a quella tradizionale. In quest'ultima, partendo dall'analisi fondamentale, ci si focalizza su quelle attività che forniscano le più alte potenzialità di crescita e redditività, con una valutazione del rischio basandosi sulla volatilità<sup>2</sup> e sul beta<sup>3</sup>, un parametro direttamente collegato al primo e di fondamentale importanza per gli investitori. Come si può notare non c'è nessun riferimento ai criteri ESG o una valutazione che consideri gli impatti ambientali, sociali e della governance che rappresentano un punto cardine della finanza sostenibile. Si evince come la finanza sostenibile abbia l'obiettivo di prevenire investimenti in aziende o settori con impatti negativi sull'ambiente e sulla società, che si potrebbero realizzare qualora si considerasse solo ed esclusivamente il rendimento finanziario o la massimizzazione del profitto economico, indipendentemente dalle pratiche aziendali.
- La gestione del rischio. Sarebbe più consono parlare di “considerazione del rischio” poiché con l'approccio incentrato sulla sostenibilità ci si concentra sui rischi che interessano l'ambiente e la società, non solo il rischio finanziario come invece accade nell'approccio tradizionale. Tale rischio si distingue in sistematico e specifico, ma prima di definirli è opportuno citare cosa significhi diversificazione del portafoglio. Quest'ultimo concetto indica che nel portafoglio di un investitore ci siano più attività finanziarie dal rendimento non collegato tra di loro in modo da portare una diminuzione del rischio. Quando si parla di rischio “sistematico” si identifica un rischio che non può essere eliminato diversificando il portafoglio (per questo

---

<sup>2</sup> Anche se non facile da interpretare, misura l'incertezza del rendimento di un'attività finanziaria. Più è elevata, più l'attività considerata è rischiosa.

<sup>3</sup> Confronta le oscillazioni del prezzo di un titolo con l'intero mercato: se il valore è pari a 1, il titolo si muovono in linea con il mercato, un valore inferiore a 1 indica una minore volatilità, viceversa un valore maggiore di 1 significa una maggiore volatilità rispetto al mercato.

chiamato anche rischio “non diversificabile”), dal momento che è un rischio direttamente collegato all’andamento del mercato. Il rischio “specifico” può essere eliminato con la diversificazione del portafoglio, in quanto rappresenta il rischio di una specifica attività finanziaria.

- La partecipazione degli stakeholder. L’approccio tradizionale prevede una focalizzazione sugli interessi degli azionisti, mentre in quello sostenibile sicuramente cresce il numero degli stakeholder coinvolti: non solo investitori, finanziatori e mercato ma anche clienti, consumatori, istituzioni pubbliche e regulators, dipendenti, comunità locali ed opinione pubblica.

## 1.2 L'EVOLUZIONE NEL TEMPO DELLA FINANZA SOSTENIBILE

### 1.2.1 Le origini e lo sviluppo del concetto

Il concetto di finanza sostenibile si è sviluppato nel corso del tempo di pari passo alle continue e crescenti preoccupazioni, soprattutto, degli impatti ambientali e sociali.

Gli anni '70 rappresentano un momento chiave perché ci sono stati dei contributi importantissimi sulla materia che rappresentano, a tutti gli effetti, una diretta conseguenza del sempre più crescente timore degli impatti sull'ambiente e sulla società delle attività produttive. Ecco alcuni dei più importanti:

- Rapporto "*The Limits to Growth*" (in italiano "*I limiti della crescita*"). Pubblicato nel 1972, è il primo rapporto pubblicato dal Club di Roma<sup>4</sup> in cui viene fatto un appello globale sul fatto che il pianeta in cui viviamo ha dei limiti fisici e naturali. Rappresenta a tutti gli effetti un segnale di allarme con il quale viene detto che la crescita economica infinita nel tempo non è possibile perché incompatibile con la tutela delle risorse ambientali. In questo report riemerge la visione malthusiana della "scarsità" e del "limite"<sup>5</sup>: se le risorse dovessero essere utilizzate secondo una dinamica che ha come unico fine la crescita economica illimitata nel tempo, ci si scontrerebbe con la loro natura finita e la loro capacità di assorbimento.
- Vertice di Parigi (CEE), 1972. I capi di Stato e di governo sono riconoscenti del fatto che, parimenti all'espansione economica e al miglioramento del benessere e della qualità della vita, l'ambiente deve avere una certa attenzione e non deve essere sottovalutato.

---

<sup>4</sup> Associazione non governativa, no-profit. È composta da figure di spicco della scienza, dell'economia e della politica con lo scopo di individuare i problemi globali da affrontare con conseguente individuazione delle giuste soluzioni.

<sup>5</sup> Malthus ha analizzato la scarsità delle terre coltivabili: è arrivato a concludere che la popolazione tra fine '700 e inizio '800 cresceva con una dinamica superiore rispetto alla capacità produttiva del sistema agricolo. Quindi, sempre terre meno fertili sarebbero state coltivate con conseguenze negative sulla produzione agricola.

Durante questo vertice viene pubblicato il Programma d'azione per l'ambiente di durata triennale (dal 1973 al 1976) con l'obiettivo di andare a delineare delle politiche ambientali poi riflesse, in qualche modo, nelle prime direttive comunitarie emanate in ambito ambientale.

- Conferenza delle Nazioni Unite sull'Ambiente Umano a Stoccolma, 1972. Rispetto al vertice di Parigi si sottolinea in maniera più decisa come il miglioramento delle condizioni di vita passi dalla salvaguardia dell'ambiente e delle sue risorse. Tramite questa Conferenza nasce la politica ambientale a livello internazionale e nasce il programma per l'Ambiente nell'ambito delle Nazioni Unite (UNEP).

Sempre in quegli anni, nello sviluppo del concetto di finanza sostenibile, da non sottovalutare è il movimento degli investitori socialmente responsabili identificati dall'acronimo SRI (Socially Responsible Investing). L'approccio di questi investitori è in linea con le finalità sostenibili della finanza, in quanto cercano un bilanciamento tra ritorno finanziario e impatti positivi sull'ambiente e sulla società.

Le prime tipologie di SRI possono essere riscontrate negli Stati Uniti: i casi più eclatanti riguardano il rifiuto di investire in aziende coinvolte nella Guerra in Vietnam o il disinvestimento dalle aziende in Sudafrica che erano a favore dell'apartheid.

Gli SRI, quindi, rappresentano a tutti gli effetti un movimento sociale che evita di investire in aziende dall'etica discutibile (per esempio energia nucleare, gioco d'azzardo) o in settori considerati dannosi (come alcol, tabacco), cambiando notevolmente le decisioni di investimento di individui ed istituzioni.

Nel 1987, il Rapporto Brundtland intitolato "*Our Common Future*" (descritto dopo) funge da base per:

- La Conferenza delle Nazioni Unite su Ambiente e Sviluppo, conosciuta come Conferenza di Rio del 1992. È un evento epocale perché ha riunito leader mondiali, politici e rappresentanti di oltre cento Paesi e

organizzazioni non governative per discutere, affrontare e cercare una risoluzione per le sfide ambientali globali.

- Il protocollo di Kyoto del 1997 è il primo trattato internazionale entrato in vigore otto anni dopo, il 16 febbraio del 2005. In questo accordo è contenuto l'obbligo per i paesi industrializzati di ridurre le emissioni di gas a effetto serra, in quanto ritenuti responsabili del riscaldamento del pianeta.

Gli anni Duemila rappresentano un periodo molto importante per la crescita e la diffusione della finanza sostenibile. Innanzitutto, vengono lanciati i Principi per l'Investimento Responsabile (PRI, Principles for Responsible Investment) che definiscono le linee guida per considerare i fattori ESG nelle decisioni di investimento. Sono stati lanciati dalle Nazioni Unite del 2006 e sono sei:

- *Incorporare parametri ambientali, sociali e di governance (ESG) nell'analisi finanziaria e nei processi di decisioni riguardanti gli investimenti;*
- *Essere azionisti attivi e incorporare parametri ESG nelle politiche e pratiche di azionariato;*
- *Esigere la rendicontazione su parametri ESG da parte delle aziende oggetto di investimento;*
- *Promuovere l'accettazione e implementazione dei Principi dell'industria finanziaria;*
- *Collaborare per migliorare l'applicazione dei Principi;*
- *Rendicontare periodicamente sulle attività e progressi compiuti nell'applicazione dei Principi<sup>6</sup>.*

Successivamente, possono essere riscontrati due apporti fondamentali per lo sviluppo del concetto: gli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (Sustainable Development Goals, SDGs) e l'Accordo di Parigi, che saranno analizzati successivamente. I primi sono 17, a loro volta suddivisi in ulteriori 169 sotto-

---

<sup>6</sup> "Principles for Responsible Investment", *Investire Responsabilmente*, <https://investiresponsabilmente.it/glossario/pri/>

obiettivi: individuati dall'ONU nel 2015, fanno parte dell'Agenda 2030 e hanno un impatto sui comportamenti dell'uomo e sul pianeta, con un orizzonte temporale che arriva fino al 2030. Il secondo prevede un piano d'azione per il riscaldamento globale e per la riduzione delle emissioni di gas serra.

Negli ultimi anni, a causa della crisi economica e sanitaria provocata dalla pandemia di COVID-19, il tema della sostenibilità nelle strategie aziendali e finanziarie assume sempre più importanza e, allo stesso tempo, la finanza sostenibile vede un sempre più veloce e continuo sviluppo. Al riguardo, fondamentale è stata l'introduzione della Tassonomia UE, la quale ha l'obiettivo di fissare le attività economiche qualificate come sostenibili.

### *1.2.2 L'evoluzione del concetto di sostenibilità*

Il concetto di "sostenibilità" non caratterizza solo gli anni più recenti perché le sue origini risalgono al Medioevo. Infatti, le società agrarie avevano già una nozione minimalistica di questo concetto riscontrabile in due scenari: la ricerca dell'equilibrio tra disponibilità e consumo delle risorse o la gestione comunitaria della terra per preservare le risorse naturali.

Un'altra tappa storica è rappresentata dalla prima Rivoluzione Industriale: aumenta in modo esponenziale la produzione industriale di beni di consumo grazie allo sviluppo di nuovi macchinari, come il motore a vapore di James Watt. Successivamente, si può notare un cambiamento drastico nei trasporti: lo sviluppo delle locomotive e delle ferrovie ha velocizzato sia il commercio che le forniture di materie prime. Inoltre, altro fattore da non sottovalutare, è il fenomeno dell'urbanesimo intorno alle grandi città in cui si trovavano le fabbriche, il quale ha portato al sovraffollamento e il vivere in povertà col rischio di contrarre malattie infettive. Siccome è aumentata sia la disponibilità di beni che la crescita demografica con un miglioramento delle condizioni di vita nel breve-medio periodo, l'importanza della tutela ambientale è stata inizialmente accantonata. Poi, siccome ci si è accorti del negativo impatto delle azioni dell'uomo sull'ambiente, la consapevolezza sulle questioni ambientali è sempre più cresciuta.

Tra la fine del XIX secolo e l'inizio del XX secolo si possono notare importanti contributi che richiamano l'attenzione sulle problematiche ambientali, come il romanzo del 1854 di Charles Dickens intitolato "*Hard Times – For These Times*" tradotto come "*Tempi Difficili*", in cui vengono analizzate in modo specifico e critico le ripercussioni sociali, economiche ed ambientali dell'Inghilterra a seguito della rivoluzione industriale a Coketown, una città inventata dall'autore.

Altri contributi simili possono essere riscontrati durante il secolo scorso. Più nel dettaglio:

- In Italia, Italo Calvino nel 1958 tramite il romanzo breve "*La nuvola di smog*" ambientato a Torino, affronta le tematiche dell'inquinamento urbano e della condizione umana. Calvino, tramite lo smog, in maniera molto ironica analizza l'inquinamento che sta sempre più aumentando e, metaforicamente, va ad indicare lo smog come alienazione e soffocamento dell'uomo di fronte alla società moderna. Tramite questo breve romanzo, lo scrittore disapprova la non concretezza di azioni idonee a contrastare i problemi ambientali.
- Rachel Carson, 1962 "*The silent spring*" (in italiano "*Primavera silenziosa*"): ambientato in una città fittizia, descrive i danni irreversibili provocati dall'utilizzo dei prodotti fitosanitari sull'ambiente e sulla salute degli esseri umani. Per mezzo di questo libro, si spiega come l'utilizzo spropositato dei pesticidi abbia provocato conseguenze devastanti sulla biodiversità e gli ecosistemi e quindi, la necessità di trovare ed utilizzare delle metodologie alternative e sostenibili.

Questo libro ha un peso non da poco nella concezione degli individui riguardo alle tematiche ambientali e rappresenta una pietra miliare per il movimento ambientalista.

Gli anni '70 del secolo scorso rappresentano un susseguirsi di eventi fondamentali per la determinazione del concetto di sviluppo sostenibile, definito ufficialmente nel 1987 con il rapporto Brundtland, conosciuto anche come "*Our Common Future*": "*humanity has the ability to make development sustainable to ensure that*

*it meets the needs of the present without compromising the ability of future generations to meet their own needs*<sup>7</sup>. Quindi, lo sviluppo è sostenibile qualora permetta di soddisfare i bisogni delle generazioni presenti senza pregiudicare il soddisfacimento dei bisogni delle generazioni future.

Il rapporto Brundtland costituisce la base per l'Agenda 21, documento approvato a Rio de Janeiro nel 1992 durante la Conferenza delle Nazioni Unite su Ambiente e Sviluppo, la quale rappresenta un piano d'azione globale per perseguire la finalità dello sviluppo sostenibile, in linea con la definizione contenuta nel report "*Our Common Future*". L'Agenda 21 non è una fonte di diritto internazionale e quindi non vincolante sul piano giuridico, ma è un documento molto importante dal punto di vista politico: è stata approvata da 178 paesi in tutto il mondo che sono in accordo sui temi dell'ambiente e dello sviluppo sostenibile. Tramite questo documento si vuole cercare di migliorare gli standard qualitativi di vita per tutti gli individui, dove l'ambiente non deve essere sfruttato in quanto mezzo che garantisce il sostentamento dell'uomo, ma dev'essere gestito affinché le generazioni future possano godere di un ambiente più salubre.

Negli anni Duemila, il tema della sostenibilità e dello sviluppo sostenibile entrano fortemente a far parte dell'economia e della società; gli Obiettivi di Sviluppo sostenibile (SDG) dell'ONU e l'Accordo di Parigi sul cambiamento climatico, entrambi del 2015, sono molto importanti affinché nelle imprese si cominci a parlare di nozioni come l'economia circolare e la responsabilità sociale d'impresa. Il primo concetto si riferisce ad un'economia che vuole perseguire la minimizzazione degli sprechi e la massimizzazione dell'uso efficiente delle risorse attraverso l'espressione "3R": recupero, riciclo, riuso. Il secondo concetto, invece, si traduce in un'integrazione del tema della sostenibilità nell'attività produttiva dell'impresa: questo è possibile grazie alle nuove tecnologie, come l'energia rinnovabile.

---

<sup>7</sup> World Commission on Environment and Development, *Our Common Future* (Oxford: Oxford University Press, 1987), pag.15.

Quindi, si può notare come la sostenibilità stia assumendo un ruolo sempre più primario nell'economia, in particolare nelle decisioni di investimento: al giorno d'oggi, gli investitori mostrano un interesse sempre maggiore agli investimenti ESG.

Il processo evolutivo del concetto di sostenibilità va di pari passo con la consapevolezza sempre più crescente dello stretto collegamento tra i fattori ambientali, economici e sociali.

Inoltre, particolare è il connubio tra sostenibilità ed innovazione: fino a poco tempo fa non si poteva parlare di questo legame, dal momento che le innovazioni tecnologiche ed industriali hanno permesso un notevole sviluppo e una crescita quantitativa della produzione ma, anche, un peggioramento delle condizioni dell'ambiente e delle risorse naturali. Oggi, però, si può parlare di *“innovazione sostenibile”*: *rivisitazione del concetto di sviluppo economico, sviluppo che deve essere sì basato sulla creazione di ricchezza privata e sociale ma con lo scopo di eliminare l'impatto negativo di questo processo sui sistemi ecologici, sulla salute umana e sul benessere della collettività*<sup>8</sup>.

### *1.2.3 La finanza sostenibile dopo la pandemia di COVID-19*

Nell'analisi dello sviluppo del concetto di finanza sostenibile non si può non annoverare la pandemia di COVID-19, la quale ha avuto delle ripercussioni significative su molti ambiti della vita.

Il sistema sanitario è stato sicuramente quello più colpito, ma da non sottovalutare ci sono anche le conseguenze ambientali, economiche e sociali. Le ripercussioni sull'ambiente sono in parte collegate a quelle sociali: si è potuto notare una riduzione delle emissioni a causa del lockdown, della didattica a distanza e quindi di una netta diminuzione dei trasporti e degli spostamenti ma, allo stesso tempo,

---

<sup>8</sup> Luciana Maci, “Innovazione sostenibile: che cos'è e le tecnologie che possono rendere migliore il pianeta”, *Economy Up*, 22 dicembre 2021, <https://www.economyup.it/innovazione/innovazione-sostenibile-che-cose-e-le-tecnologie-che-possono-rendere-migliore-il-pianeta/>

un aumento dei rifiuti, in particolare quelli medici e plastici a causa dell'utilizzo dei dispositivi di protezione (guanti, mascherine, visiere, ecc.).

La pandemia ha inoltre provocato delle conseguenze catastrofiche nell'economia: settori come il turismo, bar, ristoranti e l'industria automobilistica sono stati duramente colpiti con conseguenze negative sull'occupazione. Invece, altri settori hanno registrato uno sviluppo come il settore alimentare piuttosto che le imprese che producono forniture mediche, dispositivi di protezione e prodotti per l'igiene. Le istituzioni e i governi hanno cercato di sostenere l'economia attraverso aiuti economici a persone ed imprese: un esempio è il Next Generation EU<sup>9</sup>, un piano da oltre 800 miliardi per ricostruire l'Europa post pandemia di COVID-19 con cui si cerca di promuovere un'economia più verde, digitale e resiliente, in cui all'interno si inseriscono i vari Recovery Plan approvati a livello di singoli Stati, tra i quali il nostro Pnrr (Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza).

Riguardo agli impatti sull'economia e sulla finanza della pandemia nella dimensione italiana, molto importante è l'indagine condotta dal Forum per la Finanza Sostenibile intitolata "*La Finanza Sostenibile dopo l'emergenza COVID-19*" risalente al 2020, per analizzare il peso della finanza sostenibile nella ripresa economica post pandemia e le strategie utilizzate dagli operatori per supportare gli ETS<sup>10</sup> nella fase di emergenza sanitaria. Però, quest'ultimo ambito è stato analizzato in una diversa sezione dedicata del sondaggio.

Il campione di indagine includeva 80 soggetti appartenenti a diverse categorie: i soggetti più presenti sono banche e società di gestione del risparmio.

Durante la crisi pandemica, il 76% degli investitori ha evidenziato rendimenti superiori nei prodotti che integrano i criteri ambientali, sociali e di governance rispetto a quelli non sostenibili, il 17% non ha rilevato differenze tra le due tipologie e in nessun caso si sono rilevate differenze tra le due tipologie e in nessun

---

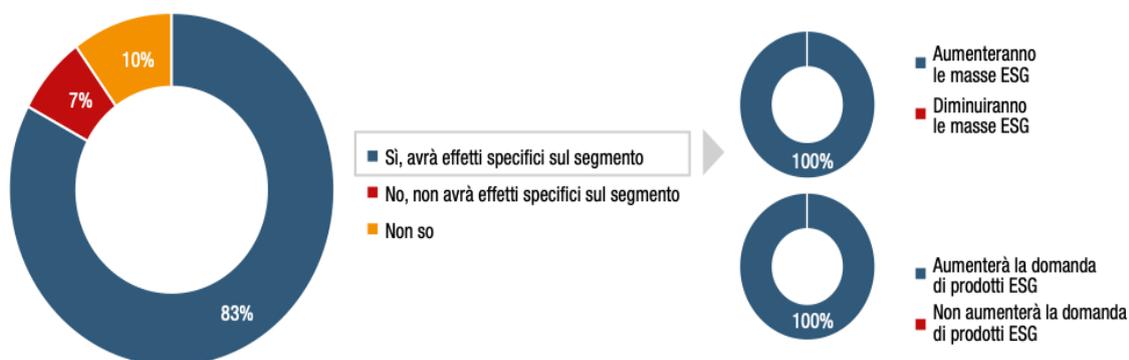
<sup>9</sup> Strumento temporaneo per la ripresa economica a causa delle perdite generate dalla pandemia. Inserito all'interno del bilancio europeo 2021-2027, è destinato a tutti gli Stati membri.

<sup>10</sup> Enti di Terzo Settore

caso si sono registrate performance inferiori nei prodotti SRI<sup>11</sup>.

In questo report vengono sottoposte quindici domande a risposta chiusa e sei a risposta aperta e di seguito vengono riportate le risposte più interessanti che spiegano il ruolo della finanza sostenibile nella ripresa economica.

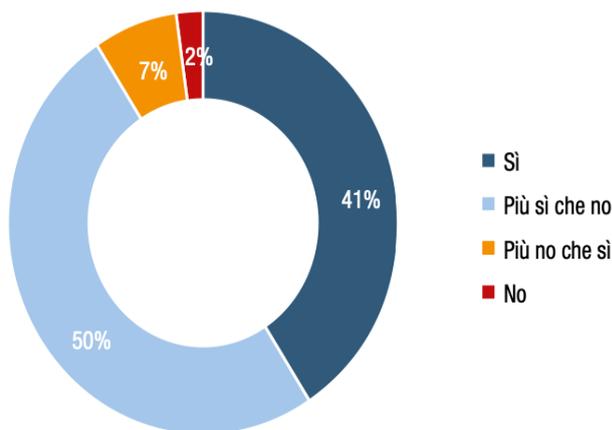
Figura 1.1: risposta alla domanda: “l’emergenza COVID-19 produrrà effetti specifici sul segmento della finanza sostenibile?”. Si può notare la maggioranza della risposta che ci saranno effetti positivi e, come all’interno di questo 83%, il 100% degli intervistati pensa che aumenteranno sia le masse che la domanda di prodotti ESG.



Fonte: Forum per la Finanza Sostenibile, *La finanza sostenibile dopo l’emergenza COVID-19*, 2020, pag. 6.

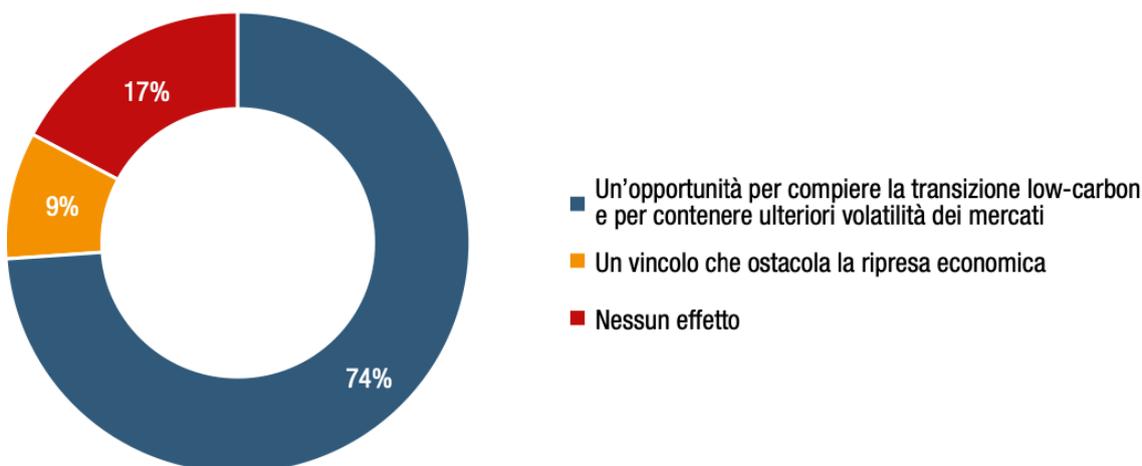
Figura 1.2: risultati della risposta alla domanda: “il settore delle rinnovabili rappresenterà un’opportunità nel post-emergenza?”. Si può constatare che il 90% degli intervistati lo vede come settore in cui investire, coerentemente con l’approccio ESG. Nel report viene considerato il settore socio-sanitario con risultati simili alle opportunità relative al settore delle energie rinnovabili.

<sup>11</sup> Forum per la Finanza Sostenibile, *La finanza sostenibile dopo l’emergenza COVID-19*, 2020, pag.5.



Fonte: Forum per la Finanza Sostenibile, *La finanza sostenibile dopo l'emergenza COVID-19*, 2020, pag.7.

Figura 1.3: riguarda la risposta alla domanda: “La regolamentazione in materia di finanza sostenibile rappresenta un’opportunità o un vincolo nella fase post-emergenza?”. È opportuno specificare che per “regolamentazione” si fa riferimento alla Dichiarazione Non Finanziaria (DNF), benchmark climatici (indicatori che si focalizzano sul limitare le emissioni e l’aumento della temperatura), disclosure ESG (documento che deve indicare come l’azienda si impegna per la sostenibilità e l’etica aziendale) e Tassonomia UE.



Fonte: Forum per la Finanza Sostenibile, *La finanza sostenibile dopo l'emergenza COVID-19*, 2020, pag.8.

## 1.3 REGOLAMENTAZIONE E NORMATIVE

La finanza sostenibile rappresenta una nuova modalità di gestione e decisioni degli investimenti, parallelamente all'impegno del pubblico (istituzioni, enti pubblici e governi) e del privato (aziende) di agire per un futuro più sostenibile e verde per tutti.

L'Unione Europea, per mezzo di una serie di regolamenti e direttive si è fatta pioniera della promozione e della regolamentazione della finanza sostenibile, cercando di stabilire un riferimento normativo capace di mettere sulla stessa lunghezza d'onda le attività finanziarie e gli obiettivi sostenibili.

Il Piano d'azione dell'Unione Europea per la Finanza Sostenibile<sup>12</sup> del 2018 ha lo scopo di orientare i capitali da investire in investimenti sostenibili, una gestione dei rischi finanziari che tenga in considerazione i fattori ambientali (cambiamenti climatici, degrado ambientale e gestione delle risorse) e far sì che le attività economiche e finanziarie siano trasparenti nel lungo termine.

### *1.3.1 I quadri di riferimento a livello globale: l'accordo di Parigi del 2015 e l'Agenda 2030*

L'Accordo di Parigi del 2015 è un trattato internazionale sul tema del cambiamento climatico adottato il 12 dicembre 2015 durante la COP21<sup>13</sup> ed entrato in vigore il 4 novembre dell'anno successivo. Tutti i paesi dell'UE hanno ratificato e sostengono decisamente gli obiettivi dell'Accordo di Parigi rappresentati dall'obiettivo di mantenere il riscaldamento globale sotto una certa soglia e ridurre le emissioni di gas serra di almeno il 55% rispetto ai livelli del 1990.

Gli elementi principali di questo accordo sono:

---

<sup>12</sup> Piano in cui sono definite le strategie per la realizzazione di un sistema finanziario per uno sviluppo sostenibile sotto i profili sociali, economici ed ambientali, in linea con l'Accordo di Parigi e l'Agenda 2030.

<sup>13</sup> COP è l'acronimo di Conference of Parties, riunione che tengono ogni anno i Paesi che hanno definito la Convenzione Quadro delle Nazioni Unite sui Cambiamenti Climatici; "COP21" perché è la Conferenza delle Parti numero 21 che si è tenuta a Parigi.

- *Un obiettivo a lungo termine: i governi hanno convenuto di mantenere l'aumento della temperatura media globale ben al di sotto di 2°C in più rispetto ai livelli preindustriali e di proseguire gli sforzi per limitarlo a 1.5°C.*
- *Contributi: prima e durante la conferenza di Parigi i paesi hanno presentato piani d'azione nazionali globali in materia di clima (chiamati contributi determinati a livello nazionale – NDC<sup>14</sup>) al fine di ridurre le rispettive emissioni.*
- *Ambizione: i governi hanno convenuto di comunicare ogni cinque anni i rispettivi piani d'azione, ciascuno dei quali fissa obiettivi più ambiziosi.*
- *Trasparenza: i paesi hanno convenuto di comunicare, l'un l'altro e al pubblico, i risultati raggiunti nell'attuazione dei rispettivi obiettivi al fine di garantire trasparenza e controllo.*
- *Solidarietà: proseguirà la fornitura di finanziamenti per il clima ai paesi vulnerabili per aiutarli sia a ridurre le emissioni che a diventare più resilienti per contrastare gli effetti dei cambiamenti climatici<sup>15</sup>.*

L'Accordo di Parigi rappresenta un passo decisivo nella lotta al cambiamento climatico e alla riduzione delle emissioni ma, come si evince dai cinque elementi principali sopracitati, raggiunge la sua massima efficacia ed efficienza se vi è volontà di attuare politiche nazionali ambiziose e una cooperazione internazionale tra i vari Stati.

Concentrandosi sulla dimensione nazionale, le indicazioni necessarie per capire se l'Italia si stia muovendo in linea con quanto definito nell'Accordo di Parigi sono contenute nel rapporto “*I 10 key trend sul clima in Italia*”, pubblicato da Italy for

---

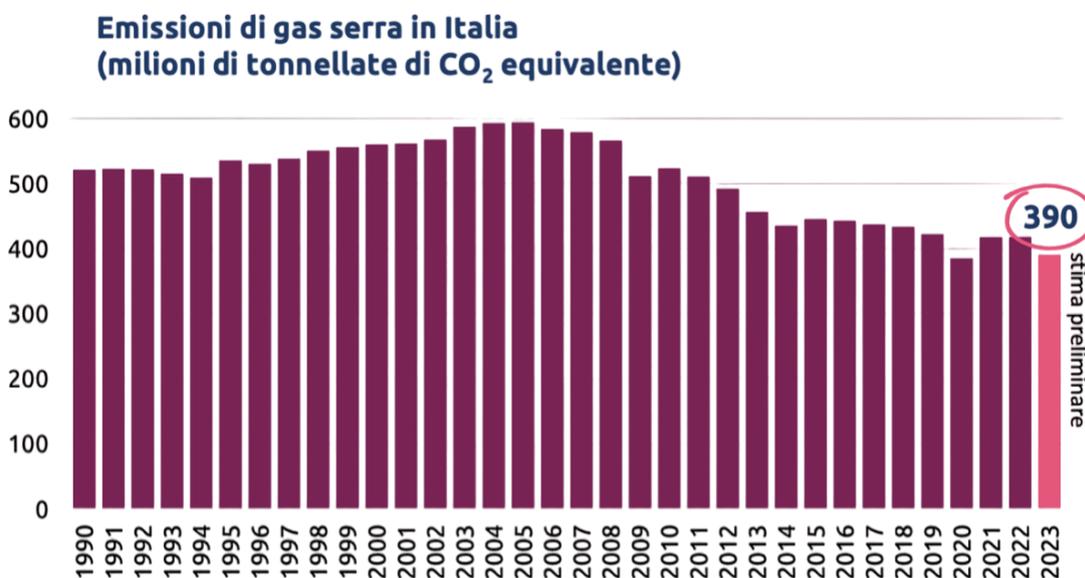
<sup>14</sup> Piani nazionali che devono essere presentati da ogni paese in cui devono essere rappresentati gli obiettivi riguardanti le riduzioni delle emissioni con le relative azioni da svolgere. Devono essere aggiornati ogni cinque anni.

<sup>15</sup> “Paris Agreement on Climate Change”, *Consilium.europa.eu*, traduzione italiana, <https://www.consilium.europa.eu/it/policies/climate-change/paris-agreement/>

Climate<sup>16</sup> ad aprile 2024, in cui vengono analizzate una serie di variabili con l'obiettivo di fare il punto sulla situazione sulle tendenze più rilevanti in materia di clima ed energia (crisi climatica, emissioni, energia, generazione elettrica, dipendenza energetica, rinnovabili elettriche, eolico e solare, edifici, auto elettrica, acqua e neve).

Di seguito vengono riportate le analisi più interessanti sui due obiettivi dell'Accordo di Parigi: la limitazione delle emissioni e il calo della temperatura media.

Figura 1.4: si può notare come, non considerando gli anni di recessione economica (2009, 2013 e 2020), il 2023 è l'anno in cui si è verificata la maggior riduzione delle emissioni di gas serra. Se il dato relativo alla riduzione di 27 milioni di tonnellate di gas serra fosse confermato, a maggior ragione avvenuta in un anno non facile, l'Italia sarebbe in linea e potrebbe centrare l'obiettivo di decarbonizzazione entro il 2030.

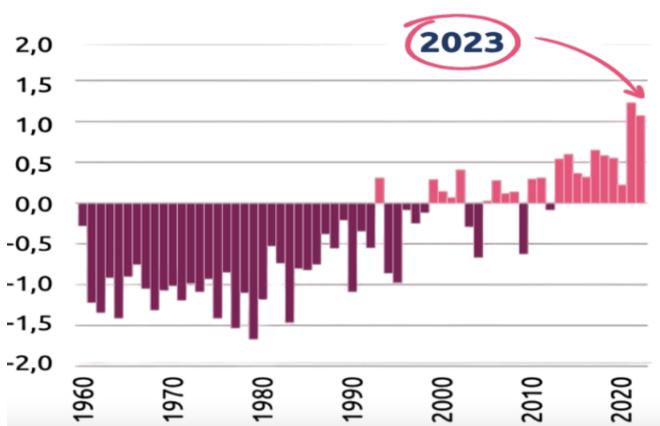


Fonte: Edo Ronchi, Andrea Barbarella, e Chiara Montanini, con la collaborazione di Virginia Ferruccio e Davide Grossi, *I 10 key trend sul clima in Italia* (Italy for

<sup>16</sup> Centro studi ideato dalla Fondazione per lo sviluppo sostenibile con lo scopo di pubblicare studi, report, analisi e proposte per definire il percorso che l'Italia deve seguire per raggiungere le zero emissioni e contrastare la crisi climatica.

Climate, 2024), pag.5.

Figura 1.5: la stessa positività sulle emissioni di gas serra non viene riscontrata riguardo alla crisi climatica: dopo il 2022, il 2023 è l'anno più caldo di sempre, un'anomalia media pari a  $+1,07^{\circ}\text{C}$  poco inferiore a quella record dell'anno precedente,  $+1,23^{\circ}\text{C}$ . Ciò significa che l'aumento delle temperature in Italia sta avvenendo ad un ritmo superiore rispetto alla media globale e rende il Paese più vulnerabile sugli effetti della crisi climatica.



Fonte: Edo Ronchi, Andrea Barbarella, e Chiara Montanini, con la collaborazione di Virginia Ferruccio e Davide Grossi, *I 10 key trend sul clima in Italia* (Italy for Climate, 2024), pag.4.

Poi, all'interno del documento è spiegato il perché l'Italia sia così vulnerabile: *“L'Italia è un Paese particolarmente vulnerabile davanti alla crisi climatica e il nuovo record di eventi meteo climatici estremi nel 2023 purtroppo ce lo conferma: sono quasi 3.400 gli episodi registrati fra piogge intense, grandine, tornado e raffiche di vento, più che raddoppiati rispetto agli ultimi anni. Ad essersi acuite molto nel 2023 sono state in particolare le grandinate, con quasi 1.500 episodi”*<sup>17</sup>.

<sup>17</sup> Edo Ronchi, Andrea Barbarella, e Chiara Montanini, con la collaborazione di Virginia Ferruccio e Davide Grossi, *I 10 key trend sul clima in Italia* (Italy for Climate, 2024), pag.4.

Quindi, dalla rappresentazione di questi dati si può capire come l'Italia, a fronte degli eventi meteorologici che l'hanno colpita nel 2023, deve cercare di introdurre iniziative serie che vadano a combattere il cambiamento climatico. Invece, dal punto di vista delle emissioni di gas serra, bisogna continuare in linea con il livello raggiunto nel 2023, in discesa rispetto agli anni precedenti e in piena traiettoria con gli obiettivi di decarbonizzazione entro il 2030. Questo è reso possibile grazie alla decarbonizzazione di alcuni settori, come quello elettrico, il quale ha visto una riduzione notevole delle emissioni.

L'Agenda 2030 dell'ONU per lo Sviluppo Sostenibile è un programma d'azione globale adottato nel 2015 dai 193 Stati membri delle Nazioni Unite. Questo programma rappresenta la base da cui partire per la costruzione di un mondo diverso caratterizzato da equità e sostenibilità dal punto di vista ambientale, sociale ed economico.

Composta da 17 SDGs, Sustainable Development Goals (in italiano "Obiettivi per lo Sviluppo Sostenibile"), 169 sotto-obiettivi (target), questi obiettivi coinvolgono tutti i Paesi con l'obiettivo di porre fine alla povertà, alle ineguaglianze, al mancato rispetto dei diritti umani ed affrontare i cambiamenti climatici. Si può notare come la sostenibilità non è più un concetto solo ed esclusivamente riferito all'ambiente. Dal momento che le tre dimensioni ESG sono collegate tra loro, gli obiettivi non devono essere considerati singolarmente, ma in una prospettiva sistemica e di integrazione.

Tutti i Paesi devono impegnarsi per proporre una strategia di sviluppo sostenibile basata sul raggiungimento degli obiettivi fissati e sulla comunicazione dei risultati conseguiti: *"l'attuazione dell'Agenda 2030 richiede, infatti, un forte coinvolgimento di tutte e componenti della società, dalle imprese private al settore pubblico, dalla società civile agli operatori dell'informazione e cultura"*<sup>18</sup>.

A livello italiano, lo strumento per l'attuazione dell'Agenda 2030 è rappresentato dalla Strategia Nazionale di Sviluppo Sostenibile (SNSvS), la quale ha l'obiettivo

---

<sup>18</sup> "Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile", Agenzia per la Coesione Territoriale, <https://www.agenziacoesione.gov.it/comunicazione/agenda-2030-per-lo-sviluppo-sostenibile/>

di creazione di un modello economico basato sugli obiettivi definiti dall'ONU nell'Agenda 2030.

La Strategia Nazionale di Sviluppo Sostenibile è articolata in cinque aree corrispondenti alle “5P” dello sviluppo sostenibile:

- *Persone: contrastare povertà ed esclusione sociale e promuovere salute e benessere per garantire le condizioni per lo sviluppo del capitale umano;*
- *Pianeta: garantire una gestione sostenibile delle risorse naturali, contrastando la perdita di biodiversità e tutelando i beni ambientali e colturali;*
- *Prosperità: affermare modelli sostenibili di produzione e di consumo, garantendo occupazione e formazione di qualità;*
- *Pace: promuovere una società non violenta ed inclusiva, senza forme di discriminazione. Contrastare l'illegalità;*
- *Partnership: intervenire nelle varie aree in maniera integrata<sup>19</sup>.*

### *1.3.2 Standard di riferimento della Finanza sostenibile*

Il concetto di finanza sostenibile si è evoluto molto rapidamente e con esso anche le normative (tre Regolamenti saranno analizzati nel paragrafo successivo) oltre all'introduzione di standard di riferimento per indirizzare le aziende durante il loro percorso.

Bisogna premettere che, pur essendo differenti nell'applicazione, tutti i seguenti quadri e standard hanno un obiettivo comune: la trasparenza, chiarezza e coerenza nella rendicontazione della gestione dei rischi e di tutte le opportunità strettamente correlate alle tematiche ESG. Insieme agli SDGs introdotti dalle Nazioni Unite nel 2015, gli altri standard sono:

- Standard di performance dell'IFC (International Finance Corporation): l'IFC fa parte del Gruppo della Banca Mondiale e ha sviluppato i cosiddetti “*Performance Standards*”, fondamentali per l'identificazione, gestione e

---

<sup>19</sup> “Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile”, Agenzia per la Coesione Territoriale.

misurazione di rischi e di impatti ambientali e sociali dei piani di investimento di una società. Questi standard si riferiscono all'ambito ambientale (uso efficiente delle risorse, riduzione e prevenzione dell'inquinamento, gestione delle risorse naturali e conservazione della biodiversità), sociale (rispetto dei diritti umani, diritti dei lavoratori e condizioni di lavoro, rispetto delle comunità locali e riconoscimento dei diritti alle popolazioni indigene), culturale (protezione del patrimonio culturale con attività di produzione e sviluppo che rispettino il valore, dal punto di vista culturale, delle risorse).

L'importanza di questi standard risiede nel fatto che sono progettati per un'applicazione a numerosi settori e progetti, in particolare garantire che i progetti finanziati dall'IFC non causino danni all'ambiente e alla società. In conclusione, questi devono essere continuamente aggiornati per riflettere i cambiamenti di pratiche a livello internazionale.

- SASB (Sustainability Accounting Standards Board): il SASB è un'organizzazione senza scopo di lucro fondata da Jean Rogers nel 2011, che ha formalizzato degli standard per rendicontare e divulgare le informazioni finanziarie rilevanti che sono direttamente correlate alle questioni ESG. Gli standard del SASB sono divisi in base ai settori industriali, 77 diverse serie di standard che coprono undici settori principali e identificano questioni ambientali (rifiuti, risorse naturali, cambiamenti climatici, ecc.), sociali (rapporti relazionali con i clienti, salute e sicurezza sul mondo del lavoro, capitale umano, ecc.) e di governance (etica aziendale, operatività efficiente, gestione catena di approvvigionamento, ecc.).

Questi standard sono utilizzati da analisti finanziari e gestori di fondi per la valutazione dei rischi nelle decisioni di investimenti, hanno un ruolo fondamentale di aiuto per le aziende in merito alla comunicazione delle pratiche ESG agli stakeholders interessati.

- GRI (Global Reporting Initiative): organizzazione internazionale indipendente che, con gli standard formulati, promuove una maggiore trasparenza e comparabilità riguardo alle informazioni sulla sostenibilità e vuole incoraggiare il miglioramento continuo delle pratiche sostenibili all'interno delle aziende. Sono suddivisi in tre sezioni:

- 1) Universale (GRI Universal Standards): rientrano le indicazioni a livello generale per la rendicontazione di sostenibilità;

- 2) Tematica (GRI Topic-Specific Standards): includono linee guida su specifici temi ambientali, sociali ed economici;

- 3) Settoriale (GRI Sector Standards): anche in questo caso vengono fornite linee guida, ma per determinati settori industriali e per ognuno di esso vengono affrontate le tematiche di sostenibilità più importanti.

I predetti standard sono in linea con gli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile delle Nazioni Unite; inoltre, il GRI collabora con il SASB con lo scopo di migliorare la coerenza e la qualità della divulgazione dei dati concernenti la sostenibilità.

- TCFD (Task Force on Climate-related Financial Disclosures): costituita dal Financial Stability Board (FSB)<sup>20</sup> con lo scopo di sviluppare delle raccomandazioni (in totale undici) articolate in quattro aree tematiche:

- 1) Governance: viene descritto l'importante ruolo della governance aziendale nella gestione dei rischi ambientali, delle opportunità relative al cambiamento climatico e come il consiglio di amministrazione deve controllare questi rischi;

- 2) Strategia: valutazione delle conseguenze effettive e potenziale dei rischi e delle opportunità legati al clima e la loro effettiva incidenza nella strategia aziendale e nella pianificazione finanziaria dell'impresa;

- 3) Risk management: come l'organizzazione identifica, valuta, gestisce ed integra i rischi legati al clima nella complessiva gestione dei rischi;

---

<sup>20</sup> È il consiglio per la stabilità finanziaria il cui scopo è il monitoraggio del sistema finanziario mondiale.

4) Metriche ed obiettivi: strutturare metriche e target per la valutazione e la gestione di rischi ed opportunità legate al clima.

Con il quadro fornito dal TCFD si persegue una maggior trasparenza nella rendicontazione ed una più efficace gestione di tutte le ripercussioni dei cambiamenti climatici, sia in tema di rischi che in tema di opportunità.

### *1.3.3 Il Regolamento (UE) 2020/852*

Il *Regolamento (UE) 2020/852*, conosciuto come “regolamento sulla tassonomia” è una normativa dell’Unione Europea che definisce una classificazione delle attività economiche ritenute sostenibili dal punto di vista ambientale. È stato adottato il 18 giugno 2020, pubblicato nella Gazzetta ufficiale dell’Unione europea il 22 giugno 2020, è poi entrato in vigore il 12 luglio 2020. Tale atto legislativo si pone l’obiettivo di aumentare gli investimenti sostenibili ed attuare il Green Deal europeo: il 2020 è stato l’anno condizionato maggiormente dalla pandemia di COVID-19, la quale ha consolidato l’occorrenza di rendere le imprese e l’economia in generale più verdi e più resistenti ai rischi ambientali e climatici, per aumentare nel breve termine e garantire nel lungo la competitività dell’economia dell’Unione Europea.

La tassonomia è una guida per:

- Il mondo della finanza, il quale deve conoscere l’effettiva sostenibilità dell’investimento;
- I governi, che devono definire degli incentivi o dei bonus per le aziende ritenute green e progettare politiche che promuovano la sostenibilità;
- Le aziende, le quali devono rendicontare l’impatto sull’ambiente della propria attività produttiva, sempre più caratterizzata da pratiche ambientali e sostenibili.

All’articolo 9 di questo regolamento vengono definiti gli obiettivi ambientali:

- *La mitigazione dei cambiamenti climatici;*
- *L’adattamento ai cambiamenti climatici;*
- *L’uso sostenibile e la protezione delle acque e delle risorse marine;*

- *La transazione verso un'economia circolare;*
- *La prevenzione e la riduzione dell'inquinamento;*
- *La protezione e il ripristino della biodiversità e degli ecosistemi*<sup>21</sup>.

Riguardo ai primi due obiettivi relativi ai cambiamenti climatici, per “mitigazione” si intende il processo di mantenimento della temperatura sul livello stabilito dall'Accordo di Parigi del 2015; per “adattamento” si fa riferimento all'adeguarsi ai cambiamenti climatici e ai loro effetti.

L'economia circolare è intesa come modello economico dove il valore delle risorse dev'essere mantenuto il più possibile, con una maggiore efficienza nella produzione e del consumo in modo da ridurre l'impatto ambientale: tutto ciò si traduce in meno rifiuti e meno sostanze pericolose rilasciate nell'ambiente.

Questo regolamento si preoccupa di definire dei criteri uniformi a livello europeo per definire se un'attività economica è sostenibile in ambito ambientale al fine di prevenire il cosiddetto rischio di “greenwashing”, analizzato successivamente, a causa del quale molte aziende comunicano il positivo impatto ambientale della propria attività, in modo che l'opinione pubblica non consideri le ripercussioni negative sull'ambiente dei loro prodotti o della loro attività produttiva.

In conclusione, questa normativa rappresenta un passo fondamentale per un sistema finanziario europeo più sostenibile dal momento che vengono identificate e classificate le attività economiche coerenti con gli obiettivi ambientali; a tutti gli effetti è un regolamento necessario per il passaggio ad un'economia più sostenibile, orientando i capitali verso investimenti con impatti positivi sull'ambiente.

---

<sup>21</sup> Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 18 giugno 2020, relativo all'istituzione di un quadro per facilitare gli investimenti sostenibili, Gazzetta ufficiale dell'Unione Europea, L 198, 22 giugno 2020, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=celex%3A32020R0852>

#### *1.3.4 Il Regolamento (UE) 2019/2088*

Il *Regolamento (UE) 2019/2088* noto anche come SFDR (Sustainable Finance Disclosure Regulation), è stato introdotto il 27 novembre 2019 ed entrato in vigore il 10 marzo 2021. Questo regolamento si colloca all'interno del progetto dell'Unione Europea di incentivare la finanza sostenibile e di conseguenza, aumentare la trasparenza sui rischi e gli investimenti sostenibili.

Questo regolamento, inoltre, ha degli impatti significativi che possono essere riscontrati su diverse figure:

- Investitori: avendo accesso ad informazioni chiare e standardizzate, possono prendere una decisione di investimento in modo più consapevole ed informata in ottica di sostenibilità. In più, se le informazioni sono standardizzate il confronto tra i diversi prodotti finanziari è molto più semplice;
- Consulenti finanziari e partecipanti ai mercati finanziari: nelle loro raccomandazioni devono essere presenti i rischi di sostenibilità, integrandoli all'interno dei loro processi decisionali e poi, informare in modo opportuno i clienti;
- Gestori di fondi e società di investimenti: la loro gestione ed informativa deve essere adattata al fine di soddisfare i requisiti di trasparenza. Si vuole migliorare la trasparenza per gli investitori finali agendo su tre direttrici: i rischi di sostenibilità, le pratiche di investimento sostenibile e gli impatti negativi sui fattori di sostenibilità.

Le informazioni devono essere pubblicate all'interno di:

- Siti web delle società finanziarie: le informazioni qui contenute devono includere i dettagli su come le strategie di investimento tengano conto dei rischi di sostenibilità, come quest'ultimi siano integrati nei processi di decisione di investimento e la spiegazione della due diligence utilizzata per la valutazione dei rischi di sostenibilità. Tutte queste informazioni devono essere periodicamente aggiornate per rispecchiare eventuali rinnovamenti

nelle politiche e nei processi. Inoltre, sono informazioni che devono essere facilmente reperibili sul sito web della società.

- Documenti precontrattuali: tutte le informazioni sopracitate, assieme agli impatti dei rischi di sostenibilità dei prodotti finanziari, devono essere tema integrante dei documenti forniti agli investitori, in modo che possano prendere una decisione informata, prima di concludere un accordo finale.
- Relazioni periodiche: anche in questo caso devono essere facilmente accessibili e, in particolare, devono riflettere la gestione dei rischi di sostenibilità nel periodo di riferimento.

Questo regolamento è un passaggio fondamentale per lo sviluppo della finanza sostenibile, poiché vengo allineati gli interessi degli investitori e gli obiettivi di sviluppo sostenibile. Inoltre, per tutti i prodotti finanziari, il regolamento richiede la divulgazione di informazioni sulla considerazione dei rischi di sostenibilità e quali conseguenze possano avere; in particolare ne vengono individuati tre:

- All' articolo 6 si parla di prodotti che non hanno come finalità la promozione delle peculiarità ambientali o sociali, né un obiettivo di sostenibilità negli investimenti. Però, se i rischi di sostenibilità non sono ritenuti rilevanti, i consulenti finanziari devono fornire una chiara e precisa spiegazione al riguardo.
- L'articolo 8 considera i prodotti che incentivano caratteristiche ambientali o sociali, o una combinazione di queste. Nella decisione di investimento, questi prodotti integrano criteri di sostenibilità come, per esempio, la strategia best-in-class.
- L'articolo 9 descrive i prodotti che hanno come obiettivo gli investimenti sostenibili.

Per la prima volta, tramite questo regolamento, viene data una definizione normativa di finanziamento sostenibile

Anche in questo caso vale il principio del “*comply or explain*”; principio che ha come obiettivo l'incentivo alla trasparenza e alla responsabilità riconoscendo, comunque, una certa flessibilità. Le società finanziarie devono conformarsi

(comply) ai requisiti o linee guida delle normative, o spiegare (explain) il motivo della mancata conformazione, fornendo una dettagliata descrizione riguardo al motivo del mancato adattamento.

### *1.3.5 Il Regolamento (UE) 2019/2089*

Il *Regolamento (UE) 2019/2089* del Parlamento Europeo e del Consiglio dell'UE noto come "regolamento benchmark", è stato adottato il 27 novembre 2019 ed entrato ufficialmente in vigore il 10 dicembre dello stesso anno. Per mezzo di questo, viene modificato il Regolamento (UE) 2016/2011 riguardo ai benchmark<sup>22</sup>, introducendo due nuove categorie di benchmark climatici:

- *EU Paris-aligned Benchmark, EU PAB* (in italiano, Benchmark UE allineato con l'accordo di Parigi): si può facilmente comprendere che tale indice di riferimento è concepito in un'ottica di allineamento con i due obiettivi definiti dall'Accordo di Parigi: la riduzione delle emissioni di gas serra e limitazione del riscaldamento globale sotto i 2°C con obiettivo di arrivare a 1,5°C.
- *EU Climate Transition Benchmark, EU CTB* (in italiano, Benchmark UE di transizione climatica): lo scopo è la decarbonizzazione delle attività che costituiscono un portafoglio di investimento rispetto alla media del mercato.

Gli amministratori dei benchmark sono gravati da obblighi di trasparenza, in quanto devono rendicontare come i fattori ESG siano integrati nei loro benchmark. In particolar modo, viene chiesta specificità sugli indici di riferimento climatici, cosicché gli investitori possano analizzare le ripercussioni ambientali degli investimenti che si basano su questi benchmark.

Inoltre, gli obblighi gravanti sugli amministratori riguardano la metodologia di determinazione del benchmark che deve essere chiara, trasparente, facilmente e

---

<sup>22</sup> I benchmark, noti anche come "indici di riferimento", sono standard che misurano la performance di un investimento o di un portafoglio di mercato. Quindi, è un indice di mercato che rispecchia l'andamento dei titoli e serve come base di confronto per la valutazione dei rendimenti.

pubblicamente accessibile, con la descrizione di dati, modelli e criteri di selezione degli asset.

Tale regolamento è cruciale nella promozione e nello sviluppo della finanza sostenibile a livello europeo perché attraverso questi benchmark, si cerca di fornire i migliori strumenti agli investitori per contribuire più attivamente agli obiettivi di sostenibilità. Affinché questo accada, le informazioni sui benchmark devono essere più dettagliate possibili in modo da migliorare la fiducia degli investitori e far sì che la dinamica degli investimenti ESG continui a crescere sempre di più.

### *1.3.6 Il Green Deal europeo*

I cambiamenti climatici e il degrado dell'ambiente sono un pericolo e per il mondo intero: questa è la base del Green Deal europeo, insieme di iniziative che definisce una strategia di crescita con l'obiettivo di rendere l'Europa il primo continente ad impatto climatico zero entro il 2050. Oltre a questo grande obiettivo se ne aggiungono altri due: il primo riguarda una crescita sempre più sostenibile e sempre meno incentrata sullo sfruttamento delle risorse, promuovendone un uso efficiente e proteggendo la biodiversità; il secondo implica un cambiamento basato sulla "giusta transizione": non ci devono essere ripercussioni negative in termini di occupazione e dev'essere ridotta la disuguaglianza sociale in Europa. L'economia verde deve essere equa ed inclusiva, supportando le regioni, le zone e i lavoratori più colpiti dai cambiamenti.

Tale piano da oltre 800 miliardi è un'iniziativa ambiziosa ma al tempo stesso necessaria per affrontare i cambiamenti climatici e promuovere uno sviluppo sostenibile; l'economia europea viene drasticamente modificata per il raggiungimento di un futuro più verde per tutti.

La neutralità climatica entro il 2050 è l'obiettivo principale di questo piano, a cui viene dedicata più attenzione perché la decarbonizzazione è un processo che passa dall'aumento di energie rinnovabili (solare, eolica, idroelettrica), dal miglioramento dell'efficienze energetica e dalla riduzione dell'uso di combustili fossili. Come detto, è l'obiettivo principale ma non l'unico. Un altro molto

importante è il passaggio ad un modello di economia circolare, riducendo i rifiuti e riutilizzando i materiali e incentivare il riciclo, cercando di mantenere le risorse in uso il più lungo possibile.

Altro grande obiettivo, pur con tutte le polemiche ad esso collegate, è la mobilità sostenibile: in questo caso non è solo l'economia che subisce un grosso cambiamento, ma anche la società e gli usi quotidiani: per ridurre le emissioni provenienti dai trasporti, fondamentale è il miglioramento del trasporto pubblico e delle piste ciclabili, l'utilizzo di carburanti alternativi a basso impatto sull'ambiente e l'utilizzo di veicoli elettrici.

Anche l'agricoltura e l'industria devono essere più sostenibili: nel primo caso, vi è particolare attenzione alla riduzione dell'uso di pesticidi e fertilizzanti, cercando di introdurre delle pratiche che vadano a ridurre l'impatto ambientale per garantire sicurezza alimentare e salvaguardare la biodiversità, cercando di migliorare la salute degli ecosistemi naturali. Relativamente al settore industriale, i modelli produttivi devono essere più verdi e sostenibili, ricercando la riduzione delle emissioni e incentivando investimenti in ricerca e sviluppo per delle tecnologie che possano attuare dei processi produttivi sostenibili.

Anche il campo dell'edilizia è interessato: gli edifici devono vedere un miglioramento dell'efficienza energetica con l'adozione di nuove tecnologie che vadano a ridurre sia il consumo energetico che le emissioni di carbonio degli edifici; utilizzare materiali a basso impatto ambientale per nuove costruzioni sostenibili.

Infine, un altro grande scopo è quello di rendere green le politiche fiscali e finanziarie: da un lato tasse sul carbonio e dall'altro incentivi per le energie rinnovabili, cercando di indirizzare le scelte di investimento in imprese sostenibili grazie, anche, a strumenti verdi e strategie per l'investimento sostenibile.

## **CAPITOLO 2: STRUMENTI E STRATEGIE PER L'INVESTIMENTO SOSTENIBILE**

### **2.1 STRUMENTI DI FINANZA SOSTENIBILE**

Lo scenario attuale è caratterizzato da una consapevolezza sempre più crescente sulle tematiche ESG e dal sempre più importante ruolo attribuito al concetto di “sostenibilità” nel mondo della finanza. In questo contesto si collocano gli strumenti finanziari sostenibili, i quali sono dei prodotti finanziari dall’obiettivo di conciliare crescita economica e rispetto dei principi di sostenibilità ambientale e sociale, in modo da raggiungere gli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile delle Nazioni Unite.

Molto semplicemente, lo strumento di finanza sostenibile è un qualsiasi strumento che incorpora caratteristiche di sostenibilità e attraverso di essi, i flussi di capitali sono orientati verso attività che devono generare plusvalore economico, non gravare sull’ambiente ed essere utili alla società.

Inoltre, nel decidere come i capitali vengono investiti, i risparmiatori (soggetti in surplus come le famiglie) e gli intermediari (chi gestisce i risparmi, ad esempio i fondi pensione) hanno un ruolo molto importante: quest’ultimi, insieme a tutti gli operatori di mercato, devono cercare di indirizzare i capitali dei risparmiatori verso l’investimento in imprese che generano sia un rendimento economico che positivi impatti ambientali e sociali. Gli strumenti di finanza sostenibile, appunto, hanno il compito di contribuire all’allocazione di capitali verso il finanziamento di investimenti sostenibili.

Gli strumenti finanziari sostenibili comprendono una vasta gamma di prodotti di vari tipi, con caratteristiche diverse l’uno dagli altri, tramite i quali gli investitori, le aziende e i governi per realizzare un futuro più sostenibile e un’economia più verde e resiliente.

### *2.1.1 I Green Bonds*

Innanzitutto, bisogna specificare che i Green Bonds fanno parte della macrocategoria degli “Impact Bonds” insieme ai Sustainable Bonds e ai Social Bonds.

I Green Bonds, chiamati anche obbligazioni verdi, sono degli strumenti finanziari emessi con lo scopo di raccogliere fondi e capitali per progetti ed iniziative con impatti sull’ambiente positivi, i quali possono toccare diverse aree: la protezione della biodiversità, le energie rinnovabili, la gestione dei rifiuti, la sostenibilità nei trasporti, la riduzione dell’inquinamento e la gestione delle risorse idriche.

La principale caratteristica dei Green Bonds è lo scopo specifico ad essi collegato: i fondi raccolti tramite i Green Bonds devono essere usati per il finanziamento di progetti che producano dei benefici sull’ambiente. Proprio per garantire questo, gli emittenti dei Green Bonds devono rendicontare tramite rapporti periodici che l’uso dei proventi e dei fondi raccolti sia effettivamente utilizzato per progetti dalle positive conseguenze sull’ambiente e informare gli investitori sugli obiettivi ambientali conseguiti. Inoltre, l’esistenza di standard internazionali rappresentati dai Green Bonds Principles (GBP)<sup>23</sup> e i Climate Bonds Standards<sup>24</sup>, entrambi definiti dall’International Capital Market Association (ICMA), stabiliscono delle linee guida per la certificazione che i Green Bonds siano rispettosi dei criteri di sostenibilità.

La dinamica evolutiva dei Green Bonds può essere suddivisa in tre fasi:

- Prima fase: inizi e primi sviluppi. Emessi nel 2007 dalla Banca Mondiale e dalla Banca Europea degli Investimenti, limitati a pochi emittenti e ad investitori selezionati;
- Seconda fase: crescita. Quest’ultima è spiegata dal fatto che è aumentata la gamma degli emittenti, tra cui governi locali e nazionali, aziende private. Parimenti alla crescita dei Green Bonds, dev’essere annoverata l’aumento

---

<sup>23</sup> Sono delle linee guida volontarie che definiscono un quadro di riferimento per l’emissione dei Green Bonds, con lo scopo di garantire integrità e trasparenza del mercato dei Green Bonds.

<sup>24</sup> Insieme di standard strutturati per garantire che i fondi raccolti per mezzo dell’emissione dei Green Bonds siano utilizzati per attività che contribuiscono positivamente sull’ambiente.

nella diversificazione dei progetti finanziari, i quali vanno a toccare aree più ampie e una serie più ampia di iniziative e attività ambientali.

- Terza fase: consolidamento. Da un lato, la continua e rapida crescita del mercato e dall'altro, la maggior attenzione alla stima degli impatti ambientali, hanno portato a maggiori emissioni annuali. Inoltre, è opportuno ricordare le normative più rigorose che hanno indotto i governi a promuovere sempre più i Green Bonds.

Si può concludere che questi strumenti sono di fondamentale importanza per la finanza sostenibile: vi è un crescente interesse degli investitori per gli investimenti sostenibili e, tramite questi nuovi strumenti finanziari sostenibili, si cerca di favorire la transizione ad un'economia verde, sostenibile e con basse emissioni di carbonio. Però, affinché le potenzialità dei Green Bonds possano essere realizzate appieno, è necessario garantire la trasparenza e una sempre più maggiore accessibilità a questi strumenti.

Analizzando le società italiane quotate, sicuramente una delle società che si distingue per l'emissione dei Green Bonds è Enel SpA. Quest'ultima, tramite gli appena citati strumenti finanziari green, si distingue per il suo impegno verso un futuro più sostenibile, permettendo agli investitori di partecipare e contribuire a finanziare iniziative orientate alla sostenibilità, come la produzione di energia rinnovabile e la costruzione di infrastrutture sostenibili.

Stando ai dati del "Green Bond Report" di Enel del 2023, Enel SpA ha collocato sul mercato europeo tre Green Bond per un totale di 3,50 miliardi di euro, rispettivamente nei mesi di gennaio del 2017 (1,25 miliardi di euro), 2018 (1,25 miliardi di euro) e 2019 (1 miliardo di euro). (...) I proventi netti dell'emissione sono stati utilizzati per finanziare o rifinanziare progetti rientranti nelle categorie individuate in linea con i "Green Bond Principles" pubblicati dall'ICMA<sup>25</sup>.

Figura 2.1: è rappresentato, oltre agli effetti sull'ambiente ottenuti (capacità

---

<sup>25</sup> Enel, *Green Bond Report 2023* (2024), pag.1.

installata e CO<sub>2</sub> evitata cumulata), l’allocazione di proventi da Green Bond allocati per i nuovi progetti rinnovabili identificati nel corso del 2023.

Emissione Green Bond (GB)	Area di investimento	Proventi GB allocati (mln euro)	Capacità installata (MW)	CO <sub>2</sub> evitata cumulata <sup>(1)</sup> (t)
<b>2017</b>	Rinnovabili	<b>1.238</b>	<b>3.355</b>	<b>30.903.910</b>
<b>2018</b>		<b>1.240</b>	<b>2.004</b>	<b>12.884.324</b>
di cui nuovi progetti rinnovabili	Rinnovabili	502	1.702	12.429.886
di cui nuovi progetti Enel Grids	I&N	666	n.a.	-
di cui nuovi progetti rinnovabili identificati nel corso del 2023	Rinnovabili	73	302	454.438
<b>2019</b>		<b>986</b>	<b>1.099<sup>(2)</sup></b>	<b>3.818.618</b>
di cui nuovi progetti individuati nel 2019	Rinnovabili	33	597	3.601.219
di cui nuovi Capex su progetti 2018	Rinnovabili	216	n.a.	-
di cui nuovi Capex su progetti 2017	Rinnovabili	579	n.a.	-
di cui nuovi progetti rinnovabili identificati nel corso del 2023	Rinnovabili	157	502 <sup>(2)</sup>	217.399

Fonte: Enel, *Green Bond Report 2023*, pag.6. 2024.

Entrando più nel dettaglio, in primo luogo lo studio di uno strumento finanziario come il Green Bond, richiede l’analisi della cedola, cioè l’interesse che l’emittente paga agli investitori, la quale cambia in base al rating dell’emittente, condizioni di mercato e durata del bond stesso. Prendendo in considerazione l’ “Enel Finance Green 1.500% Call 21lug25”, che è un’obbligazione “callable” (titolo azionario dove l’emittente ha la facoltà di rimborsare in anticipo il capitale da una certa data in poi), con scadenza 21 luglio 2025, cedola annua dell’1,50% e periodicità della cedola annuale<sup>26</sup>. È una cedola più bassa rispetto ad altre obbligazioni della società, poiché gli investitori che investono in iniziative sostenibili possono accettare dei rendimenti più bassi, in relazione, anche, alle positive ripercussioni su società ed ambiente, in perfetta linea con l’approccio ESG.

Sicuramente, da non sottovalutare, molto importante è il rating ESG di Enel: Moody’s ha attribuito un rating “Baa1”, S&P ha fissato un rating “BBB+” e Fitch “BBB-”<sup>27</sup>: viene identificata un’obbligazione di media qualità dal moderato rischio di credito (rischio che il debitore non adempie agli obblighi di rimborso del capitale

<sup>26</sup> “Enel Finance Green 1.500% Call 21lug25”, *Borsa Italiana*, <https://www.borsaitaliana.it/borsa/obbligazioni/eurotlx/scheda/XS1937665955.html?lang=it>

<sup>27</sup> “Enel Finance International Green Bond Callable EUR 1.5% 21/07/2025”, *Altroconsumo*, <https://www.altroconsumo.it/investi/investire/obbligazioni/enel-finance-international-green-bond-callable-eur-15-21072025#AllDetails>

e pagamento degli interessi). Ciò significa che Enel ha la capacità di ripagare il debito, ma bisogna prestare attenzione alle variazioni del mercato o a condizioni economiche che si rivelano avverse. In generale si può dire che Enel ha ottenuto delle valutazioni ESG sempre alte per il suo impegno nel campo della sostenibilità e, infine, Enel è una società con un rischio ESG basso secondo Sustainalytics. Secondo quest'ultima, l'azienda propone una buonissima gestione dei rischi relativi agli aspetti ambientali, sociali e di governance e si può concludere affermando che migliori performance nel campo ESG possono portare ad interessi assai più favorevoli, con gli investitori che possono sostenere un rischio inferiore. Un discorso simile può essere affrontato per il costo del capitale o costo medio ponderato del capitale, noto come "WACC" (Weighted Average Cost of Capital), che identifica il costo complessivo sostenuto dalla società per il finanziamento delle proprie attività. Secondo stime recenti, il costo medio del capitale di Enel è intorno al 7%. Se il costo medio ponderato del capitale è alto, significa che l'azienda deve sostenere costi non indifferenti per ottenere finanziamenti e viceversa: ne consegue che un WACC basso si traduce in un'azienda più attraente per gli investitori. Tenendo in considerazione le variazioni del mercato e quelle relative al capitale proprio e di debito, il WACC di Enel è molto competitivo: l'azienda è a tutti gli effetti leader nel settore energetico grazie, anche, al grande uso dei Green Bonds a cui sono collegate delle buonissime cedole e un rating ESG che porta a dire che la società ha bassissime probabilità di insolvenza.

### *2.1.2 I social bonds*

I social Bonds sono degli strumenti finanziari strutturati per la raccolta di capitali da destinare ad attività e progetti che generano dei benefici sociali positivi. Questi progetti possono riguardare una vasta gamma di iniziative in vari settori, come istruzione, sanità, educazione, parità di genere, creazione posti di lavoro e sostegno alle comunità vulnerabili.

La principale peculiarità di questi strumenti è legata all'obiettivo sociale: in particolare, i proventi raccolti tramite Social Bonds devono essere utilizzati solo

ed esclusivamente per progetti che generano benefici sociali misurabili e positivi riscontrabili, per esempio, nel finanziamento della costruzione di scuole, case popolari ed ospedali o progetti per il miglioramento della qualità della vita, l'uguaglianza di genere, programmi di formazione, ecc.

Le altre principali caratteristiche di questi strumenti sono praticamente identiche a quelle dei Green Bonds. In primo luogo, la trasparenza da parte degli emittenti dei Social Bonds, i quali devono fornire dei report sull'allocazione dei fondi e sui risultati ottenuti per garantire che i fondi siano utilizzati per progetti dichiarati che abbiano ripercussioni sociali positive. Inoltre, molto importante è anche la rendicontazione dei risultati sociali raggiunti: analogamente per quanto accade con i Green Bonds, esistono i Social Bonds Principles (SPB), sempre emanati dall'ICMA, i definiscono un quadro di riferimento per questi strumenti, garantendo il reale orientamento ad obiettivi sociali.

I Social Bonds possono essere emessi da vari soggetti: governi, imprese, istituzioni finanziarie e organizzazioni non governative. I vantaggi risiedono nel positivo impatto sociale di questi strumenti, i quali contribuiscono in modo diretto alla risoluzione di problemi sociali. Però, da non sottovalutare vi è anche il rendimento finanziario: per gli investitori che vogliono unire rendimento economico ed impatto sociale, i Social Bonds possono offrire dei rendimenti altamente competitivi.

### *2.1.3 I Sustainable Bonds*

Noti anche come “obbligazioni sostenibili”, i Sustainable Bonds sono strumenti finanziari emessi da enti pubblici o privati per raccogliere capitale da destinare a progetti che promuovono la sostenibilità ambientale e sociale. La differenza con i Green Bonds è che quest'ultimi sono principalmente focalizzati alle conseguenze sull'ambiente, mentre i Sustainable Bonds sono orientati ad attività e progetti che combinano obiettivi ambientali e sociali. Infatti, la peculiarità più importante di questi strumenti è proprio la doppia finalità: gli investimenti finanziati da queste obbligazioni devono avere un duplice impatto positivo, sia sull'ambiente che sulla

società.

Rispetto ai due precedenti strumenti analizzati, il vantaggio di questi strumenti è riscontrabile nel fattore reputazionale, poiché gli emittenti di queste obbligazioni possono migliorare la reputazione in termini di responsabilità ambientale e sociale, e nell'accesso ad una platea di investitori più ampia per mezzo dei Sustainable Bonds: aziende ed istituzioni emittenti possono attrarre investitori interessati ed attenti agli aspetti ambientali e sociali.

In merito alla trasparenza e rendicontazione, il discorso è analogo con quanto detto per Social e Green Bonds. Esistono delle linee guida internazionali per le emissioni di questi bonds, come i Sustainable Bonds Guidelines sviluppate dall'ICMA, i quali vanno a garantire una maggiore credibilità e trasparenza nell'emissione di queste obbligazioni. Queste linee guida sono riflesse nei report periodici che spiegano, in base a come sono stati spesi i fondi, i benefici ambientali e sociali ottenuti.

Questo è l'ultimo strumento rientrante nella categoria degli Impact Bonds, i quali sono a tutti gli effetti degli strumenti fondamentali per la canalizzazione di capitali verso iniziative e progetti che vogliono contribuire allo sviluppo sostenibile, contribuendo positivamente sia alla protezione dell'ambiente che al miglioramento delle condizioni sociali.

#### *2.1.4 Gli SDG-linked Bonds*

Gli SDG-linked Bonds (in italiano “obbligazioni legate agli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile”) sono degli strumenti finanziari progettati per il finanziamento di progetti che, come è facile comprendere, contribuiscono al raggiungimento degli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (SDG).

Come i tre Impact Bonds sopra descritti, sono strumenti finanziari strutturati per la promozione della sostenibilità e la generazione di positivi impatti sociali, ambientali ed economici. Però, è opportuno citare le differenze tra questi strumenti e Green, Social e Sustainable Bonds:

- L'obiettivo. Gli Impact Bonds sono progetti specificamente progettati per il finanziamento di progetti con un impatto misurabile sia dal punto di vista ambientale che sociale e, quindi, utili per la risoluzione di problemi sociali come istruzione, disoccupazione e sanità. Gli SDG-linked Bonds, invece, sono emessi per finanziare attività che contribuiscono agli SDG, i quali sono più ampi e comprendono una larga scala di questioni globali: acqua pulita, azioni contro il cambiamento climatico e uguaglianza di genere. Si evince che gli SDG-linked Bonds sono più flessibili riguardo all'utilizzo dei fondi, mentre gli Impact Bonds hanno destinazioni specifiche.
- Gli impatti. Riguardo agli SDG-linked Bonds, esattamente come gli Impact Bonds, i loro emittenti devono presentare una rendicontazione sulle modalità di utilizzo dei fondi e il livello di raggiungimento degli obiettivi; però, l'impatto può vedere una misurazione meno specifica e più ampia rispetto agli Impact Bonds, i quali devono vedere una meticolosa valutazione dell'impatto con una valutazione, se necessario, di terze parti indipendenti.
- Il rendimento degli investitori. In quanto gli Impact Bonds godono di minore flessibilità, il rendimento è legato strettamente ai risultati dell'intervento. Invece, negli SDG-linked Bonds, il rendimento può essere legato a più obiettivi di sostenibilità e non ad un singolo intervento specifico.

In conclusione, sia gli Impact che gli SDG-linked Bonds sono strumentali alla generazione di impatti positivi, ma i primi sono più specifici nella misurazione dei risultati, mentre i secondi sono più flessibili in obiettivi ed utilizzi.

### *2.1.5 I General Bonds*

I General Bonds, cioè le “obbligazioni tradizionali”, non sono vincolati a finanziare attività e progetti sostenibili, sia nella sfera sociale che ambientale, a differenza degli Impact Bonds e degli SDG-linked Bonds. Però, possono comunque essere emessi da aziende ed organizzazioni con un forte orientamento

alla sostenibilità anche se i fondi non sono collegati in modo diretto a progetti verdi. In ogni caso, i fondi raccolti possono essere utilizzati per varie finalità aziendali e non necessitano di certificazioni specifiche riguardo a come i fondi vengono usati.

Comunque, i General Bonds possono essere una parte integrante e fondamentale nella strategia di un'azienda volta alla sostenibilità; se emessi da aziende con forti credenziali di sostenibilità, il loro impatto può comunque essere positivo. Queste aziende possono impiegare i fondi raccolti tramite i General Bonds per migliorare l'operatività, ridurre gli impatti sull'ambiente e sviluppare delle iniziative che vadano a perseguire obiettivi di sostenibilità nel lungo termine.

Infine, i General Bonds non sono propriamente degli strumenti di finanza sostenibile, ma nel contesto aziendale possono avere un ruolo importante nella strategia di sostenibilità di un'azienda.

#### *2.1.6 I Transition Bonds*

I Transition Bonds (obbligazioni di transizione) sono strumenti finanziari concepiti per l'obiettivo di raccogliere fondi per finanziare progetti ed iniziative in modo da permettere il passaggio a pratiche più sostenibili ed a basse emissioni di carbonio. Questi strumenti sono emessi da imprese operanti in settori ad alta intensità di carbonio (per esempio industria pesante, trasporto ed energia), ma che stanno intraprendendo un percorso di transizione verso pratiche sempre più verdi e sostenibili e sempre meno inquinanti. Ciò che distingue i Transition Bonds dai Green Bonds è quest'ultimi sono orientati al finanziamento di specifiche iniziative ecologiche, mentre i primi possono finanziare una serie di iniziative che aiutano l'emittente nell'obiettivo della riduzione delle emissioni di carbonio.

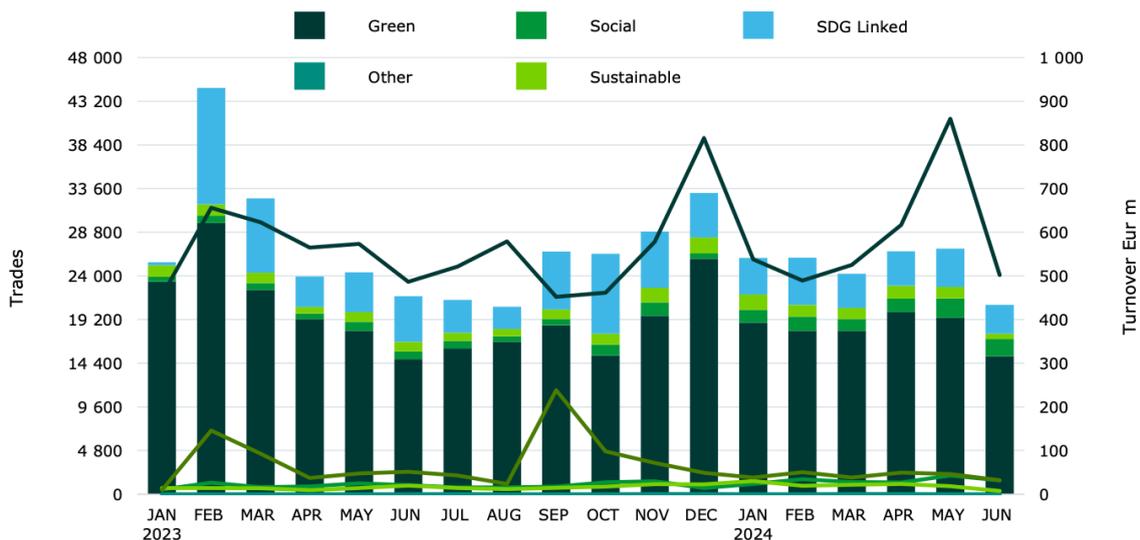
Quindi, la principale caratteristica di questi strumenti finanziari è l'obiettivo di transizione verso pratiche ecologiche: il finanziamento è destinato a quei progetti che permettono di ridurre le emissioni di gas serra, migliorare l'efficienza energetica, sviluppo di tecnologie meno inquinanti e l'aggiornamento di infrastrutture esistenti. In linea con quanto appena detto, per esempio, un'azienda

energetica potrebbe emettere i Transition Bonds per finanziare un progetto di conversione di una centrale elettrica da carbone a gas naturale, un produttore di acciaio potrebbe utilizzare i capitali raccolti per sviluppare delle innovazioni e tecnologie produttive che riducono le emissioni di anidride carbonica e, infine, un'azienda di trasporti potrebbe usare i fondi per acquistare dei veicoli ad emissioni più basse.

Esattamente come gli strumenti di finanza sostenibile sopra descritti, le aziende devono rendicontare tramite report periodici o roadmap di transizione, i progressi ed i miglioramenti verso gli obiettivi di transizione. Inoltre, spesso, è richiesta una certificazione o una verifica di terzi parti esterne ed indipendenti, le quali devono assicurare che i fondi siano stati utilizzati in modo corretto e che gli obiettivi di sostenibilità siano stati raggiunti. Però, la mancanza di standard uniformi può rendere difficile la valutazione e il confronto dei Transition Bonds.

Si evince come i Transition Bonds siano di fondamentale importanza per una transizione verso un'economia sempre più green e a basse emissioni di carbonio: permettono alle aziende di impegnarsi significativamente per raggiungere la sostenibilità senza dover aspettare che le loro operazioni siano completamente green.

Figura 2.1: viene rappresentata la dinamica evolutiva degli ESG Bonds quotati sul Fixed Income Markets (MOT – Euronext Access Milan – EuroTLX). Gli “Other Bonds” sono i Transition e i General Bonds.



Fonte: Borsa Italiana, *Green, Social & Sustainable Bonds: The Market Experience*, pag.12 (agosto 2024).

### 2.1.7 Gli Sustainability-linked Bonds (SLBs)

Gli Sustainability-linked Bonds (SLBs), conosciuti anche come “obbligazioni legate alla sostenibilità”, sono dei nuovi strumenti finanziari per il supporto e l’incentivo di pratiche green all’interno dell’impresa. Sono diversi dai Green Bonds, i quali finanziano specifici progetti con impatto ambientale positivo, perché gli SLBs sono collegati alla performance sostenibile generale dell’emittente. Inoltre, possono essere utilizzati per qualsiasi scopo aziendale, ma sono caratterizzate dal legame tra tasso di interesse ed altre caratteristiche dell’obbligazione e il raggiungimento di obiettivi specifici di sostenibilità da parte dell’emittente.

Questi strumenti sono collegati a determinati target di sostenibilità, denominati KPI (Key Performance Indicators), i quali devono essere definiti dagli emittenti in modo da essere raggiunti entro una certa data. Questi target possono riguardare molteplici aspetti ESG come la gestione delle risorse idriche, la parità di genere, le emissioni di CO<sub>2</sub>, miglioramento delle condizioni di lavoro, utilizzo di energie rinnovabile, ecc.

Un’ulteriore caratteristica di questi strumenti è il meccanismo di incentivo/disincentivo relativamente alle condizioni finanziarie del bond, che

possono cambiare in funzione al raggiungimento degli obiettivi di sostenibilità: se l'emittente dovesse raggiungerli potrebbe beneficiare di migliori condizioni, ad esempio un tasso di interesse più basso. Però, le condizioni degli SLB sono strutturate in modo che il mancato raggiungimento degli obiettivi di sostenibilità porti ad una modifica dei termini dell'obbligazione, sotto forma di penalità per l'emittente (ad esempio un aumento del tasso d'interesse).

Un'altra particolarità di questi strumenti è la flessibilità per l'emittente: i fondi raccolti tramite SLBs possono essere utilizzati per qualsiasi scopo aziendale, rendendoli molto attraenti per le aziende che vogliono integrare pratiche sostenibili nelle loro attività ed operazioni, ma senza avere dei vincoli rigorosi sull'utilizzo dei proventi.

Riguardo alla trasparenza, gli emittenti devono presentare dei report chiari e precisi sui progressi dell'azienda per il raggiungimento dei KPI di sostenibilità: i report vengono verificati da terze parti, in modo da garantire l'esattezza dei dati. Tale procedura è molto importante perché per mantenere (e aumentare) la fiducia degli investitori e garantire la responsabilità dell'emittente.

A questo punto, si può affermare che gli Sustainability-linked Bonds sono un'evoluzione non da poco conto nella finanza sostenibile, offrendo degli incentivi per il miglioramento delle pratiche ESG e attirando degli investitori che interessati ad un futuro più green. però, la flessibilità di questi strumenti si scontra con due sfide: la definizione e monitoraggio degli obiettivi e il rischio di greenwashing. Nel primo caso, definire target di sostenibilità chiari, precisi e misurabili è complesso; in più il monitoraggio della verifica dei progressi può richiedere una mole importante di risorse. Relativamente al rischio di greenwashing, qualora la definizione e il monitoraggio degli obiettivi non sia corretto, le aziende possono utilizzare gli SLBs come strumento di greenwashing, mostrandosi più sostenibili rispetto alla realtà.

Prendendo sempre in considerazione la Società Enel SpA, nel giugno 2024, ha proposto un SLBs in due tranche dal valore di 2 miliardi di dollari, rivolto ad investitori istituzionali statunitensi ed internazionali: i risultati sono stati più che

positivi, tanto che la domanda triplicava l'offerta e toccava circa i 6 miliardi di dollari.

*“La prima tranche del bond è di 1,25 miliardi di dollari con un tasso fisso del 5,125% e scadenza fissata al 26 giugno 2029, mentre la seconda è di 750 milioni di dollari con un tasso fisso del 5,5% e scadenza al 26 giugno 2034”<sup>28</sup>. Il rating degli analisti è perfettamente in linea con quanto detto sopra nell'analisi del callable bond analizzato: Standard & Poor's ha attribuito un “BBB”, Fitch un “BBB+” e Moody's ha fissato un “Baa1”. Questa emissione evidenzia e conferma come gli investitori abbiano fiducia nei progetti sostenibili dell'azienda, con l'obiettivo di eliminare in modo definitivo le emissioni entro il 2040 e “raggiungere gli obiettivi di Enel relativi all'indebitamento lordo totale che deriva da fonti di finanziamento sostenibile, fissato a circa il 70% entro il 2026”<sup>29</sup>.*

### *2.1.8 I Social Impact Bonds (SIBs)*

I Social Impact Bonds o “Obbligazioni a Impatto sociale” sono uno strumento finanziario innovativo strutturato per la risoluzione di problemi sociali grazie alla collaborazione tra settore pubblico, privato e il terzo settore (le organizzazioni non profit). La logica dei SIBs è unire il rendimento finanziario degli investitori al raggiungimento di un progetto sociale, misurato da indicatori di impatto: si vuole cercare di coinvolgere investitori privati nel finanziamento di iniziative che affrontano problemi sociali (educazione, disoccupazione, salute, ecc.), con il ritorno sull'investimento legato all'efficacia di tali programmi.

Il funzionamento dei SIBs parte dall'identificare il problema sociale: governi, enti pubblici o privati identificano un problema sociale da risolvere. Successivamente si passa al coinvolgimento degli investitori privati, in modo da formare una vera e propria partnership tra tre soggetti: l'ente pubblico (che si fa promotore della

---

<sup>28</sup> Redazione Traderlink, “Enel lancia un'obbligazione green e raccoglie 2 miliardi di dollari”, *Traderlink*, 20 giugno 2024, [https://www.traderlink.it/notizie/news-traderlink/enel-lancia-un-obbligazione-green-e-raccoglie-2-miliardi-di-dollari\\_24172C99KZ9E8Z8](https://www.traderlink.it/notizie/news-traderlink/enel-lancia-un-obbligazione-green-e-raccoglie-2-miliardi-di-dollari_24172C99KZ9E8Z8)

<sup>29</sup> Traderlink, “Enel lancia un'obbligazione green e raccoglie 2 miliardi di dollari”.

risoluzione del problema sociale e paga in caso di raggiungimento degli obiettivi), gli investitori privati (finanziatori iniziali del progetto, programmi o interventi volti alla risoluzione del problema sociale) e i fornitori di servizi (ONG o imprese sociali, che implementano le attività necessarie per il raggiungimento degli obiettivi sociali prefissati). Inoltre, viene stipulato un contratto tra ente pubblico ed investitori privati, in cui il pagamento di quest'ultimi è condizionato al raggiungimento di risultati misurabili da un valutatore indipendente: qualora i risultati dovessero essere raggiunti, il governo o l'ente pubblico restituisce agli investitori il capitale iniziale, a cui si somma il rendimento finanziario legato al successo del progetto. Invece, se gli obiettivi non dovessero essere raggiunti gli investitori potrebbero non ricevere rimborso o ottenere solo una piccola parte dell'investimento iniziale.

In linea con quanto detto finora, i Social Impact Bonds sono un importante esempio di finanza sostenibile orientata all'impatto sociale, cercando di risolvere i problemi sociali in modo efficiente tramite la cooperazione del settore pubblico, privato e non profit. I vantaggi possono essere:

- Innovazione sociale ed efficienza: questi strumenti promuovono degli approcci innovativi per la risoluzione di complessi problemi sociali;
- Il settore pubblico vede una notevole riduzione del rischio: il rischio finanziario è totalmente trasferito agli investitori privati e gli enti pubblici pagano solo ed esclusivamente se i risultati vengono raggiunti;
- Efficienza e risultati: l'attenzione è tutta posta sui concreti risultati raggiunti e non sui mezzi impiegati.

Però, questi strumenti hanno altrettante criticità che devono essere necessariamente menzionate:

- Complessità e costi: questi strumenti possono essere strutturati in una maniera complessa e costosa da implementare: alte spese legali ed amministrative, oltre a richiedere competenze specifiche nel monitoraggio dei progetti e nella valutazione degli impatti;

- Rischio di selezione avversa: potrebbe esserci la tendenza a concentrarsi su progetti dai risultati misurabili, escludendo quelli dalla più difficile valutazione. Ragionando in questo modo ci possono essere due conseguenze: la prima è che vengono tralasciati i problemi più complessi, la seconda riguarda lo spostamento dell'attenzione sui risultati misurabili nel breve termine e non quelli a lungo termine. Inoltre, un'eccessiva dipendenza dagli indicatori di performance può far distorcere le priorità del progetto.
- Rischi significativi per gli investitori qualora i risultati non siano raggiunti, in quanto possono subire delle perdite significative.

I Social Impact Bonds rappresentano, a tutti gli effetti, un tentativo di usare il capitale privato per affrontare sfide sociali molto complessi, dove i ritorni finanziari sono legati agli esiti sociali positivi.

#### *2.1.9 I Development Impact Bonds (DIBs)*

I Development Impact Bonds (DIBs) sono strumenti di finanza sostenibile innovativi e progettati per finanziare attività e programmi dal forte impatto sociale nei Paesi con scarse risorse e tramite il coinvolgimento di investitori privati. Il funzionamento è simile ai Social Impact Bond, ma con una differenza riguardante il contesto in cui vengono applicati: I DIBs sono utilizzati nei Paesi emergenti e il finanziatore dei risultati è un'entità internazionale, mentre i SIBs sono utilizzati in paesi sviluppati, coinvolgendo governi nazionali o locali come finanziatore dei risultati.

Il procedimento di funzionamento dei DIBs parte dall'investimento iniziale: gli investitori forniscono il capitale per uno specifico investimento in un Paese in via di sviluppo, come per esempio un programma riguardante l'istruzione, la sanità o l'accesso all'acqua potabile. Gli investitori possono essere banche, fondi di investimento e singoli individui.

Poi, avviene l'implementazione del progetto grazie alle "organizzazioni di implementazione": quest'ultime sono i responsabili diretti dell'esecuzione del

progetto e possono essere ONG e altre organizzazioni specializzate. Questi soggetti utilizzano il capitale degli investitori per l'attuazione del progetto o del programma, in cui gli obiettivi sono definiti all'inizio.

Lo step successivo è la misurazione dei risultati da parte di un valutatore indipendente: quest'ultimo si occupa del monitoraggio della dinamica evolutiva del progetto, verificando che gli obiettivi predefiniti siano stati raggiunti. Qualora il progetto dovesse arrivare ai risultati stabiliti, i finanziatori di risultato<sup>30</sup> devono rimborsare gli investitori con un ritorno economico sull'investimento. Se gli obiettivi non dovessero essere raggiunti, gli investitori potrebbero perdere parte del capitale o quest'ultimo nella sua interezza, secondo quanto stabilito dai termini dell'accordo.

I Development Impact Bonds vedono alcuni vantaggi riscontrabili nella focalizzazione sui risultati, nel trasferimento del rischio agli investitori e il carattere innovativo di questi strumenti. Relativamente al primo, il ritorno sugli investimenti è strettamente correlato al raggiungimento degli obiettivi: gli investitori sono rimborsati solo in caso di successo degli obiettivi prestabiliti. Il secondo vantaggio riguarda il rischio finanziario del fallimento, il quale è sostenuto dagli investitori privati e non da governi o donatori: ciò significa che i donatori pagano solo in caso di raggiungimento dei risultati e che gli investitori privati accettano di perdere il loro capitale se i risultati non vengono raggiunti. Terzo ed ultimo vantaggio riguarda il carattere innovativo e flessibile di questi strumenti: le organizzazioni di implementazione sono incentivate a trovare soluzioni efficaci e siccome hanno un certo grado di libertà, le soluzioni possono essere alternative e più innovative.

Però, questi strumenti sono complessi sia da strutturare, in quanto può essere complessa e costosa l'implementazione, che da gestire, poiché è richiesta la cooperazione tra diversi attori. Inoltre, se il rischio per i donatori è basso, significativamente elevato è quello per gli investitori: rischiano di subire ingenti

---

<sup>30</sup> Entità come agenzie governative o organizzazioni filantropiche.

perdite di capitale se gli obiettivi non vengono raggiunti, soprattutto in scenari instabili e incerti. Un'altra criticità di questi strumenti sono gli elevati costi transizioni che potrebbero essere generati dalla negoziazione e dal monitoraggio di questi strumenti, perché la misurazione di alcuni impatti sociale può essere tutt'altro che semplice.

In conclusione, i Development Impact Bond sono un modello innovativo per il finanziamento di progetti che hanno come obiettivo lo sviluppo internazionale, in cui contano i risultati e non le modalità e le strategie utilizzate per raggiungere gli obiettivi. Quindi, sono una forma di finanziamento mirata e vuole garantire che i fondi siano spesi in modo efficace.

#### *2.1.10 I Blue Bonds*

I Blue Bonds sono strumenti finanziari emessi per il finanziamento di progetti legati alla protezione degli oceani e delle risorse marine. La logica è simile a quello dei Green Bonds, ma i Blue Bonds si focalizzano su iniziative che mirano alla protezione e al ripristino degli ecosistemi marini.

I fondi raccolti tramite Blue Bonds sono destinati a progetti il cui intento è la protezione dell'ambiente marino; infatti, i proventi sono utilizzati per il finanziamento di iniziative per la protezione della biodiversità marina, la conservazione delle barriere coralline, una pesca sana e sostenibile, ecc.

Questi strumenti finanziari green possono essere emessi da una molteplicità di soggetti: governi, istituzioni sovranazionali, enti pubblici, aziende private, supportate da organizzazioni internazionali, istituzioni finanziarie e ONG. Questi bond possono essere garantiti da organizzazioni internazionali per ridurre il rischio per gli investitori.

Gli investitori ricevono un ritorno sui loro investimenti, con benefici ambientali e sociali: gli investitori in Blue Bonds possono ottenere un ritorno finanziario parallelo alla loro positiva contribuzione all'ambiente marino. Inoltre, per i Paesi che emettono Blue Bonds, quest'ultimi possono dare una grossa mano alla gestione sostenibile delle risorse marine, creando posti di lavoro nel settore del pesce e del

turismo sostenibile.

Quindi, i Blue Bonds rappresentano un approccio innovativo per combattere il degrado degli ecosistemi marini.

### *2.1.11 I BTP Green*

I BTP Green sono titoli di Stato italiani emessi dal Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF) con l'obiettivo di finanziare progetti ecologici e green. Sono una specifica categoria di BTP, con lo scopo di sostenere una serie di investimenti in settori come le energie rinnovabili, la protezione dell'ambiente, la mitigazione del cambiamento climatico, trasporto sostenibile, ecc.

La distinzione dai normali BTP è la destinazione dei fondi raccolti attraverso la loro emissione: questi vengono vincolati a progetti con finalità green e legati alla sostenibilità ambientale. Quindi, i proventi raccolti dall'emissione dei BTP green devono essere usati per il finanziamento o rifinanziamento di progetti dalle positive ripercussioni ambientali.

Questi strumenti, esattamente come i BTP tradizionali, hanno una scadenza di medio-lungo termine che può variare tra i 5 e 30 anni, a seconda delle specifiche emissioni; inoltre offrono un rendimento annuo sotto forma di cedola che viene periodicamente pagata, generalmente semestralmente, come gli altri titoli di Stato. Il rendimento è simile ai BTP tradizionali, ma con il vantaggio di rispondere alla domanda crescente di investimenti sostenibili.

Una caratteristica di fondamentale importanza dei BTP Green è l'impegno del governo italiano a garantire la trasparenza sull'uso dei fondi raccolti: il MEF pubblica report periodici che dimostrano l'utilizzo dei proventi per progetti ecologici e verificare il rispetto dei criteri stabiliti nei progetti che sono stati finanziati.

I BTP Green rappresentano per gli investitori (istituzionali e privati) un mezzo per permettere e sostenere la transizione verso un'economia più green, combinando opportunità di contribuzione alle cause ambientali e la sicurezza dell'investimento in titoli di Stato, tramite la garanzia della solvibilità dello Stato italiano. Fanno

parte della strategia del governo per promuovere la finanza sostenibile e raggiungere gli obiettivi climatici ed ambientali stabiliti a livello europeo, permettendo agli investitori di partecipare in modo attivo alla promozione della sostenibilità ambientale.

Per capire la portata di questi strumenti, importante è il rapporto su Allocazione e Impatto dei proventi raccolti tramite le emissioni di BTP Green del 2023. Il report è elaborato dal Dipartimento del Tesoro presso il MEF, avvalendosi della collaborazione della Direzione Strategie Settoriali e Impatto di Cassa Depositi e Prestiti S.p.A. Inoltre, è opportuno specificare che i dati e le analisi del Rapporto si riferiscono alle informazioni disponibili al 30 maggio 2024.

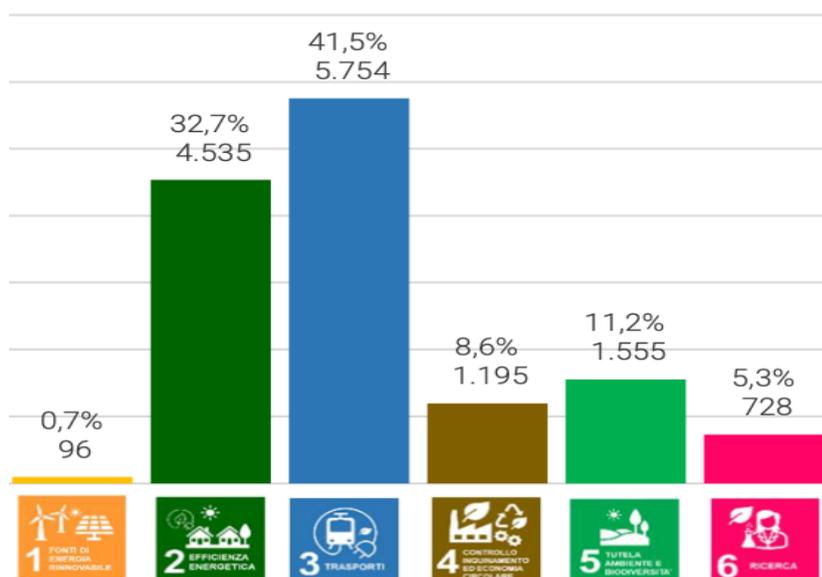
Le risorse reperite tramite emissioni di BTP Green avvenute nel 2023 (pari a 13,8 miliardi di euro) sono state interamente utilizzate per finanziare le sei categorie di spesa presenti nel bilancio dello Stato nel quadriennio 2020-2023 (per un importo pari a 13,9 miliardi e ammissibili per essere finanziate ai sensi del GBF (Green Bond Framework. Quadro di riferimento per l'emissione di titoli di Stato verdi): 1) Fonti rinnovabili per la produzione di energia elettrica e termica; 2) Efficienza energetica; 3) Trasporti; 4) Prevenzione e controllo dell'inquinamento ed economia circolare; 5) Tutela dell'ambiente e della diversità biologica; 6) Ricerca<sup>31</sup>.

Figura 2.2: questo primo grafico raffigura la ripartizione per categoria di spesa nel quadriennio 2020-2023. Si può notare che la categoria 3 relativa ai trasporti è la principale voce finanziata con una quota del 41,5% e un ammontare allocato di 5,75 miliardi di euro. La seconda “spesa verde” maggiormente finanziata è quella relativa agli interventi di efficienza energetica. Terza categoria di spesa è la tutela dell'ambiente e della diversità biologica con una quota pari all'11,2%: in questa

---

<sup>31</sup> Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF), *Rapporto su Allocazione e Impatto BTP Green*, con la collaborazione della Direzione Strategie Territoriali e Impatto di Cassa Depositi e Prestiti S.p.A. (2024), pag.4, [https://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti\\_it/debito\\_pubblico/btp\\_green\\_post\\_emissioni/Rapporto-2024-Allocazione-e-Impatto-BTP-Green-25.06.2024.pdf](https://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/btp_green_post_emissioni/Rapporto-2024-Allocazione-e-Impatto-BTP-Green-25.06.2024.pdf)

categoria rientrano le risorse destinate agli interventi in difesa del suolo e di contrasto al dissesto idrogeologico. Infatti, non si può non menzionare il sostegno dei BTP Green per la realizzazione del MoSE (Modulo Sperimentale Elettromeccanico)<sup>32</sup>, infrastrutture idriche nazionali, Parchi nazionali e Riserve naturali statali.

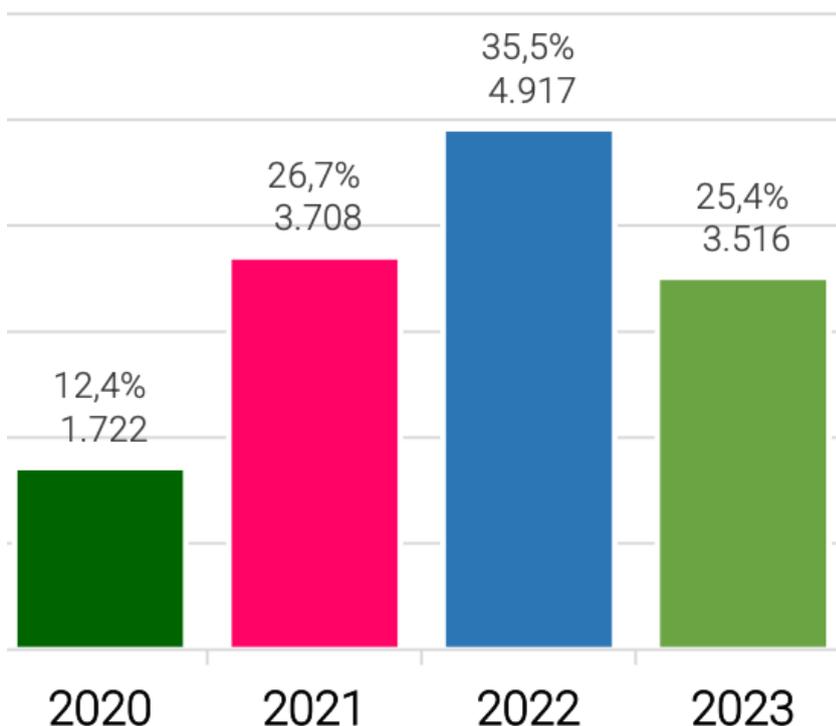


Fonte: Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF), *Rapporto su Allocazione e Impatto BTP Green* (2024), pag.21,

[https://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti\\_it/debito\\_pubblico/btp\\_green\\_post\\_emissioni/Rapporto-2024-Allocazione-e-Impatto-BTP-Green-25.06.2024.pdf](https://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/btp_green_post_emissioni/Rapporto-2024-Allocazione-e-Impatto-BTP-Green-25.06.2024.pdf)

<sup>32</sup> Sistema di dighe mobili progettato per proteggere Venezia e la sua laguna dalle acque alte, prevenendo delle possibili inondazioni della città.

Figura 2.3: il seguente grafico rappresenta la ripartizione della spesa per anno, sempre in considerazione del quadriennio 2020-2023.



Fonte: Ministero dell’Economia e delle Finanze (MEF), *Rapporto su Allocazione e Impatto BTP Green* (2024), pag.21.

### 2.1.12 Il Green Crowdfunding

Il Crowdfunding, in italiano “finanziamento collettivo”, è una modalità di microfinanziamento in cui un gruppo di persone (anche piccoli risparmiatori) tramite una piattaforma web, possono partecipare al finanziamento di progetti di individui ed imprese. In linea con la definizione di Crowdfunding, il Green Crowdfunding si concentra su quei processi incentrati sulla sostenibilità ambientale e allo sviluppo di soluzioni ecologiche. Inoltre, questo tipo di Crowdfunding permette ad individui ed imprese di raccogliere capitali per attività ed iniziative che promuovono l’energia rinnovabile, la conservazione delle risorse naturali e tutte quelle soluzioni che riducono o mitigano il negativo impatto sull’ambiente.

In linea con tutti gli strumenti finanziari sopracitati, anche il Green Crowdfunding

ha visto la sua evoluzione di pari passo ad una più crescente consapevolezza ambientale e alla necessità di affrontare le conseguenze derivanti dai cambiamenti climatici. Negli ultimi anni, il numero di piattaforme dedicate a questo tipo di crowdfunding è notevolmente aumentato: innanzitutto, la crescita della consapevolezza ambientale ha portato sempre più individui a sostenere dei progetti con delle conseguenze positive sull'ambiente, portando ad un aumento della partecipazione nelle campagne di Green Crowdfunding. Poi, si è vista l'emersione di piattaforme specializzate come Oneplanetcrowd e GreenCrowd: sono piattaforme che permettono agli investitori di usufruire di un canale diretto per sostenere le iniziative green, differenziandosi dai tradizionali modelli di Crowdfunding.

La crescita così veloce del Green Crowdfunding è spiegata, anche, da politiche governative e normative che sostengono e promuovono la finanza sostenibile: alcuni governi ed istituzioni finanziarie stanno iniziando a riconoscere questa forma di finanziamento collettivo, come un importante componente del finanziamento climatico, anche attraverso incentivi fiscali. Inoltre, le tecnologie blockchain hanno permesso nuove possibilità per il Green Crowdfunding, come i token green che rappresentano quote di progetti sostenibili ed ecologici. Ultimamente, sta prendendo sempre più piede il concetto di crowdinvesting, in cui gli investitori che investono in progetti sostenibili si aspettano un ritorno finanziario: in questo modo si mobilitano fondi verso progetti ambientali, offrendo un ritorno sugli investimenti.

Riguardo al futuro, il Green Crowdfunding è destinato a diventare un pilastro sempre più importante nel panorama finanziario globale, nel supporto ad una transizione verso la carbon neutrality; con la domanda delle soluzioni sostenibili che sta sempre più crescendo, questo tipo di Crowdfunding può avere un ruolo fondamentale nel finanziamento di infrastrutture verdi e nella realizzazione degli SDGs fissati dall'ONU.

### *2.1.13 Indici e rating di sostenibilità*

Gli indici e i rating di sostenibilità sono strumenti usati per la valutazione delle performance ESG di aziende, mercati e settori. Sono strumenti utili per investitori, aziende e per tutte quelle parti che sono intenzionate a prendere decisioni chiare, precise ed informate relativamente agli investimenti responsabili, in particolare sulle modalità di gestione dei rischi e delle opportunità legati alla sostenibilità.

Gli indici di sostenibilità sono paniere di titoli rappresentativi di aziende o strumenti finanziari selezionati in base a criteri di sostenibilità, molto utili come benchmark per investitori interessati a strategie di investimento responsabile, in quanto permettono di misurare in termini comparativi quanto un'azienda o un settore sia sostenibile rispetto a standard specifici. Alcuni degli indici più noti sono il Dow Jones Sustainability Index (DJSI), il quale valuta le performance sostenibili delle maggiori aziende su scala globale valutando l'efficienza energetica, la responsabilità sociale e come le risorse vengono gestiti; lo S&P Global ESG Indexes, il quale combina analisi finanziaria e di sostenibilità per identificare le aziende che operano con criteri elevati di responsabilità sociale ed ambientale.

I rating di sostenibilità, o rating ESG, sono punteggi assegnati alle aziende in base alle loro performance sui temi ESG. Questi rating definiscono un punteggio che definisce il livello di sostenibilità di un'azienda, permettendo all'investitore di prendere una decisione più informata. Di seguito tre principali fornitori di rating di sostenibilità:

- CDP (Carbon Disclosure Project): CDP<sup>33</sup> valuta le aziende in base alla trasparenza e performance in vari ambiti, tra cui il cambiamento climatico la deforestazione ed emissioni di carbonio. Il punteggio assegnato va da “A” (leader) a “D-“(insufficiente);
- MSCI ESG Ratings: sono offerti da MSCI<sup>34</sup> e valutano le aziende in base a fattori ESG, assegnando un rating da “AAA” (leader) a “CCC” (laggards);

---

<sup>33</sup> Organizzazione indipendente e non commerciale, che ha la finalità di fornire in maniera trasparente e standardizzata le informazioni sugli impatti climatici.

<sup>34</sup> Fornitore leader di strumenti e servizi di supporto per la comunità degli investitori.

- Sustainalytics: fornisce rating ESG dettagliati per migliaia di aziende a livello globale, in modo da comprendere l'impatto ESG e gestirne i rischi associati. Le aziende vengono valutate da "Negligible Risk" (rischio trascurabile) a "Severe Risk" (rischio severo).

Si può capire come gli indici e i rating siano fondamentali nel panorama degli investimenti sostenibili, oltre che per la promozione della trasparenza e della responsabilità nelle aziende. Essi permettono agli investitori sia di prendere delle decisioni informate, sia di migliorare le pratiche delle aziende. Sono quindi cruciali per coloro che vogliono allineare i propri portafogli a valori sostenibili o che cercano una minimizzazione dei rischi associati a pratiche non sostenibili.

## **2.2 LE STRATEGIE DI INVESTIMENTO SOSTENIBILE**

Le strategie di investimento sostenibile sono fondamentali al fine di investire in una maniera green e responsabile: le strategie successivamente analizzate ed approfondite possono essere utilizzate sia alternativamente, sia combinate tra di loro.

L'Eurosif (European Sustainable Investment Forum) è l'associazione che promuove la sostenibilità per mezzo dei mercati finanziari; è un'importante fonte informativa a livello europeo sulla finanza sostenibile e sulle pratiche di investimento sostenibile e responsabile. Le strategie di investimento sostenibile definite dall'Eurosif sono sette, ognuna con un proprio obiettivo da raggiungere e una propria considerazione dei fattori ESG:

- Best in class;
- Engagement e Voting;
- ESG integration;
- Exclusion;
- Impact investing;
- Norms based screening;
- Sustainability themed.

### *2.2.1 Best in class*

La prima strategia di investimento sostenibile analizzata è la “Best in class”. Questa metodologia procede alla selezione di aziende leader riguardo alla performance ESG all'interno di un settore o un'industria: questa strategia si focalizza su quelle aziende che dimostrano di essere le migliori della categoria. Più nel dettaglio, questa strategia non esclude interi settori o industrie dal portafoglio di investimento, ma vuole selezionare le aziende leader nel campo della sostenibilità rispetto ai loro pari.

Questa strategia è caratterizzata da una valutazione comparativa: si paragonano aziende dello stesso settore al fine di valutarne quali si distinguono per le pratiche ESG; solo quelle che raggiungono un punteggio ESG elevato vengono selezionate

per l'investimento e incluse nel portafoglio. Per esempio, questa strategia applicata al settore energetico non esclude le aziende petrolifere, ma privilegia quelle che hanno adottato interventi per ridurre in modo assai significativo l'impatto sull'ambiente. Di fatto, con la "Best in Class" non vengono esclusi settori nella loro interezza, seppur controversi, ma si procede ad una selezione delle migliori aziende all'interno di quei settori.

Poi, questo approccio incoraggia le aziende ad un miglioramento continuo delle loro pratiche ESG per essere competitive ed attraenti per gli investitori. La competizione per essere inclusi nei portafogli degli investitori sostenibili è assai forte e l'obiettivo è quello di investire in aziende che sono leader in ESG o, comunque, in aziende che dimostrano un notevole miglioramento verso pratiche green.

Un'altra caratteristica assai importante di questo approccio è la diversificazione: gli investitori possono mantenere una diversificazione settoriale, investendo in quelle aziende che già sono leader di sostenibilità all'interno del settore. Ne consegue che il portafoglio dell'investitore è più diversificato: non vengono esclusi alcuni settori poiché vengono incluse aziende sostenibili in tutti i settori considerati, non solo quelli che sono associati alla sostenibilità. Si evince come gli investitori che adottando la "Best in Class" possono avere un'influenza positiva sulle aziende: l'inclusione in portafogli che utilizzano questa strategia, può essere vista come un segnale per il raggiungimento delle pratiche ESG, incentivare ad ulteriori miglioramenti per attrarre investimenti e spingere l'intero settore verso una maggiore sostenibilità.

I vantaggi di questa strategia possono essere riscontrati nel premiare le migliori pratiche, possibile miglior rendimento a lungo termine, la flessibilità. In merito al primo vantaggio, le aziende più sostenibili sono ricompensate con investimenti in esse; questo porta ad una competizione positiva tra le aziende al fine di migliorare le pratiche ESG e permette di mantenere un'ampia diversificazione settoriale. Relativamente al miglior rendimento a lungo termine, le aziende caratterizzate da una buona gestione dei rischi ESG possono avere prestazione ottime nel lungo

termine, andando a ridurli notevolmente. Infine, la flessibilità è identificata dall'approccio inclusivo di questa metodologia: permette di mantenere la diversificazione settore senza la compromissione di obiettivi di sostenibilità. Il fatto di mantenere una certa collocazione in tutti i settori, la "Best in Class" può meglio adattarsi alle variazioni di mercato, rispetto alle strategie che vanno ad escludere interi settori.

Però, questa strategia ha anche dei contro che devono essere necessariamente citati. Il primo svantaggio da analizzare è il compromesso etico potenziale che potrebbe sorgere: in alcuni casi, gli investitori potrebbero pensare che sia eticamente discutibile investire in settori considerati come controversi (tabacco, petrolio, ecc.), anche se le aziende sono le più sostenibili in questi settori. Poi, altro fattore da considerare è la complessità di valutazione: affinché un'azienda sia "Best in class" deve essere fatta un'analisi dettagliata e questo è difficile; inoltre, i criteri "Best in Class" possono essere definiti in modo differente tra i gestori di fondi ed analisti. Infine, anche in questa strategia è presente il rischio di greenwashing, dal momento che potrebbero essere comprese aziende con punteggi ESG elevati per l'efficacia dell'azienda nel marketing e nel reporting, ma non per l'effettivo impegno al miglioramento delle pratiche aziendali orientate alla sostenibilità.

In linea con quanto definito sopra, si può notare come questa strategia permette di premiare le aziende leader in sostenibilità presenti all'interno di ogni settore. Però, è richiesta una valutazione trasparente riguardo le performance ESG. Infine, questo approccio è ottimo per mettere sullo stesso piano performance finanziarie ed impatti positivi su ambiente e società, mantenendo il portafoglio diversificato.

### *2.2.2 Engagement e Voting*

Nella rilevanza sempre più crescente dell'investimento sostenibile, molto importante è la strategia dell'Engagement e Voting.

L'Engagement (in italiano "coinvolgimento attivo") è riferito al dialogo diretto tra gli investitori e le aziende sulle tematiche ESG. Questo approccio può avvenire in vari modi, dagli incontri di persona con il management aziendale alla richiesta di

informazioni specifiche. L'obiettivo è incoraggiare le aziende a migliorare le loro prestazioni ESG attraverso il dialogo, in modo da creare valore nel lungo termine sia per l'azienda che per gli investitori.

L'interazione può avvenire per richiedere trasparenza riguardo alle dinamiche ambientali, sociali e di governance, proporre delle modifiche o iniziative per il miglioramento della sostenibilità aziendale e andare ad influenzare le strategie aziendali, promuovendo politiche e pratiche sempre più green. Inoltre, tramite l'Engagement, il pool di investitori può andare ad identificare (e successivamente mitigare) i rischi legati a pratiche non sostenibili. Di fatto, l'Engagement è caratterizzato da:

- Dialogo attivo, perché ci può essere una conversazione diretta con il management dell'azienda per discutere riguardo a specifiche questioni ESG;
- Continuo monitoraggio richiesto dall'Engagement, sulle risposte e le azioni dell'azienda riguardo agli input forniti dagli investitori.

Una conseguenza dell'Engagement sono i possibili miglioramenti tangibili nelle politiche ESG, senza il ricorso a misure sicuramente più drastiche e dispendiose come la vendita delle azioni.

Il Voting (cioè il "voto") è invece riferito all'utilizzo dei diritti di voto da parte degli investitori durante le assemblee degli azionisti per influenzare le decisioni aziendali in linea con i principi ESG. Il Voting può interessare molte questioni, come l'elezione dei membri del CDA, il supporto o l'opposizione a politiche che impattano sulla sostenibilità, promozione di una maggiore trasparenza nella rendicontazione delle pratiche ESG. Quindi, sono due gli obiettivi del Voting: in primo luogo l'influenza diretta degli investitori sulle decisioni aziendali grazie al voto favorevole o contrario a determinate proposte, poi l'utilizzo del diritto di voto per responsabilizzare le azioni delle aziende relativamente ai temi ESG. In linea con quanto appena detto, esempi di Voting possono essere riscontrati nell'appoggio di iniziative con oggetto la diversità di genere nel CDA o votare contro la rielezione di un amministratore responsabile di cattive pratiche sugli

aspetti ESG.

L'Engagement e il Voting non sono strategie indipendenti, ma complementari e combinate tra di loro: gli investitori possono usare il Voting come mezzo per sostenere il loro impegno nell'Engagement; ambedue le strategie sono espressione dell'impegno nel lungo periodo degli investitori che, partecipando in modo attivo alla governance dell'azienda in cui investono, possono contribuire al miglioramento del profilo ESG delle aziende.

### *2.2.3 ESG Integration*

Questa terza strategia prevede l'integrazione dei criteri ESG nelle analisi finanziarie, al fine di valutare quanto le questioni ESG possono condizionare positivamente o negativamente i risultati economici dell'azienda. Ciò significa che questa strategia non si limita ad una mera selezione delle aziende in base a questi criteri, ma come i fattori ESG intaccano i rendimenti economici e finanziari e i rischi di un investimento.

La ESG Integration è caratterizzata dal cosiddetto "approccio olistico": diversamente da quanto accade nella strategia di esclusione (in cui aziende o interi settori sono esclusi), si cerca di considerare i fattori ambientali, sociali e di governance in tutto il processo decisionale che matura in investimento, valutando come i rischi e le opportunità ESG vadano ad influenzare la performance finanziaria. Altro elemento importante di questa strategia è l'analisi di materialità: partendo dal presupposto che non tutti i fattori ESG sono importanti per le aziende o settori, la ESG Integration si basa su quei fattori considerati come "materiali", cioè che possono provocare delle conseguenze notevoli sui risultati economici di una società.

Le metodologie adottate per l'integrazione dei fattori ESG possono essere molteplici: ricerca interna, analisi quantitativa (vengono utilizzati punteggi o rating ESG forniti da organizzazioni specializzate), analisi qualitativa (modalità di gestione dei fattori ESG all'interno delle imprese) e modelli creati dagli analisti finanziari tramite la combinazione di dati storici e previsioni per la valutazione su

come i fattori ESG influenzano costi e ricavi.

Alcune difficoltà di questa strategia sono riscontrabili nella mancata esistenza di dati standardizzati e quindi, dati di aziende difficilmente comparabili tra di loro e, successivamente, una valutazione del tutto soggettiva degli investitori riguardo la materialità dei fattori.

La strategia della ESG Integration vuole identificare quelle aziende che, grazie ad una gestione del rischio responsabile relativa ai fattori ambientali, sociali e di governance, sono sulla buona per il futuro: minimizzazione rischi e massimizzazione di benefici ed opportunità, in modo da migliorare i rendimenti a lungo termine.

#### *2.2.4 Strategie di esclusione (Exclusion)*

L'investimento sostenibile con l'approccio di esclusione, altrimenti chiamato "*extraordinary screening*", è una strategia che esclude gli investimenti in specifici settori ed aziende dal proprio portafoglio di investimento. Questa strategia è utilizzata da quel pool di investitori che vuole costruire un portafoglio allineato ai propri valori etici e morali o a determinati obiettivi di sostenibilità.

La strategia di esclusione si può muovere su tre direttrici:

- Esclusione tematica: non vengono considerate aziende che, operando in certe aree, possono essere ritenute dannose per società ed ambiente;
- Esclusione settoriale: vengono esclusi interi settori perché, secondo gli investitori, sono inaccettabili dal punto di vista morale o etico: armi, tabacco, combustibili fossili, gioco d'azzardo, ecc.; inoltre, alcuni investitori possono procedere ad un'esclusione basata su criteri religiosi, evitando di investire in settori che contraddicono i principi della propria fede;
- Esclusione normativa: settori o aziende vengono esclusi perché non rispettano norme o convenzioni internazionali (come le convenzioni delle Nazioni Unite e dell'OCSE). Per esempio, si possono escludere aziende che violano i diritti umani.

Questa strategia permette agli investitori di creare un portafoglio allineato ai loro valori etico/morali e permette di ridurre il rischio reputazionale: evitando l'investimento in settori controversi, l'investitore non è associato a pratiche e settori considerati in modo negativo dal pubblico. Inoltre, gli investitori possono dare un forte segnale al mercato andando ad escludere le aziende e, quest'ultime, saranno incentivate ad un miglioramento delle loro pratiche per essere considerate investibili. Questa strategia permette di escludere settori ed aziende che potrebbero essere investiti da cause legali e rischi reputazionali o regolamentari ed è una strategia chiara e comprensibile, poiché gli investitori identificano chiaramente quelle attività da cui si tengono lontani.

Come in ogni strategia, anche quella di esclusione ha dei contro che devono essere citati. Innanzitutto, le opportunità sono ridotte: quando si escludono interi settori, le opportunità di investimento si riducono e, di conseguenza, si riduce la diversificazione del portafoglio con conseguenze non da poco conto sui rendimenti finanziari. Poi, il rendimento potrebbe essere notevolmente inferiore in quanto potrebbero essere esclusi dei settori assai redditizi, come quello energetico tradizionale. Altro svantaggio di questa strategia è riscontrabile nell'applicazione dei criteri: una definizione dei criteri di esclusione è complessa, in quanto molto dipende dalle valutazioni soggettive, e poi richiede una serie di continui aggiornamenti. Infine, l'esclusione di aziende o interi settori dal portafoglio non impatta direttamente sulle pratiche di queste aziende, in quanto il vendere le azioni non ha un'influenza diretta sulle operazioni aziendali.

Nella prassi accade che l'extraordinary screening è combinato con altre strategie di investimento sostenibile, come la Best-in-Class, l'Engagement e l'Impact Investing (analizzata successivamente).

L'approccio di esclusione è ampiamente diffuso nel campo degli investimenti sostenibili, in quanto chiaro e semplice. È adatta a chi vuole evitare il finanziamento di attività e progetti ritenuti accettabili e permette di dichiarare i propri valori di eticità e moralità per mezzo delle scelte di investimento. In linea con quanto appena detto si evince la potenza di questo strumento, il quale deve

essere necessariamente combinato con altre strategie di investimento sostenibile affinché siano massimizzati impatto e rendimenti.

### *2.2.5 Impact Investing*

Questa strategia di investimento ha l'obiettivo di creare sia rendimento finanziario che un impatto positivo su società ed ambiente e cerca di unire il profitto alla contribuzione per la risoluzione di grandi sfide globali (povertà, cambiamenti climatici, sanità, ecc.). Inoltre, è una delle forme più avanzate di investimento responsabile, poiché il capitale viene gestito tramite l'integrazione di principi etici e sostenibili.

La prima peculiarità dell'approccio di Impact Investing è la doppia finalità, cioè ritorno finanziario ed impatto positivo: gli investitori si aspettano un ritorno finanziario che può essere competitivo rispetto ad altre forme di investimento e vogliono portare a dei benefici su società ed ambiente.

Altra caratteristica è la misurabilità dell'impatto sociale ed ambientale: chi investe vuole sapere come i loro fondi stiano facendo benefici, utilizzando metriche ed indicatori appositi per la valutazione dei benefici su società ed ambiente provocati dai loro investimenti: riduzione delle emissioni di carbonio, creazione dei posti di lavoro, ecc. Però, la misurazione degli impatti è molto complicata e variabile in base al settore o alla regione. La terza caratteristica è strettamente collegata a questa ed è riscontrabile nella diversificazione degli investimenti, i quali possono avvenire in vari settori e quindi è una strategia che permette la diversificazione del portafoglio.

Le tipologie di Impact Investing sono tre e classificate in base al trade-off tra impatto e rendimento, perché in alcuni casi la massimizzazione dell'impatto può incidere il rendimento finanziario:

- Investimento a ritorno di mercato: l'obiettivo di questi investimenti è unire rendimenti competitivi e creazione di impatto positivo;

- Investimento a ritorno ridotto: in questo caso, chi investe è disposto ad un ritorno economico-finanziario inferiore in cambio di maggiori benefici sociali ed ambientali;
- Investimenti Filantropici: non sono veri e propri Impact Investing, poiché vogliono massimizzare i benefici, ma senza aspettative di ritorno finanziario.

Il settore dell'Impact Investing è sempre più in crescita, con interesse sempre più crescente degli investitori sia privati che istituzionali e attira, anche, investitori giovani che sono maggiormente interessati agli investimenti sostenibili. Questa crescita è spiegata dal fatto che è una soluzione concreta per affrontare (e cercare di sconfiggere) sfide globali come i cambiamenti climatici e la povertà, consentendo agli investitori di allineare i loro portafogli ai loro valori etico-morali. Si può notare questa strategia sia cruciale per quegli investitori che cercano una combinazione tra rendimento finanziario ed impatti positivi su ambiente e società per un futuro sostenibile.

Però, bisogna sottolineare alcuni svantaggi relativi a questi progetti:

- Liquidità: investimenti in infrastrutture o progetti comunitari sono poco liquidi, dal momento che richiedono un periodo di tempo più lungo;
- Problema dei piccoli investitori: le opportunità di Impact Investing possono non essere accessibili a tutti gli investitori;
- Selezione dei progetti: saper selezionare aziende che sappiano coniugare benefici sociali ed ambientali e rendimenti economici non è facile, in quanto sono richieste competenze e conoscenze specifiche del settore;
- Scalabilità: dei progetti con degli impatti assai positivi possono avere difficoltà nello “scalare” per l’attrazione di investimenti più grandi, compromettendo la capacità di generare ritorni economici significativi.

In conclusione, si può notare come questo approccio assume sempre più importanza quando le sfide da affrontare sono sempre più urgenti e offre la possibilità di contribuire positivamente al futuro del mondo, parimenti alla costruzione di valore economico.

### *2.2.6 Norms Based Screening*

Il Norms Based Screening è una strategia in cui si procede a selezionare o escludere aziende ed investimenti in base alla conformità a norme e standard internazionali. Gli standard possono riguardare tante variabili ESG come i diritti umani, l'ambiente, la governance aziendale e la lotta alla corruzione. Questa strategia ha l'obiettivo di evitare di investire in aziende che non rispettano queste norme, allineando i loro portafogli ai loro principi etici, sociali e ambientali riconosciuti e condivisi a livello globale.

Le norme che vengono utilizzate per questo approccio si basano su accordi e convenzioni internazionali come la Dichiarazione Universale dei Diritti Umani, le Linee guida dell'OCSE (Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico) per le imprese multinazionali, le Convenzioni dell'OIL (Organizzazione Internazionale del Lavoro) relative ai diritti dei lavoratori e i Dieci Principi del Global Compact delle Nazioni Unite<sup>35</sup>.

Le aziende vengono analizzate per verificare il rispetto delle norme selezionate: tale processo è svolto o dal gestore del fondo o dai fornitori di dati specializzati. Qualora l'azienda non risultasse conforme, questa può essere esclusa dal portafoglio di investimento o chi gestisce il fondo può avviare un processo di engagement in modo da migliorare le proprie pratiche. Poi, se un'azienda dovesse migliorarsi e conformarsi alle norme, potrebbe essere inclusa nel portafoglio. Un'altra soluzione alternativa è mantenere in portafoglio queste aziende ma continuamente monitorate dagli investitori che, tramite l'engagement, cercano di promuovere il cambiamento.

Il Norms-Based Screening può essere utilizzato come base per applicare altre strategie di Investimento ESG come l'integrazione ESG e l'investimento tematico, al fine di costruire un portafoglio che eviti aziende non conformi e che supporti quelle aziende con una forte impostazione green. Di conseguenza, chi investe

---

<sup>35</sup>Sono linee guida che promuovono la sostenibilità e responsabilità sociale delle imprese, strutturati in quattro aree principali: diritti umani, lavoro, ambiente e anticorruzione. Sono molto importanti perché indirizzano le aziende verso pratiche commerciali orientate alla sostenibilità.

adottando questa strategia, riduce i rischi reputazionali associati ad investimenti in aziende che potrebbero essere interessate da controversie o pratiche non etiche, cercando di promuovere un comportamento responsabile che porti benefici sulla società e sull'ambiente. La sollecitazione causata dal Norms-Based Screening è molto importante perché le aziende sono incentivate a migliorare le proprie pratiche per rispettare le norme internazionali perché, successivamente, potrebbero attrarre investitori socialmente responsabili. Esempi in cui il Norms-Based Screening viene applicato, possono essere riscontrati in fondazioni e fondi pensione: quest'ultimi utilizzano questa strategia in modo da allineare le loro decisioni di investimenti ai valori etico-morali dell'organizzazione; un altro esempio sono gli investitori istituzionali (banche ed assicurazioni) che utilizzano questa strategia, più che altro, per la gestione dei rischi legali e reputazionali in modo da soddisfare le aspettative dei loro stakeholder.

Si può facilmente comprendere come, adottando questo approccio, evitare investimenti in aziende "controverse" si riduce il rischio di danni reputazionali e legali, consentendo agli investitori di allineare i propri portafogli sia con i propri principi morali che con gli standard internazionali. Però, questa strategia può essere complessa e onerosa, soprattutto per quei gestori che hanno ampi portafogli; in più non si può non annoverare il fatto che le normative (e le interpretazioni) variano da una giurisdizione all'altra, causando una difficile applicazione uniforme di questa strategia.

Il Norms-Based Screening si allinea a tutte le altre strategie di investimento sostenibile che permettono agli investitori di costruire portafogli in linea con i propri valori etici e cercando di promuovere la sostenibilità. Tuttavia, richiede un attento e continuo monitoraggio per essere efficace per evitare di trovarsi in pratiche di greenwashing, oltre al fatto del costante aggiornamento delle norme e delle pratiche aziendali.

### *2.2.7 Sustainability themed investing*

L'ultima strategia di investimento sostenibile analizzata è quella denominata "sustainability themed", la quale si focalizza su investimenti in aziende, settori, attività e progetti riguardanti la lotta alla sostenibilità globale ambientale e sociale. È una strategia molto simile alla ESG Integration, ma si differenzia da quest'ultima perché si concentra su specifici temi e non su una valutazione generale dei fattori ESG; in linea generale, la logica di questo approccio è in linea con quella degli approcci analizzati precedentemente: generazione di rendimenti finanziari positivi parallelamente al supporto di attività economiche riguardanti sfide e questioni globali (scarsità di risorse naturali, disuguaglianza sociale, inquinamento, agricoltura sostenibile, gestione delle risorse idriche, ecc.).

I due aspetti principali di questa strategia risiedono nella focalizzazione tematica e nell'approccio proattivo. Nel primo caso, gli investimenti realizzati tramite questa strategia sono orientati a settori, attività e temi specifici che hanno un ruolo primario nella risoluzione dei problemi di ambiente e società (energia rinnovabile, mobilità sostenibile, ecc.). L'approccio proattivo identifica la ricerca attiva di opportunità di investimento tendenti ad un'economia più green, differenziandosi da altre strategie, come quella di esclusione o di integrazione ESG, che attuano una linea più generale e difensiva. Questo approccio permette la diversificazione settoriale, più nel dettaglio è un approccio che offre la possibilità di diversificare il portafoglio in settori emergenti ed innovativi, grazie alla vasta gamma di temi sostenibili che possono essere trattati, con potenzialità di crescita nel lungo periodo superiore a quella dei settori tradizionali. Poi, tale strategia ha delle caratteristiche comuni con altre: dall'impatto positivo misurabile, all'allineamento con gli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile delle Nazioni Unite e tutte quelle normative orientate alla carbon neutrality e, infine, la trasparenza nei risultati delle aziende in cui si investe, la quale viene richiesta dagli investitori tramite report dettagliati. I vantaggi di questa strategia sono in linea con gli aspetti positivi di tutte le altre strategie di investimento sostenibile analizzate: gli investitori che possono supportare la transizione ad un'economia più sostenibile e resiliente, allineando le

decisioni di investimento ai propri valori, sia etici che aziendali. Riguardo alle dinamiche negative di questa strategia, come avviene nelle altre, la mancanza di dati standardizzati e alcune aziende che potrebbero dichiarare il falso in merito alla sostenibilità al fine di attrarre investimento, sono due aspetti da non sottovalutare. Però, ci sono due aspetti negativi che non possono non essere menzionati: il primo riguarda la concentrazione tematica e in particolare il focalizzarsi su temi specifici, il quale può portare ad una limitazione nella diversificazione del portafoglio; poi la volatilità ed incertezza riguardante i settori emergenti, soggetti a continui e rapidi cambiamenti in tre dimensioni: tecnologia, mercato, regolamenti e normativi.

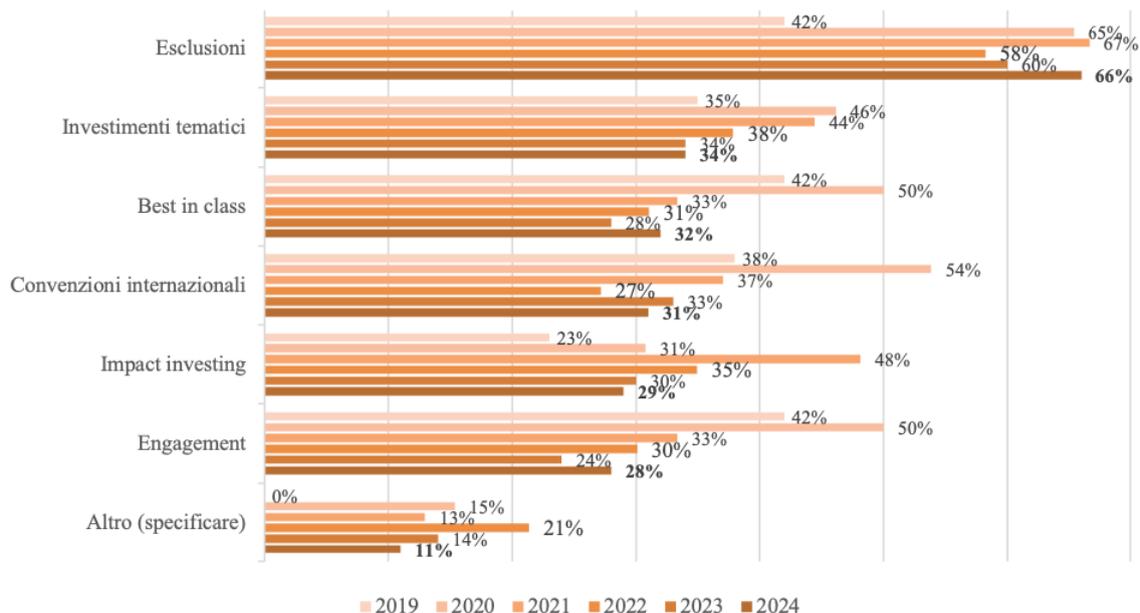
Quindi, pur affrontando tutti i rischi che derivano dal focus specifico su un settore o un'azienda, l'approccio "sustainability themed" è molto importante per quegli investitori che vogliono coniugare, secondo un criterio focalizzato ed intenzionale, rendimento finanziario e generazione di ripercussioni positive nella sfera ambientale e sociale.

Figura 2.4: il seguente grafico indica quali sono le strategie di investimento sostenibile maggiormente diffuse, secondo un'indagine pubblicata nel "Quaderno di approfondimento 2024 – ESG e SRI, le politiche di investimento sostenibile degli investitori istituzionali italiani"<sup>36</sup>.

In particolare, si può notare come per sei anni consecutivi la strategia di esclusione si consolida fermamente al primo posto seguita, in seconda posizione, dagli investimenti tematici (34%), Best-in-Class (32%), convenzioni internazionali (31%) e impact investing (29%). Da menzionare la strategia di Engagement che, rispetto al 2023, nel 2024 è in ripresa di quattro punti percentuali: dal 24% del 2023 si consolida al 28% del 2024.

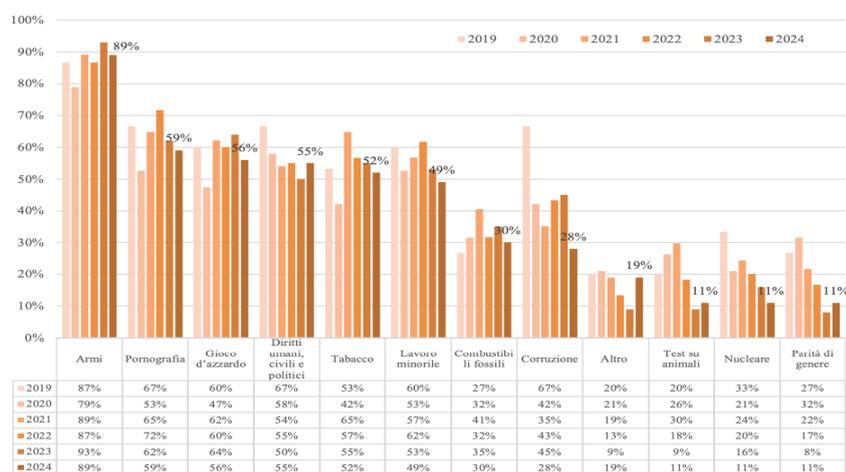
---

<sup>36</sup> È la sesta indagine riguardo le strategie di investimento sostenibile e di integrazione dei criteri ESG nei portafogli dei principali investitori istituzionali italiani, a cura del Centro Studi e Ricerche Itinerari Previdenziali. Itinerari Previdenziali è un'organizzazione indipendente che opera da oltre un decennio con l'obiettivo di sviluppare la cultura previdenziale e socioeconomica in Italia.



Fonte: Centro Studi e Ricerche Itinerari Previdenziali, *Quaderno di approfondimento 2024 ESG e SRI: le politiche di investimento sostenibile degli investitori istituzionali italiani* (2024), pag. 29.

Figura 2.5: viene fatto particolare riferimento alla strategia delle esclusioni (strategia maggiormente utilizzata), dove l’89% degli investitori adotta questa strategia con particolare riferimento al mercato delle armi<sup>37</sup>.



<sup>37</sup> Per un maggiore approfondimento riguardo un’analisi dettagliata sulle strategie, relativamente ad ambiti, settori, modalità e criteri si rimanda alla lettura del documento “Quaderno di approfondimento 2024 – ESG e SRI, le politiche di investimento sostenibili degli investitori istituzionali italiani”, 2024.

Fonte: Centro Studi e Ricerche Itinerari Previdenziali, *Quaderno di approfondimento 2024 ESG e SRI: le politiche di investimento sostenibile degli investitori istituzionali italiani* (2024), pag. 30.

# **CAPITOLO 3: GLI IMPATTI DELLA FINANZA SOSTENIBILE NELLE IMPRESE: NORMATIVE E RISCHI ESG**

## **3.1 LE CONSEGUENZE SULLE IMPRESE**

Negli ultimi anni la finanza sostenibile si è imposta come un pilastro fondamentale del sistema finanziario, cambiando in modo significativo il comportamento di consumatori, investitori ed aziende. Questo è il frutto, come già descritto precedentemente, di un mercato sempre più attento alle performance ambientali e che considera i fattori ESG degli elementi importanti per la creazione di valore.

Nel capitolo precedente è stata affrontata l'analisi degli strumenti finanziari green e le strategie di investimento sostenibile, che vanno ad affermare ulteriormente il ruolo chiave della finanza sostenibile nel sistema finanziario: per esempio, le emissioni dei Green Bonds hanno raggiunto cifre record e questo permette alle banche di diversificare il loro portafoglio in settori sempre più innovativi e green. In questo capitolo, invece, l'attenzione è spostata sulle normative e gli strumenti che hanno cambiato (e stanno cambiando) le dinamiche all'interno delle aziende, orientandole a finalità produttive sempre più sostenibili e rendicontando tutte le informazioni "non finanziarie" in nuovi documenti, come i bilanci di sostenibilità e la Dichiarazione non finanziaria (DNF) delle imprese.

### *3.1.1 La Direttiva 2014/95/EU*

La direttiva 2014/95/EU del 22 ottobre 2014, conosciuta anche come Direttiva sulla Dichiarazione Non Finanziaria (Non-Financial Reporting Directive, NFRD), modifica la Direttiva 2013/34/UE riguardante la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune grandi imprese e gruppi. La direttiva è in vigore dal 5 dicembre 2014 ed entrerà in vigore nei paesi UE entro il 6 dicembre 2016, con le imprese che dovranno presentare la prima relazione conforme alla direttiva nel 2018 (concernente l'esercizio

finanziario 2017).

Questa direttiva impone la divulgazione di informazioni non finanziarie a grandi imprese, cercando di migliorare la trasparenza riguardo a queste informazioni, in modo che gli investitori, consumatori e gli altri stakeholder possano avere informazioni utili e il più possibile chiare e trasparenti sull'attività delle imprese.

L'articolo 1 descrive tutte le modifiche rispetto alla Direttiva 2013/34/UE e la prima modifica riguarda proprio l'introduzione dell'obbligo di informazione non finanziaria. La Direttiva 2014/95/EU ha introdotto l'obbligo per le imprese di grandi dimensioni che costituiscono enti di interesse pubblico (banche, assicurazioni e società quotate in borsa) con più di 500 dipendenti, di inserire nella relazione sulla gestione una dichiarazione di carattere non finanziario contenente informazioni nelle tre dinamiche ESG: dall'ambiente, ai diritti umani e lotta alla corruzione. Inoltre, viene specificato che dev'essere presente una descrizione del modello aziendale, delle politiche applicate con il relativo risultato e tutti i rischi collegati all'impresa anche, in relazione, ai prodotti e servizi forniti da questa. Si comprende come la Direttiva 2013/34/EU riguardo al campo di applicazione era molto generale, in quanto si applicava alle società che superavano determinati limiti dimensionali e, inoltre, vi era una particolare concentrazione sulle informazioni finanziarie; la nuova direttiva, invece, prevede un'applicazione molto specifica alle imprese di interesse pubblico, le quali devono superare determinati criteri dimensionali, oltre ad avere obblighi di rendicontazione non finanziaria.

Inoltre, con la nuova direttiva, è richiesta una dichiarazione non finanziaria in cui siano affrontate le questioni ambientali (impatti sull'ambiente dell'attività aziendale, utilizzo delle risorse naturali, uso di energia rinnovabile, ecc.), questioni riguardanti il personale e l'ambito sociale (rispetto dei diritti umani, salute, sicurezza, ecc.), lotta alla corruzione e diversità negli organi di direzione, amministrazione e controllo (genere, istruzione, background professionale, rappresentanza di genere ecc.). L'obbligo di divulgazione sulla diversità è centrale in questa direttiva: le grandi imprese devono comunicare la politica di diversità nei consigli di amministrazione, spiegando anche gli obiettivi di diversità, come

quest'ultima è implementata e i risultati ottenuti.

Le modalità di rendicontazione prevedono che la dichiarazione non finanziaria sia nella relazione di gestione o in una relazione separata. Nella rendicontazione le imprese possono utilizzare linee guida riconosciute, come l'ISO 26000, il UN Global Compact e il GRI (Global Reporting Initiative), i quali saranno analizzati in un successivo paragrafo dedicato. Però, la direttiva permette una certa flessibilità riguardo la pubblicazione di certe informazioni se ritengono che l'eventuale divulgazione possa provocare loro un grave danno, ma devono presentare una spiegazione di questa scelta, secondo l'approccio "comply or explain".

Coerentemente con quanto detto, l'obiettivo di tale direttiva è incentivare le imprese ad una gestione responsabile delle loro attività, operazioni e dei rischi non finanziari, in modo tale da promuovere un modello di business che non sottovaluti gli impatti sociali ed ambientali e migliorare la trasparenza delle informazioni non finanziarie. Quindi, un altro scopo della direttiva è fornire agli stakeholders interessati informazioni utili per prendere decisioni in maniera informata.

La Direttiva 2014/95/EU ha aggiornato ed ampliato i riferimenti normativi della Direttiva 2013/34/EU, in modo da riflettere la crescente attenzione e preoccupazione ai temi ESG. A sua volta, questa direttiva è stata aggiornata da altre normative, come la Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD), la quale ha rafforzato le disposizioni della direttiva 2014/95/EU.

### *3.1.2 La Direttiva 2022/2464/EU: la Direttiva CSRD (Corporate Sustainability Reporting Directive)*

La Direttiva CSRD disciplina la rendicontazione delle informazioni sulla sostenibilità da parte delle imprese, con la finalità di fornire informazioni non finanziarie sempre più meticolose, chiare e trasparenti. Approvata nel novembre del 2022 ed entrata in vigore il 14 dicembre dello stesso anno, rappresenta un importante passo in avanti rispetto alla precedente Direttiva NFRD (la Direttiva 2013/34/EU), in cui vengono introdotte delle novità per migliorare la

rendicontazione di sostenibilità nelle imprese.

La prima grande novità riguarda l'ambito di applicazione: se la NFRD si applicava ad aziende di grandi dimensioni con più di 500 dipendenti, gruppi quotati, banche ed assicurazioni, la CSRD coinvolge molte più aziende; infatti, vengono incluse le grandi imprese, indipendentemente dal fatto che siano quotate, che superano almeno due di questi tre criteri: 250 dipendenti, 40 milioni di euro di fatturato e 20 milioni di attivo. Inoltre, vengono comprese le PMI quotate nei mercati regolamentati e le filiali di gruppi esteri attivi nell'Unione Europea.

Altro importante aggiornamento riguarda gli standard di rendicontazione. La Direttiva 2013/34/EU non prevedeva standard specifici e, come detto prima, potevano utilizzare in modo discrezionale varie linee guida riconosciute e purché coprissero i temi ESG. Invece, la Direttiva 2022/2464/EU impone l'obbligo di utilizzare degli standard comuni definiti dall'EFRAG (European Financial Reporting Advisory Group), i quali sono molto più dettagliati e permettono sia di coprire in modo più completo le dinamiche ESG, sia aumentare la comparabilità tra aziende. Di conseguenza, con la nuova Direttiva CSRD, le informazioni fornite dalle imprese devono essere necessariamente sottoposte ad una verifica indipendente da parte di un ente terzo o un revisore, in modo da garantire una maggiore credibilità dei dati riportati. Questo è anche legato alle più dettagliate informazioni che vengono richieste con la Direttiva 2022/2464/EU; nella loro rendicontazione le imprese devono riportare i risultati, come sono stati affrontati e come saranno affrontati i rischi correlati all'ambito ambientale e sociale. Ciò significa che le informazioni non devono essere approssimative, ma sempre più dettagliate e precise in modo da facilitare la comparabilità tra le diverse imprese. Un altro punto fondamentale della Direttiva CSRD è la digitalizzazione dei dati tramite il formato elettronico ESEF<sup>38</sup>. Le aziende, tramite questo formato, pubblicano i dati rendendoli più facilmente accessibili e consultabili dal pool di

---

<sup>38</sup> European Single Electronic Format. È il formato elettronico introdotto dall'Unione Europea che permette di presentare digitalmente i bilanci finanziari consolidati delle società quotate. Garantisce standardizzazione e comparabilità delle informazioni.

investitori e dagli stakeholder interessati. La Non-Financial Reporting Directive, invece, non prevedeva alcuna prerogativa riguardo alla pubblicazione dei dati.

Nell'analisi della Direttiva 2022/2464/EU molto importante è la prospettiva temporale, la quale cambia radicalmente rispetto alla Direttiva 2014/95/EU: se quest'ultima si focalizzava su una visione retrospettiva, cioè andava a descrivere quello che veniva realizzato dalle aziende relativamente alla sostenibilità, la visione con la direttiva del 2022 è prospettica, nel senso che le aziende devono identificare e perseguire obiettivi futuri di sostenibilità, descrivendone i progressi. Si può notare che le nuove modalità di rendicontazione a cui si devono adattare le imprese sono più complesse e, per questo, anche i processi di governance ne sono interessati, dal momento che vi sarà l'introduzione di figure specializzate per la gestione delle pratiche legate alla sostenibilità e i consulenti esterni avranno un ruolo sempre più cruciale nella verifica delle informazioni. Inoltre, questa direttiva rafforza il principio della "doppia materialità", cioè la rendicontazione sia su come le questioni relative alle dinamiche ambientali e sociali condizionano l'impresa, per questo si parla di "materialità finanziaria", sia sull'impatto dell'impresa su società ed ambiente: in questo caso si parla di "materialità di impatto".

Si può comprendere come questa direttiva sia pienamente in linea con il Green Deal Europeo nel supporto al raggiungimento degli obiettivi di carbon neutrality, nell'incentivo a comportamenti più responsabili e nel favorire la transizione ad un'economia sostenibile e circolare.

Il numero dei soggetti interessati sarà sempre maggiore: basti pensare che la NFRD considerava all'incirca 11.000 imprese, con la CSRD circa 50.000, di cui 7.000 solo in Italia. I diversi soggetti obbligati via via nel tempo saranno coinvolti secondo queste tempistiche:

- Dal 2025 (riferimento all'anno fiscale 2024), le imprese interessate sono quelle attualmente soggette alla Direttiva NFRD;
- Dal 2026 (riferimento all'anno fiscale 2025) le grandi imprese non quotate che, alla chiusura del bilancio, abbiano superato almeno due dei seguenti

criteri dimensionali: 250 dipendenti in media, > 20 milioni di euro di stato patrimoniale, > 40 milioni di euro di ricavi netti;

- Dal 2027 (riferimento all'anno fiscale 2026) le PMI quotate, ad esclusione delle microimprese, gli istituti di credito di piccole dimensioni non complessi, imprese di assicurazioni e riassicurazione dipendenti da un gruppo, che abbiano superato almeno due di questi criteri dimensionali: 10-250 dipendenti in media, 350.000 – 20 milioni di euro di stato patrimoniale, 700.000 – 40 milioni di ricavi netti.
- Dal 2029 (riferimento all'anno fiscale 2028) le società capogruppo residenti in paesi extra UE, le quali abbiano generato ricavi netti superiori a 150 milioni di euro per ciascuno degli ultimi due esercizi consecutivi e abbiano almeno un'impresa figlia che soddisfi i requisiti della CSRD o una succursale che abbia generato ricavi netti superiori a 40 milioni di euro nell'esercizio precedente.

È opportuno specificare che la rendicontazione riguardante la sostenibilità dovrà essere inclusa in un'apposita sezione nella relazione sulla gestione, la quale viene redatta dagli amministratori ai sensi dell'articolo 2428 del Codice civile.

### *3.1.3 Gli standard di rendicontazione europea*

Gli standard di rendicontazione europea sono un significativo passo in avanti rispetto a precedenti standard di sostenibilità internazionali come, ad esempio, il Global Reporting Initiative (GRI), il UN Global Compact e l'ISO 26000.

Il GRI è uno degli standard di rendicontazione maggiormente adottati a livello globale per la sostenibilità aziendale: ha un'impostazione molto dettagliata che copre una buonissima parte delle questioni relative all'ambito ESG. Nonostante sia utilizzato da molte grandi imprese per la rendicontazione volontaria, è opportuno specificare che si tratta di uno standard volontario, appunto, e non vincolante.

L'UN Global Compact rappresenta una delle iniziative volontarie più diffuse a livello mondiale per promuovere la sostenibilità aziendale e le aziende si

impegnano a rispettare i principi legati a temi ESG, come i diritti umani, il lavoro e l'ambiente. Esattamente come il GRI, non è né uno strumento vincolante e di monitoraggio stringente dei comportamenti delle aziende, né un codice di condotta, ma semplicemente un'iniziativa volontaria definita dai top manager delle aziende partecipanti con le Nazioni Unite per promuovere valori legati alla sostenibilità nel lungo periodo, pratiche aziendali sociali e civili che tengano conto delle future generazioni.

L'ISO 26000 è uno standard volontario internazionale, anch'esso fornitore di linee guida riconosciute per la responsabilità sociale delle imprese. Si basa su sette principi: responsabilità, trasparenza, comportamento etico, rispetto degli stakeholder, principio di legalità, rispetto delle norme internazionali di comportamento e diritti umani. Anche in questo caso, l'approccio è assai generale e non fornisce dei riferimenti obbligatori per la rendicontazione.

Come già detto precedentemente, la CSRD sostituisce la Non-Financial Reporting Directive (NFRD) e introduce normative più stringenti relative all'obbligo di rendicontazione sulla sostenibilità per tutte le imprese di grandi dimensioni e piccole e medie imprese quotate, contrastando fortemente la natura volontaria dei framework precedenti. Gli ESRS (European Sustainability Reporting Standards) sono sviluppati dall'EFRAG (European Financial Reporting Advisory Group) e sono fondamentali per l'attuazione della CSRD: sono indicatori qualitativi e quantitativi obbligatori che, a differenza degli standard internazionali precedentemente descritti, impongono un unico framework armonizzato per tutte le imprese operanti nell'UE. In più, gli ESRS sono in linea con le politiche sostenibili dell'UE (Green Deal europeo e Tassonomia della Finanza Sostenibile), a differenza degli standard precedenti che non mostravano questo allineamento.

La prima grande differenza rispetto al GRI, all'UN Global Compact e ISO 26000 è proprio l'obbligatorietà di questi standard per una vasta gamma di imprese: tale cambiamento è radicale poiché le imprese devono necessariamente integrare la sostenibilità nel reporting finanziario. Da un lato, gli ESRS hanno l'obiettivo di garantire maggiore trasparenza per gli investitori sulle informazioni ESG e

dall'altro, le imprese devono sostenere una serie di investimenti significativi per nuovi sistemi di raccolta dati. Questo potrebbe colpire maggiormente le piccole e medie imprese poiché, non avendo sistemi di reportistica non finanziaria consolidati, gli investimenti per implementare i sistemi di monitoraggio e rendicontazione possono risultare molto più onerosi.

Il discorso della doppia materialità obbligatoria si rafforza ulteriormente nella rendicontazione europea per mezzo degli ESRS e, allo stesso tempo, quest'ultimi sono impostati per l'applicazione della CSRD. La grossa differenza è che gli ESRS sono progettati specificatamente dall'UE, mentre i GRI definiscono un quadro globale per il reporting volontario e si distinguono per la loro attenzione alla trasparenza, consentendo di scegliere gli aspetti rilevanti per la rendicontazione.

Gli standard di rendicontazione europea sono divisi in dodici documenti che coprono diversi ambiti ambientali, sociali e di governance (il contenuto dei principi dell'elenco è illustrato nell'allegato 1 del Regolamento UE 2023/2772): i primi due standard sono dei principi generali per una corretta rendicontazione e le informazioni che necessariamente devono essere rendicontate, poi si articolano come di seguito:

- Aspetti generali: ESRS 1 Requisiti generali – ESRS 2 Contenuti generali;
- Environment (E): ESRS E1 Cambiamento climatico – ESRS E2 Inquinamento – ESRS E3 Risorse idriche e marine – ESRS E4 Biodiversità ed ecosistemi – ESRS E5 Uso delle risorse ed economia circolare;
- Social (S): ESRS S1 Forza lavoro propria – ESRS S2 Lavoratori della catena del valore – ESRS S3 Comunità interessate – ESRS S4 Consumatori ed utenti;
- Governance (G): ESRS G1 Condotta aziendale.

Si può notare come gli ESRS siano molto più severi rispetto ai precedenti, soprattutto in merito a tre temi: materialità doppia, struttura di rendicontazione e obbligatorietà. Però, è opportuno dire che le imprese europee potrebbero trovarsi in una situazione di posizione competitiva diversa rispetto alle imprese extra UE, le quali non sono soggette agli stessi obblighi di rendicontazione. In conclusione,

le imprese che non riescono a soddisfare i requisiti di sostenibili potrebbero affrontare rischi riguardanti la reputazione più elevati, a maggior ragione in quei settori molto esposti alle questioni sociali ed ambientali.

#### *3.1.4 La situazione normativa in Italia: dal Decreto Legislativo 254/2016 alla storica riforma del 2022 degli artt. 9 e 41 della Costituzione*

Nel conformarsi agli standard comunitari indirizzati alla promozione di pratiche green e responsabili, l'ordinamento italiano recepisce le normative europee in ambito ESG completando il proprio ordinamento per mezzo di regolamenti e decreti legislativi che integrano, per esempio, la Direttiva CSRD o il Regolamento SFDR. In questo modo, vengono intensificati gli obblighi riguardanti la rendicontazione sulla sostenibilità in merito all'ambito ambientale, sociale e di governance delle imprese. Allinearsi alle direttive europee non significa solo ed esclusivamente promuovere la sostenibilità e la responsabilità sociale nelle attività economiche, ma serve a garantire una maggiore competitività a livello europeo.

Il Decreto Legislativo 254/2016 è un vero e proprio punto di svolta per la sostenibilità in Italia. Adottato in funzione della Direttiva 2014/95/EU, tale decreto introduce l'obbligo di considerare le problematiche ambientali, sociali e di governance in una dichiarazione non finanziaria (DNF). Ciò significa che le imprese devono fornire informazioni su politiche adottate riguardo a temi, performance e sui rischi connessi poiché, in questo modo, l'etica aziendale è maggiormente volta alla trasparenza e vi è più consapevolezza tra gli investitori.

L'applicabilità del decreto è riservata a quegli enti di interesse pubblico (assicurazioni, banche e società quotate) che in media, durante l'esercizio, abbiano avuto più di 500 dipendenti durante l'esercizio, il totale dell'attivo di stato patrimoniale superiore a 20 milioni di euro e il totale dei ricavi netti delle vendite e delle prestazioni superiori a 40 milioni di euro. L'obbligo riguarda, anche, gli enti di interesse pubblico società madri di un gruppo di grandi dimensioni.

Gli elementi minimi di disclosure coprono l'aspetto ambientale (tutto ciò che riguarda l'utilizzo delle risorse energetiche, l'impiego di risorse idriche, l'uso delle

risorse naturali, gli impatti sulla biodiversità, le emissioni di gas serra, ecc.), gli aspetti sociali (relazioni con le comunità locali, lo sviluppo del personale, la tutela dei diritti dei lavoratori e quindi le condizioni lavorative, la salute e la sicurezza sul lavoro, ecc.), la diversità negli organi di amministrazione, gestione e controllo relativamente ad età, genere e formazione, il rispetto dei diritti umani e le politiche di prevenzione intraprese riguardo al tema della corruzione attiva e passiva.

La dichiarazione non finanziaria può essere contenuta nella relazione sulla gestione o, in alternativa, costituire un documento separato pubblicato sul registro delle imprese a cura degli amministratori, congiuntamente alla relazione sulla gestione. In merito agli standard di reporting, è opportuno specificare che non essendo ancora entrati in vigore gli ESRS stabiliti dall'EFRAG, i GRI standards sono stati quelli prevalentemente utilizzati.

Un ruolo molto importante è attribuito al soggetto incaricato di effettuare la revisione legale del bilancio in modo da verificare l'avvenuta predisposizione della dichiarazione non finanziaria. Poi, lo stesso soggetto o un altro abilitato alla revisione legale deve redigere un'apposita relazione distinta denominata "attestazione di conformità", in cui deve essere definito che le informazioni fornite devono essere in linea con quanto richiesto dal decreto, ai principi ed alle metodologie previste.

Negli ultimi anni, ci sono stati degli sviluppi normativi a livello europeo e nazionale che hanno condizionato la normativa sulla comunicazione non finanziaria; più in particolare, con la graduale entrata in vigore della Direttiva CSRD tra il 2024 e il 2028, l'obbligo di rendicontazione finanziaria sarà più ampio in quanto è previsto un'espansione del perimetro delle aziende coinvolte.

Il Decreto Legislativo 254/2016 rappresenta, a tutti gli effetti, una spinta ad una riflessione sul ruolo sociale dell'impresa e porta lo Stato italiano ad avere un ruolo da attore protagonista nello scenario internazionale della sostenibilità aziendale rappresentando, quindi, una pietra miliare per la trasparenza in campo ESG. Tale decreto è ancora valido, ma sarà progressivamente cambiato totalmente o solo in parte dalle nuove disposizioni europee (come la Direttiva CSRD), le quali

cambieranno in modo considerevole le attuali normative, rendendole più stringenti, con criteri di rendicontazione più rigorosi e standardizzati.

Il Decreto ha affidato alla Consob la responsabilità di regolazione dell'attività di vigilanza, accertamento ed irrogazione delle sanzioni; tramite la delibera n. 20267 del 18 gennaio 2018, la Consob ha adottato il Regolamento che attua il D.Lgs. 254/2016. In particolare, vi è da fare molta attenzione all'art.3 relativo alle informazioni da fornire alla Consob: al comma 1, viene definito che i soggetti non quotati e né diffusi pubblicano sul proprio sito internet la relazione sulla gestione oppure la relazione distinta, contenente la dichiarazione non finanziaria contestualmente al deposito nel registro delle imprese e, entro quindici giorni dalla pubblicazione sul registro delle imprese hanno due alternative: trasmettono alla Consob la dichiarazione non finanziaria o comunicano (sempre alla Consob) l'avvenuto deposito. Poi, al comma 2, viene definito che qualsiasi accertamento relativo ad eventuali disposizioni previste dal decreto dev'essere comunicato senza indugio alla Consob dall'organo di controllo delle società che redigono la dichiarazione non finanziaria. Infine, al terzo comma viene stabilito che la Consob pubblichi, con cadenza annuale sul proprio sito Internet, l'elenco dei soggetti che hanno pubblicato la dichiarazione non finanziaria. Quindi, la Consob disciplina:

- Le modalità di trasmissione, pubblicazione e di controllo sulle dichiarazioni;
- I principi comportamentali dei revisori durante lo svolgimento dell'incarico di verifica della conformità delle informazioni da parte dei revisori.

Qualora la dichiarazione fosse incompleta o non conforme al Decreto, la Consob deve richiedere ai soggetti tutte le modifiche o integrazioni necessarie, fissando il termine per l'adeguamento; se il termine non fosse rispettato, si applicherebbero le sanzioni previste dal decreto.

Nel 2019, questa delibera è stata oggetto del Richiamo d'attenzione n.1 del 28 febbraio 2019, secondo cui la dichiarazione non finanziaria deve descrivere: *“i principali rischi connessi a tali aspetti legati alle attività dell'impresa anche in riferimento, ove opportuno e proporzionato, ai suoi rapporti, prodotti e servizi*

*commerciali che possono avere ripercussioni negative in tali ambiti, nonché le relative modalità di gestione adottate dall'impresa*"<sup>39</sup>. Tale richiamo ha permesso alla Consob di sollecitare le società ad assicurare che le dichiarazioni non finanziarie presentate siano state redatte in modo chiaro, completo, trasparente e che riportino dati ed informazioni rilevanti sui tre ambiti ESG. Le imprese devono fare un processo di selezionamento delle informazioni e rendere pubbliche quelle che poi possono essere materialmente rilevanti per gli stakeholder, soprattutto quelle relative agli impatti negativi dell'attività aziendale.

Ci sono poi delle norme che, pur non trattando esplicitamente le dinamiche ESG, possono essere viste come dei passaggi importanti verso la responsabilità sociale e la trasparenza aziendale, i quali rappresentano elementi importanti della Governance nelle pratiche ESG. Un esempio può essere rappresentato dal Decreto Legislativo 142/2018 che recepisce la Direttiva 2016/1164 del Consiglio dell'UE, conosciuta anche come Anti-Tax Avoidance Directive (ATAD)<sup>40</sup>.

Le ripercussioni sono indirette sui temi ESG, in quanto il decreto è principalmente focalizzato sul contrasto alla pianificazione fiscale aggressiva delle multinazionali che sfruttano le differenze fra i sistemi fiscali per ridurre il carico complessivo. Però, la normativa rafforza la trasparenza fiscale e la buona governance all'interno delle imprese, aspetti fondamentali nelle dinamiche ESG: è facile comprendere che le normative antielusione ed antievasione che migliorano la governance aziendale, portano ad un aumento di valore, anche in campo ESG, ed a una riduzione dei rischi reputazionali. Di conseguenza, rispettare la normativa fiscale è considerato un elemento di responsabilità sociale: la condotta aziendale relativamente alla tassazione è visto come indicatore di bene comune e le politiche fiscali aggressive sono viste negativamente, poiché riducono le risorse disponibili per la comunità e,

---

<sup>39</sup> Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob), *Richiamo d'attenzione n.1 del 28 febbraio 2019*, pag.1.

<sup>40</sup> La direttiva mira a contrastare l'evasione e l'elusione fiscale all'interno dell'Unione Europea, introducendo regole sulla limitazione della deducibilità degli interessi passivi, normative sulle Controlled Foreign Companies (CFC), regolamento sull'utilizzo di strumenti finanziari ibridi, tassazione degli utili qualora la residenza fosse spostata all'estero e, infine, disciplina tutti quei casi possibili di doppia deduzione o deduzione senza inclusione del reddito.

d'altronde, una non buona gestione delle imposte può inficiare il rapporto con gli investitori ESG. Quindi, come già detto prima, il Decreto Legislativo appena illustrato non tratta in modo diretto le dinamiche ambientali, sociali e di governance, ma vi è un impatto indiretto su governance ed aspetti sociali che rendono conforme questa norma all'ottica ESG.

Un altro provvedimento normativo non collegato direttamente alle dinamiche ESG (ma che interessa particolarmente la dimensione relativa alla governance), è il Decreto Legislativo 49/2019 che recepisce la Direttiva UE 2017/828, nota come "Shareholder Rights Directive II" (SRD II), incentrata sul coinvolgimento degli azionisti nelle società quotate e su una governance aziendale sostenibile. Come detto sopra, la dimensione della governance è quello maggiormente interessata, seppur indirettamente, da questo decreto: in primo luogo, il decreto incoraggia il coinvolgimento attivo degli azionisti sulla governance aziendale, soprattutto quelli istituzionali. Poi, gli azionisti hanno diritto di votare sulle politiche di remunerazione e, infine, per mezzo di questo decreto viene introdotta una maggior trasparenza sulla remunerazione dei membri che compongono il consiglio di amministrazione con dei piani remunerativi comprendenti obiettivi sia di lungo termine che strettamente legati alla dinamica ESG.

Gli aspetti sociali ed ambientali sono secondari in questo decreto, ma tramite quest'ultimo si impone comunque un'efficiente gestione delle informazioni sugli investimenti che, se sempre più green e sostenibili, portano ad impatti più che positivi sull'ambiente e sulla condizione sociale, con gli investitori che saranno sempre più incoraggiati a dialogare con le aziende sui temi che riguardano sia l'aspetto ambientale che sociale, comprendente diritti dei lavoratori, uguaglianza di genere ecc.

Viene ulteriormente rafforzato il concetto di "stewardship" degli investitori, cioè la partecipazione attiva di quest'ultimi nel lungo termine, integrando i fattori ESG nelle loro decisioni. Quindi, come il Decreto Legislativo precedente, pur non essendo specificamente focalizzato sulle tematiche ESG, il D. Lgs 49/2019 propone degli strumenti per una corporate governance più sostenibile e un'etica

aziendale più responsabile e trasparente: due concetti estremamente connessi ai principi ESG.

Un altro decreto importante che si colloca all'interno del contesto delle normative europee orientate alla sostenibilità ambientale e al Green Deal è il D.Lgs. 199 del 2021, il quale recepisce la Direttiva (UE) 2018/2001 relativa all'energia rinnovabile, ma ha una parte strettamente correlata alla Direttiva (UE) 2020/852 (Tassonomia europea per la finanza sostenibile). Tra il contesto ESG e questo decreto c'è una connessione non di poco conto poiché le imprese devono dimostrare, soprattutto quelle operanti nel settore energetico, il loro impegno nella riduzione delle emissioni, nella produzione di energia da fonti rinnovabili, in linea con l'obiettivo di decarbonizzazione entro il 2030 e incentivare lo sviluppo di nuove tecnologie per usare e produrre energia pulita. In questo modo, si andrebbero a creare posti di lavoro, formazione di nuove competenze e trasparenza nel processo di monitoraggio degli obiettivi verso la riduzione delle emissioni, in modo da migliorare le dinamiche sociali della sostenibilità.

Un esempio di decreto che si colloca perfettamente nella dinamica ESG è il D.Lgs. 24/2023 che recepisce la Direttiva 2019/1937/EU sul "whistleblowing", ovvero la segnalazione di illeciti o irregolarità da parte dei lavoratori; in particolare, si vogliono tutelare i "whistleblowers", cioè i segnalanti, e rendere la normativa italiana parallelamente conforme a quanto definito a livello europeo in materia. Tale decreto si applica sia alle imprese operanti nel settore pubblico e privato con almeno 50 dipendenti che quelle con meno di 50 dipendenti, qualora quest'ultime dovessero operare nel settore bancario o finanziario, in cui i rischi di illeciti sono molto più alti. Colui che segnala un illecito è protetto qualsiasi tipo di ritorsione, discriminazione, licenziamento o altre conseguenze negative; per questo, il decreto impone l'anonimato dei segnalanti e sanzioni per le imprese che non garantiscono un'adeguata tutela ai whistleblower e non implementano i canali di segnalazione, i quali devono essere sicuri al fine di segnalare illeciti e possono essere: interni, esterni (gestito dall'ANAC, ovvero l'Autorità Nazionale Anticorruzione) e un canale pubblico. La normativa si integra con i criteri ESG, in particolare con

l'ambito della governance e quello sociale: dal punto di vista della governance, le segnalazioni interne sono molto importanti per la prevenzione di danni reputazionali e rafforzano la trasparenza interna; invece, relativamente all'aspetto sociale, avere un sistema di segnalazione interno alle aziende è considerato come indicatore di ambiente di lavoro rispettoso dei diritti dei lavoratori. Da un lato, le imprese sono favorevoli ad avere questo sistema di segnalazione di illeciti che aumenta la fiducia di investitori e stakeholders interessati e dall'altro, l'introduzione del whistleblowing protegge i lavoratori, in quanto possono denunciare ingiustizie senza avere paura di ritorsioni. Meno direttamente, ma il whistleblowing può intaccare l'aspetto ambientale, soprattutto se le segnalazioni sono relative alla violazione di norme ambientali: la denuncia di pratiche che danneggiano l'ambiente è visto come un importantissimo mezzo di prevenzione.

Il D.Lgs. 24/2023 oltre ad essere un obbligo normativo che allinea l'Italia agli standard europei, è un importante punto di riferimento per le aziende che si focalizzano su governance trasparente e responsabilità sociale, creando un ambiente di lavoro etico: elementi chiave ed in linea con l'approccio ESG.

All'interno dell'analisi del contesto che ha portato l'Italia ad allinearsi alla dinamica ESG e alle direttive e standard europei emanati in materia, non si può non esaminare la Riforma Costituzionale 1/2022 approvata nel febbraio 2022 dalla Camera, con la quale viene integrato il valore dell'ambiente in due articoli, il 9 e il 41 della Costituzione.

Particolarmente rilevante è la modifica dell'art.9, poiché è stato modificato un principio fondamentale della Costituzione, allineando così l'Italia ad altri Paesi (come Spagna, Germania, Francia) che già prevedevano la tutela ambientale tra i principi fondanti della Costituzione (fino alla riforma del 2022, l'art.9 della Costituzione parlava di tutela del paesaggio e del patrimonio storico ed artistico dell'Italia). Ad oggi, l'articolo 9 della Costituzione recita:

*“La Repubblica promuove lo sviluppo della cultura e la ricerca scientifica e tecnica.*

*Tutela il paesaggio e il patrimonio storico ed artistico della Nazione.*

*Tutela l'ambiente, la biodiversità e gli ecosistemi, anche nell'interesse delle future generazioni. La legge dello Stato disciplina i modi e le forme di tutela degli animali*"<sup>41</sup>. Sostanzialmente, viene aggiunto un terzo comma all'articolo 9 della Costituzione dove, la prima parte, è focalizzata sulla tutela dell'ambiente, a cui si aggiunge la tutela della biodiversità e degli ecosistemi e, la seconda parte, è incentrata sulla tutela degli animali. Si comprende come il terzo comma dell'art.9 sia pienamente in linea con gli standard europei, con l'approccio ESG e il contribuire ad un futuro più sostenibile per tutti e per le generazioni future, nonostante i dubbi interpretativi che questo nuovo comma ha portato in dottrina<sup>42</sup>. Le ulteriori modifiche della Riforma 1/2022 riguardano l'articolo 41 della Costituzione, riguardante l'iniziativa economica. Dopo la riforma, l'appena menzionato articolo viene così modificato:

*“L'iniziativa economica privata è libera.*

*Non può svolgersi in contrasto con l'utilità sociale o in modo da recare danno alla salute, all'ambiente, alla sicurezza, alla libertà, alla dignità umana.*

*La legge determina i programmi e i controlli opportuni perché l'attività economica pubblica e privata possa essere indirizzata a fini sociali ed ambientali*"<sup>43</sup>. Le modifiche in questo articolo sembrano di minor portata rispetto a quelle precedentemente riportate relative all'art.9, poiché non viene aggiunto né un nuovo comma né vi è la modifica di un principio fondante della Costituzione. Però, le conseguenze non sono poi così di poco conto, dal momento che vengono introdotte due nuove soglie entro le quali deve essere esercitata l'iniziativa economica privata e pubblica: salute ed ambiente. Ciò significa che, le imprese devono organizzare la propria attività produttiva in modo ragionevole, non escludendo completamente o facendo prevalere in maniera assoluta i valori coinvolti (salute, ambiente, sicurezza, libertà e dignità umana); inoltre, al terzo

---

<sup>41</sup> Costituzione della Repubblica Italiana, art.9.

<sup>42</sup> Viene utilizzata l'espressione “future generazioni”, identificando una responsabilità intergenerazionale che non è chiaro come si concili con il concetto di sviluppo sostenibile, il quale è un concetto internazionalmente riconosciuto definito dal Rapporto Brundtland del 1987.

<sup>43</sup> Costituzione Italiana, art.41.

comma, viene aggiunto il “fine ambientale” oltre a quello sociale a cui deve essere rivolta l’attività economica. Tramite questa modifica, pienamente in linea con la dinamica ESG, viene modificato lo scopo dell’impresa: quest’ultimo non si identifica solo nella massimizzazione dei profitti e dei ritorni finanziari, ma si aggiungono la sostenibilità e la responsabilità sociale d’impresa.

Gli effetti tangibili di questa riforma sono riscontrabili nel fatto che tutte le leggi devono essere valutate alla luce di questi principi. Pur essendo consapevoli che non si possa agire in modo retroattivo, questi principi devono incidere sui processi aperti e la giurisprudenza deve tenere conto di queste norme costituzionali: tale riforma costituzionale rappresenta una pietra miliare nel contesto normativo italiano, perché anche le imprese devono attenersi ai principi ESG.

Un esempio di iniziative sostenibili all’interno delle imprese, in linea con l’approccio ESG e la riforma costituzionale 1/2022, è “*Regeneration*”: progetto di Levissima, società del Gruppo Sanpellegrino, con il quale l’azienda contribuisce alla trasformazione del pianeta, in modo da gestire responsabilmente le risorse naturali al fine di creare un positivo impatto sull’ambiente. Tale progetto si muove sulla direzione dell’economia circolare, dalla tutela e protezione dei ghiacciai ai sistemi produttivi, imballaggi e trasporti sostenibili. I risultati di questo progetto sono riscontrati nelle bottigliette d’acqua in plastica PET (Levissima ha realizzato la prima bottiglia italiana realizzata 100% di PET riciclato), su cui viene promosso il raccoglimento, il riciclo e il riuso. Inoltre, le bottigliette di plastica PET dei partecipanti degli eventi sportivi sponsorizzati da Levissima sono state interamente raccolte con risultati più che soddisfacenti, soprattutto all’evento “*Gazzetta MarathONE*” a cui Levissima ha partecipato in qualità di *Regeneration Partner*, dove veniva “rigenerata” una bottiglia di plastica per ogni chilometro percorso dagli atleti. La sfida ha coinvolto tutti gli appassionati di corsa attraverso strumenti digitali, i quali hanno percorso in totale 47.249 km e permesso di donare 30.000€ alle 29 charity coinvolte nell’iniziativa. Con l’equivalente delle bottiglie raccolte virtualmente verrà valorizzato dal brand un parco pubblico o un altro bene del

territorio, come premio per il Comune che ha percorso più chilometri<sup>44</sup>.

Un altro esempio è rappresentato dal progetto “*EcoPaper*” di Ferrero, realizzato in sinergia con due aziende di imballaggio estere, una spagnola (Stora Enso Barcellona) e una tedesca (Papiertechnische Stiftung). Il progetto ha lo scopo di valorizzare tutto il materiale di scarto della nocciola con un duplice obiettivo: progettare e realizzare un packaging 100% sostenibile, riutilizzabile e compostabile entro il 2025 grazie ai gusci di nocciola (riducendo l’uso delle fibre di cellulosa) e l’ottenimento di un olio nocciola di alta qualità, utilizzabile sia nel settore della cosmetica e della nutraceutica. Il progetto si integra in modo perfetto con la strategia aziendale di Ferrero per ridurre l’impatto ambientale lungo tutta la catena del valore, dalle materie prime agli impianti.

### *3.1.5 Il bilancio di sostenibilità e le differenze con la dichiarazione non finanziaria*

Il bilancio di sostenibilità è un documento in cui viene riassunto l’impatto in ambito ambientale, sociale ed economico di una società o di ente pubblico. Tale documentazione è uno strumento di reporting non finanziario, per mezzo del quale viene data una visione d’insieme di tutte le performance e risultati sostenibili; inoltre, è un mezzo trasparente di rendicontazione sui risultati riferiti ai tre ambiti ESG per tutti gli stakeholders interessati all’attività aziendale. Quindi, è facile comprendere come il bilancio di sostenibilità abbia un contenuto che, seppur possa leggermente variare in base alle linee guida che vengono seguite, descrive il monitoraggio delle tematiche legate alla sostenibilità. Viene quindi riportato tutto ciò che concerne l’ambito ambientale: gestione dei rifiuti, emissioni, consumo energetico, tutti gli impatti delle operazioni sull’ambiente, ecc.; poi, tutte le informazioni rilevanti all’aspetto sociale: dalle soddisfacenti e sicure condizioni di lavoro, ai diritti umani e il livello di diversità ed inclusione del personale.

---

<sup>44</sup> “Levissima ed il progetto Regeneration”, *Sanpellegrino Corporate*, <https://www.sanpellegrino-corporate.it/it/impegno-per-ambiente/levissima-progetto-regeneration>

Successivamente, devono essere riportate tutte le politiche anticorruzione, l'etica gestione dei rischi, le pratiche di trasparenza, ovvero tutto ciò che rientra nella dimensione della governance. Infine, in questo bilancio non deve essere sottovalutata la performance economica: le prestazioni finanziarie, il profitto e gli impatti sul benessere economico del territorio.

In linea con quanto appena detto, il bilancio di sostenibilità è un documento che, se redatto, porta a conseguenze positive per un'organizzazione o un ente; identificare i rischi ambientali e sociali significa migliorare notevolmente la gestione operativa interna alla società e permette una maggior trasparenza all'esterno, verso gli stakeholder, i quali avranno più fiducia nei confronti dell'impresa. Tutto ciò, insieme al rispetto delle normative sempre più stringenti e severe, permette di ottenere vantaggio competitivi e attrarre investimenti green.

Però, la redazione di questo documento può presentare problematicità tecniche ed organizzative che variano dalla raccolta dei dati, alla conformità normativa, competenze specifiche e gli elevati costi che caratterizzano questo processo per le imprese, a maggior ragione quelle meno organizzate e strutturate. Innanzitutto, la raccolta dei dati è un grossissimo ostacolo perché le aziende, molte volte, non hanno le potenzialità per gestire ed individuare queste informazioni non finanziarie; in più, le informazioni possono arrivare da aree aziendali diverse o, addirittura, il recupero di queste avviene presso partners e fornitori; quindi, la collaborazione per l'ottenimento di queste indicazioni è difficile sia internamente che esternamente all'azienda.

Un altro problema che viene a galla è il misurare in maniera corretta gli impatti. Se quelli ambientali possono essere rendicontati con dati quantitativi e in modo abbastanza preciso (ad esempio, le emissioni di anidride carbonica o il consumo delle risorse naturali), le ripercussioni sociali ed etiche hanno un processo di identificazione e quantificazione oggettivo molto più difficile, in quanto sono variabili più qualitative che quantitative e una misurazione obiettiva è più complicata (diritti umani, condizioni lavorative, ecc.). Questa situazione è aggravata dalla mancanza di standardizzazione ed omogeneità nei mezzi di

misurazione, poiché vi sono linee guida internazionalmente riconosciute (GRI o framework del SASB) non uniformi e, per questo, i principi dell'EFRAG si pongono l'obiettivo di superare queste difformità.

Altro problema non di poco conto è la continua evoluzione delle normative: linee guida, norme e standard riferite alla sostenibilità sono in continua evoluzione, come la Direttiva CSRD in Europa. Questo comporta il fatto che le aziende devono adattarsi a requisiti sempre più impellenti e, quindi, la raccolta dati e la reportistica devono essere sempre aggiornati. L'adeguamento a queste norme che cambiano continuamente è un'importante sfida, soprattutto in un tessuto imprenditoriale come quello italiano, caratterizzato da piccole e medie imprese che possono non disporre delle risorse necessarie per la rendicontazione di un corretto bilancio di sostenibilità.

Anche la comunicazione agli stakeholders è importante, perché il bilancio di sostenibilità ha un requisito importantissimo: essere comprensibile e trasparente non solo per gli esperti delle dinamiche non sostenibili, ma anche per investitori, clienti, fornitori e le comunità locali vicine allo svolgimento delle attività e dei processi aziendali. Inoltre, questo documento deve mettere in luce sia i risultati ottenuti in termini di benefici ambientali e sociali, sia evidenziare quelle aree o quei processi in cui l'azienda non raggiunge i risultati sostenibili auspicati. In più, il bilancio di sostenibilità deve essere un documento dinamico, in cui devono essere rendicontati i continui miglioramenti però, al tempo stesso, questo può risultare difficoltoso per due motivi:

- Se il contesto è legato al raggiungimento di obiettivi sostenibili nel lungo termine;
- La continuità di rendicontazione dev'essere caratterizzata da un reporting preciso e continuo fin dalle prime fasi, in modo da confrontare i dati storici con quelli attuali.

Un'altra difficoltà di rendicontazione è rappresentata dal rischio di greenwashing, che sarà analizzato successivamente in un paragrafo specifico.

Nell'esaminazione del bilancio di sostenibilità, molto importanti da menzionare

sono le differenze che ci sono con la dichiarazione non finanziaria. Il primo elemento che differenzia l'uno dall'altro documento è l'obbligatorietà di esso: la dichiarazione non finanziaria è stata definita dalla Direttiva 2014/95/UE, recepita in Italia con il D.Lgs. 254/2016 e viene imposta a tutte quelle imprese che superano determinate soglie; mentre, il bilancio di sostenibilità è obbligatorio solo in quei casi in cui dovesse coincidere con la dichiarazione non finanziaria perché, altrimenti, è un documento non obbligatorio per legge. In secondo luogo, differenti sono le finalità di questi due documenti: se la DNF ha lo scopo di fornire informazioni obbligatorie sui temi ESG secondo un approccio normativo in quanto è la legge che richiede il reporting di queste informazioni, il bilancio di sostenibilità presenta una fotografia più dettagliata di tutte le pratiche aziendali di sostenibilità; quindi, si evince come il bilancio di sostenibilità abbia una finalità più strategica e comunicativa.

Altro elemento di differenza è il contenuto dei due documenti. La dichiarazione non finanziaria deve ottemperare a criteri definiti e rendicontare informazioni su tematiche ESG specifiche in linea con gli standard richiesti; mentre, il bilancio di sostenibilità, segue un'impostazione assai più elastica, con una narrazione che si spinge oltre a quando definito della DNF, molto più estesa riguardo ai progetti sostenibili. Sono inclusi gli stessi temi, ma in maniera più dettagliata.

Infine, anche i destinatari sono elemento che differenzia la DNF dal bilancio di sostenibilità: la prima è principalmente indirizzata ad investitori ed organismi regolamentativi, al fine di garantire una completa adesione conforme alle norme; il secondo, vede sicuramente ingrandito il numero degli stakeholder a cui è riferito perché oltre agli investitori, sono inclusi i dipendenti, le comunità locali, i fornitori, ecc.

### *3.1.6 Una visione d'insieme del bilancio di sostenibilità di Enel SpA*

Enel SpA è un'azienda quotata che, ai sensi del D.Lgs. 254/2016<sup>45</sup>, deve redigere

---

<sup>45</sup> Il bilancio di sostenibile analizzato si riferisce al 2023, per questo si riferisce ancora al D.Lgs. 254/2016 che recepisce la Direttiva NFRD, perché la Direttiva CSRD è entrata in vigore nel 2024.

la dichiarazione consolidata di carattere non finanziario.

Il bilancio di sostenibilità di Enel è suddiviso in cinque capitoli.

Il primo capitolo è un messaggio agli stakeholder che si sofferma sull'impegno di Enel per lo sviluppo sostenibile, analizzando la Società nel suo complesso, i modelli di business applicati al contesto ESG, indici, rating, benchmark, ecc. Infatti, vengono descritte una serie di informazioni non finanziarie di Enel SpA: dal fatto che detiene il primato mondiale nel settore delle energie rinnovabili, alle relazioni con le comunità locali e governi, all'importanza del capitale umano e la sicurezza sul lavoro.

Il secondo capitolo si sofferma sull'impegno di Enel per lo sviluppo sostenibile, analizzando tre dinamiche fondamentali:

- La strategia del Gruppo: efficienza ed efficacia, cioè il processo di allocazione dei capitali fatta con criterio, in modo che Enel raggiunga la sostenibilità dal punto di vista finanziario ed ambientale;
- La ricerca delle zero emissioni seguendo una roadmap di decarbonizzazione che limiti il riscaldamento globale sotto 1,5°C;
- Seguire il processo di "miglioramento continuo", cioè un impegno che coinvolge persone, imprese e comunità locali, basandosi su finanza green, digitalizzazione, economia circolare, ecc.

All'interno di questo capitolo, vi è prima riportato la partecipazione di Enel ai network di sostenibilità (United Nation Global Compact, Sustainable Energy for All, CSR Europe, World Business Council for Sustainable Development, Global Reporting Iniziative, IFRS Sustainability Alliance, ecc.) e poi, la catena del valore integrata insieme alla creazione di valore per gli stakeholder soffermandosi sull'integrazione della sostenibilità nei processi aziendali, l'analisi degli investitori socialmente responsabili (SRI) e il loro andamento nel tempo, indici, rating e benchmark di sostenibilità.

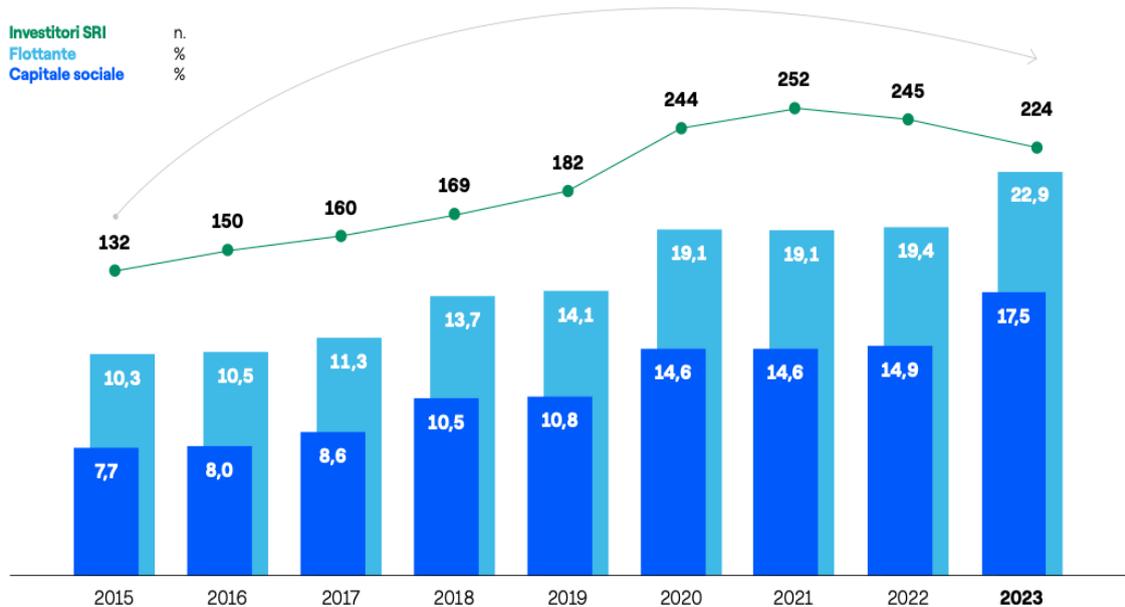
Figura 3.1: L'integrazione della sostenibilità nei processi e nella strategia aziendale. Tramite questa rappresentazione si può notare lo sviluppo di un modello

di business incentrato alla creazione di valore per gli stakeholder, grazie ad un ruolo molto importante attribuito alla sostenibilità ambientale, sociale e finanziaria, a cui si aggiunge il continuo dialogo con stakeholders interni ed esterni: elementi fondamentali per il cosiddetto “Successo Sostenibile”.



Fonte: Enel, *Bilancio di sostenibilità 2023* (2024), pag. 18. Recuperato da [https://www.enel.com/content/dam/enel-com/documenti/investitori/sostenibilita/2023/bilancio-sostenibilita\\_2023.pdf](https://www.enel.com/content/dam/enel-com/documenti/investitori/sostenibilita/2023/bilancio-sostenibilita_2023.pdf)

Figura 3.2: Gli investitori socialmente responsabili nel capitale sociale di Enel. In linea con la dinamica evolutiva globale riguardo agli investitori che hanno deciso di integrare le tematiche ESG nel proprio portafoglio di investimento, si può notare come gli investitori socialmente responsabili (SRI), a fine 2023, abbiano quasi triplicato il loro peso nel capitale sociale rispetto al 2015 e come quest'ultimo sia cresciuto rispetto a fine 2022 anche se, in termini assoluti, sono di meno nel 2023 rispetto al 2022 (224 vs 245).



Fonte: Enel, *Bilancio di sostenibilità 2023* (2024), pag. 19. Recuperato da [https://www.enel.com/content/dam/enel-com/documenti/investitori/sostenibilita/2023/bilancio-sostenibilita\\_2023.pdf](https://www.enel.com/content/dam/enel-com/documenti/investitori/sostenibilita/2023/bilancio-sostenibilita_2023.pdf)

Figura 3.3: I rating, ranking e benchmark di sostenibilità. La seguente immagine rappresenta i punteggi al 31 marzo 2024. Si può notare come Enel mantenga una performance assai elevata nei principali indici, rating e benchmark ESG e, nella maggior parte dei casi, raggiunge posizioni di leadership.

	RATING	RANKING	MEDIA SETTORE	SCALA (BASSO   ALTO)
MSCI	<b>AAA</b>	<b>Top 10 / 140</b> utilities	BBB	CCC   AAA
Sustainalytics ESG Risk Rating	<b>20,8</b> (Rischio medio)	<b>31 / 267</b> electric utilities	31,6	100   0
S&P ESG Scores	<b>84</b>	<b>10 / 267</b> electric utilities	35	0   100
CDP	<b>A-</b> (climate) <b>B</b> (water)	-	B B	D-   A
ISS ESG Score	<b>B</b>	-	C	C-   A+
Bloomberg ESG	<b>80</b>	-	-	0   100
Refinitiv ESG Rating	<b>91</b>	<b>2 / 312</b> electric utilities	-	0   100
FTSE Russell ESG Rating	<b>4,9</b>	-	2,7	0   5
Vigeo Eiris ESG Rating	<b>77</b>	-	53	0   100

Fonte: Enel, *Bilancio di sostenibilità 2023* (2024), pag. 25. Recuperato da [https://www.enel.com/content/dam/enel-com/documenti/investitori/sostenibilita/2023/bilancio-sostenibilita\\_2023.pdf](https://www.enel.com/content/dam/enel-com/documenti/investitori/sostenibilita/2023/bilancio-sostenibilita_2023.pdf)

Il terzo capitolo si focalizza sul coinvolgimento degli stakeholder e l'analisi di materialità. Relativamente alla prima dinamica, viene riportato che Enel propone e promuove, tramite numerose iniziative, un dialogo attivo con tutti gli stakeholder, in modo da cogliere le loro necessità. Invece, per quanto concerne l'analisi di materialità, può essere definita come una conseguenza del coinvolgimento degli stakeholder perché, quest'ultimo, permette di risaltare i temi ESG con impatti, rischi ed opportunità significativi per il Gruppo<sup>46</sup>. In particolare, in questa parte del bilancio di sostenibilità, vengono identificati i temi materiali di I livello (es. economia circolare), i temi materiali di II livello (es. nuovi cicli di vita), i temi materiali di III livello (es. riuso, rigenerazione e riciclo), i GRI di riferimento (come, GRI 301-2: Materiali di ingresso riciclati riutilizzati e GRI 306-4: Rifiuti non conferiti in discarica) e il piano di sostenibilità identificato (ad esempio quello relativo all'economia circolare)<sup>47</sup>. Successivamente vengono analizzati:

- Gli impatti materiali positivi e negativi, descrivendone la tipologia, la durata e la gestione dell'impatto;
- Rischi ed opportunità potenziali materiali, prendendo in considerazione la durata e la gestione dell'opportunità.

Il quarto capitolo è incentrato sulle performance di Enel nel 2023. Inizialmente, vengono proposte le attività con i relativi risultati ottenuti nel periodo di riferimento, il target per i due anni successivi (2024-2026) con gli SDGs prevalentemente interessati. Poi, viene presentato il contributo di Enel su

---

<sup>46</sup> L'analisi di materialità si è rafforzata e si rafforzerà parimenti all'evoluzione normativa (Direttiva CSRD) e le linee guida introdotte a livello europeo (ESRS), che hanno introdotto una "doppia materialità": materialità dell'impatto (impact materiality) e materialità finanziaria (financial materiality).

<sup>47</sup> Lo stesso schema viene riportato per tutti i temi relativi alle tre dinamiche ESG.

determinati SDGs, con azioni e risultati del 2023. Questo capitolo definisce quelli che sono i cosiddetti “driver di business”: generazione 100% rinnovabile, rete elettrica più sicura e digitalizzata e città verdi e sostenibili, tenendo in considerazione gli effetti del cambiamento climatico, la protezione dell’ambiente e promuovere l’economia circolare per il consumo di combustibili fossili e materie prime. È opportuno sottolineare che tutto questo è possibile se le persone, i clienti e i fornitori sono messe al centro del progresso sostenibile. Inoltre, quest’ultimo è garantito da un solido modello di governance, dal rispetto dei diritti umani e dalla trasparenza fiscale, dalle nuove tecnologie e dalla digitalizzazione: tutto questo permette di crescere sempre in modo più sostenibile e di creare valore.

Il quinto ed ultimo capitolo del bilancio di sostenibilità si sofferma sugli indicatori di performance, sugli indici GRI e l’interoperabilità con gli ESRS, l’accoglimento favorevole delle Tassonomia Europea e infine una parte specificamente focalizzata sulla Finanza sostenibile, in cui viene riportato il Green Bond report e il Sustainability-Linked Financing Report.

## 3.2 I RISCHI ESG

I rischi ESG possono influenzare in modo significativo e negativo le performance finanziarie dell'impresa, oltre che loro reputazione e credibilità. I principali rischi che saranno successivamente trattati sono: il greenwashing, il rischio reputazionale e i rischi riguardanti la transizione verso attività e pratiche aziendali più green e sostenibili.

### 3.2.1 *Il greenwashing*

Il termine “greenwashing” deriva dalla combinazione di due parole: “green” (ecologico) e “whitewashing” (insabbiamento). È una pratica di marketing ingannevole, tramite la quale un'azienda comunica all'esterno informazioni non finanziarie, ecologiche e sostenibili, quando in realtà queste informazioni non sono veritiere: praticamente, tramite il greenwashing, vi è la promozione di prodotti e servizi che attraggono consumatori attenti e sensibili alle tematiche ambientali, ma senza che l'azienda riduca l'impatto sull'ambiente.

Quest'epoca è assai interessata dalla manifestazione di questo rischio, poiché istituzioni ed investitori devono prestare sempre più grande attenzione alla sostenibilità ambientale. Proprio per questo, le aziende possono essere spinte ad una falsificazione dei propri risultati per vari motivi: non solo l'attrazione di clienti e consumatori attenti alla sostenibilità ma, anche, la ricerca del miglioramento della reputazione aziendale e l'ottenimento di agevolazioni fiscali, incentivi e finanziamenti.

Il rischio di greenwashing può portare alla perdita di fiducia da parte di tutti gli stakeholder interessati. Il rischio principale, appunto, è la perdita di reputazione da parte dei consumatori che si può tradurre, oltre ai danni reputazionali nel lungo periodo, in un netto calo delle vendite. Di conseguenza, le aziende che attuano questa pratica di marketing ingannevole possono avere indici e rating negativi che influenzano il loro valore di mercato; in più, ora, con le nuove normative le dichiarazioni ingannevoli possono portare all'irrogazione di sanzioni da parte dell'autorità. Il greenwashing è, a tutti gli effetti, un “rischio finanziario non

dichiarato”, dal momento che le aziende che non implementano pratiche sostenibili possono essere soggetti a sanzioni, perdita di quote di mercato e cali di competitività perché le aziende che adottano pratiche sostenibili trasparenti potrebbero superare quelle che praticano greenwashing.

Il greenwashing può manifestarsi in diversi modi:

- Possono essere fatte dichiarazioni del tutto imprecise, usando parole come “green”, “eco-friendly” e “sostenibile”, ma senza essere sostenute da dati e certificazioni credibili, senza fornire dei dettagli concreti sulle pratiche sostenibili;
- Alcuni dei prodotti offerti sono assolutamente ecologici e sostenibili, a discapito di tutte le altre attività ed operazioni aziendali che rimangono ad elevatissimo impatto ambientale. In alternativa, un’iniziativa ecologica può nascondere altri comportamenti deleteri: un’azienda dichiara l’utilizzo di packaging riciclabile che, però, produce un’enorme mole di rifiuti tossici.

Il greenwashing può e deve essere evitato e per farlo ci sono una serie di procedure. Innanzitutto, l’approccio deve essere olistico, cioè un approccio in cui vengono adottate pratiche e strategie sostenibili su tutta la filiera, senza limitarsi a qualche operazione. Fondamentale, anche, è la trasparenza delle informazioni non finanziarie presentate, senza esagerare nella descrizione dei benefici ambientali, e le certificazioni devono essere credibili, ovvero devono essere utilizzate delle certificazioni riconosciute a livello internazionale.

I casi di greenwashing sono tutt’altro che infrequenti all’interno delle aziende: esempi sono rappresentati dallo scandalo “*Dieseldgate*” di Volkswagen o dall’acqua sostenibile e il packaging ecologico di Nestlé. Riguardo al primo caso, Volkswagen fu interessata dal greenwashing sui veicoli diesel: era stato installato uno software che falsificava i test sulle emissioni, in modo da far risultare le auto più ecologiche di quanto fossero in realtà (i veicoli inquinavano molto di più rispetto agli standard legali); anche dopo l’ammissione di aver falsificato i dati, l’azienda ha ricevuto pesanti sanzioni e si è vista danneggiare la sua reputazione.

Invece, relativamente al caso Nestlé, l’azienda ha promosso le bottiglie di plastica

come riciclabili, sostenendo che queste bottiglie erano più ecologiche grazie al riciclo della plastica. Però, solo una piccola percentuale della plastica veniva riciclata e, d'altro canto, l'iniziativa è stata criticata per l'uso della plastica monouso, che contribuisce notevolmente all'inquinamento oceanico.

Il greenwashing è una seria minaccia per un futuro più ecologico e sostenibile, in quanto mette a rischio la fiducia dei consumatori: da una parte, le aziende devono comunicare onestamente le loro iniziative ambientali e dall'altra, i consumatori devono distinguere le reali pratiche sostenibili da quelle solo ed esclusivamente pubblicitarie.

### *3.2.2 Il rischio di reputazione ESG*

Questa tipologia di rischio si riferisce al danno reputazionale potenziale che potrebbe gravare su un'azienda, qualora quest'ultima non rispettasse o sarebbero mal percepiti dagli stakeholders i fattori ambientali, sociali e di governance. Di pari passo al ruolo sempre più centrale della sostenibilità all'interno delle aziende, il rischio reputazionale legato a questi fattori è notevolmente incrementato. Quindi, il rischio di reputazione ESG si manifesta se l'azienda è inadeguata o non etica nella gestione dei temi legati alla dinamica ESG.

Le ripercussioni di questa tipologia di rischio sono simili a quelli del greenwashing. Gli investitori possono perdere fiducia nelle imprese non considerate conformi ed escluderle dal portafoglio investimenti: questo si traduce nella perdita di clienti, poiché gli investitori sono sempre più attenti alle questioni ESG, in un danno considerevole al valore del marchio e gravi conseguenze finanziarie identificati da cause legali, sanzioni, perdita di investitori e clienti.

Il rischio di reputazione ESG può manifestarsi per una serie di eventi, sempre legati alle tre dinamiche ESG:

- Pratiche dalle negative ripercussioni sull'ambiente: un esempio è il settore petrolifero o minerario, dove gli incidenti provocano conseguenze non di poco conto sulla reputazione aziendale e sull'ambiente. Un caso storico che rappresenta quanto appena detto è il disastro della Deepwater Horizon nel

- Golfo del Messico, del 2010. Questo danno ha provocato un gravissimo danno reputazionale a BP (società proprietaria della piattaforma e operante nel campo energetico, petrolifero e del gas naturale), nonostante l'azienda sia sforzata al massimo per il miglioramento delle sue pratiche ambientali;
- Condizioni lavorative e diritti umani. L'esempio concreto è Nike con lo scandalo del lavoro minorile negli anni '90: l'azienda è stata accusata di sfruttamento del lavoro minorile nelle catene di fornitura e, queste accuse, hanno portato Nike ad implementare politiche assai più rigorose sui diritti dei lavoratori. Si evince come, anche una cattiva gestione dei diritti umani e dei lavoratori può portare alla perdita di fiducia;
  - La dinamica della governance è anch'essa interessata e vari comportamenti possono influire sulla reputazione, come la mancanza di trasparenza nelle decisioni, comportamenti di corruzione e frode.

Bisogna specificare che le nuove generazioni di lavoratori (Millennials e Generazione Zeta) preferiscono lavorare in azienda che si impegnano fortemente e ottengono risultati più che soddisfacenti in ambito ESG: si può facilmente comprendere come una crisi sulla reputazione può difficilmente attrarre e trattenere giovani lavoratori.

### *3.2.3 Il rischio di transizione ESG*

Il rischio di transizione in ambito ESG si ricollega ai rischi economico-finanziari ed operativi, conseguenti ad una transizione verso un'economia più verde, ecologica e sostenibile. È un rischio che interessa interi settori e mercati, i quali devono necessariamente affrontarlo per allinearsi a tutta una serie di novità relative alle tecnologie, alle norme e alle preferenze dei consumatori.

Come appena detto, uno dei principali ambiti del rischio di transizione è rappresentato dai cambiamenti normativi e politici, sia a livello nazionale che internazionale, orientati a combattere il cambiamento climatico e a ricercare la carbon neutrality: parimenti all'adozione di norme sempre più stringenti, le aziende devono adattarsi a nuove linee guida, sostenendo costi aggiuntivi per

conformarsi alle nuove norme o, nel caso peggiore, pagare multe e avere il divieto di operare in nuovi settori. Per esempio, aziende operanti nel settore petrolifero e del gas potrebbero vedersi ridurre il valore degli assets per l'introduzione di normative più rigide; così come, l'introduzione di una “*carbon tax*” può avere un impatto considerevole su aziende operanti in questi settori.

Un secondo aspetto collegato alla manifestazione del rischio di transizione ESG è il rischio tecnologico, in quanto il passaggio verso un futuro ed un'economia più sostenibile implica l'utilizzo di nuove tecnologie che riducono l'impatto ambientale: il grosso rischio è che le aziende potrebbero non essere in grado di recepire queste nuove tecnologie e adattarsi, con la conseguenza che quelle che non investono in tecnologie a basso impatto ambientale rimangono in una posizione di svantaggio verso le concorrenti. Il caso concreto di questo rischio sono le aziende automobilistiche che dovranno radicalmente convertire la loro produzione verso veicoli elettrici: dovranno quindi sostenere ingenti investimenti e potranno perdere di competitività qualora i concorrenti si dovessero innovare rapidamente<sup>48</sup>. In più, se un'azienda dovesse investire in tecnologie, se oltre ad essere inefficaci non ricevono sostegno normativo, questa potrebbe avere gravi conseguenze perché potrebbe trovarsi in una situazione di perdita.

Da considerare nell'analisi del rischio di transizione ESG è la domanda dei consumatori che sta sempre più convergendo verso attività, prodotti e processi sostenibili: se le aziende non dovessero stare in linea con questa dinamica rischierebbero di perdere quote di mercato e veder svalutarsi le loro quote o azioni. Avere consumatori sempre più attenti alle dinamiche ambientali significa che potrebbero preferire, ad esempio, aziende che utilizzano processi sostenibili ed ecologici rispetto ad aziende che nella loro attività usano prodotti non riciclabili. Inoltre, alcune settori ed aziende possono vedere una limitazione dei loro finanziamenti da parte di banche, fondi pensione ed anche investitori, poiché

---

<sup>48</sup> Il Parlamento europeo ha approvato il divieto di vendere in Europa di vendere veicoli a motore termico, a benzina e diesel in linea col pacchetto Fit for 55 per far sì che entro il 2050 il settore dei trasporti sia a emissioni zero.

quest'ultimi evitano attività che hanno degli impatti negativi sull'ambiente.

Per misurare e quantificare le conseguenze del rischio di transizione ESG, sono stati consolidati due modelli di valutazione: il Carbon Pricing e lo Scenario Analysis. Nel primo caso, viene messo un prezzo sui gas serra e quindi vengono tassate le aziende che emettono questi gas, inquinando ed alimentando il cambiamento climatico; inoltre, è opportuno segnalare le differenze con il sistema degli “*Emission Trading System*” (ETS), cioè l'alternativa in cui vengono stabilite le emissioni a livello globale: “*Con una tassa, fissi il prezzo dell'emissione (quindi chiunque emetta deve pagare un tot per tot emissioni, senza distinzione alcuna). Con il mercato del carbonio fissi la quantità di emissioni totali che un paese può produrre in un certo periodo di tempo, lasciando che il prezzo si definisca da solo, in base alle condizioni di mercato*”<sup>49</sup>. Invece, la Scenario Analysis è una metodologia usata per la valutazione di contesti futuri correlati a cambiamenti economici, normativi ed ambientali; in particolare, in ambito ESG è un metodo utilizzato per una valutazione sempre più accurata delle transizioni climatiche, come norme più rigide sulle emissioni o in risposta all'evoluto scenario tecnologico. Quindi, tramite questo metodo, le aziende vanno a simulare come i diversi scenari futuri influiscono sui loro assets e sulle loro variabili economiche. Si può dunque affermare come il rischio di transizione ESG rappresenti una battaglia importante per le aziende, nonostante possa provocare elevati costi e significative perdite (soprattutto nel breve termine). Però, se le aziende dovessero gestire in maniera efficace questi rischi, quest'ultimi si possono tramutare in vantaggi e le aziende possono assumere una posizione di primato nel settore; viceversa, le aziende che non stanno al passo possono subire gravi conseguenze sia dal punto vista economico-finanziario che dal punto di vista della reputazione.

---

<sup>49</sup> Pietro Cesaro, “Cos'è la carbon tax e come funziona il mercato del carbonio”, *Duegradi*, <https://www.duegradi.eu/news/carbon-pricing/>

### *3.2.4 I rischi ESG nelle imprese: dall'identificazione alla comunicazione*

Innanzitutto, bisogna partire dal presupposto che l'identificazione del rischio, soprattutto in campo ESG e della sostenibilità, è sinonimo di efficace gestione aziendale.

Per identificare il rischio l'approccio deve avere due caratteristiche: essere sistematico ed essere personalizzato a seconda della tipologia di aziende e nel settore in cui opera. Una delle metodologie più utilizzate per individuare il rischio ESG è l'analisi di scenario (descritta in precedenza), a cui si aggiungono altri metodi; il primo è rappresentato dalla valutazione nelle catene di approvvigionamento da parte dei fornitori, poiché i rischi in campo ESG potrebbero essere portati all'interno delle aziende da quest'ultimi, in quanto potrebbero non rispettare standard sociali ed ambientali. Il secondo metodo è un'analisi svolta sulle parti interessate all'attività aziendale, nota come "Stakeholder Analysis" (spiegata nel dettaglio successivamente), in cui gli stakeholder vengono ascoltati sulle loro aspettative e preoccupazioni in modo da identificare eventuali e potenziali rischi sociali, ambientali e di governance. Un ulteriore metodo, molto probabilistico e matematico, vede i rischi ESG mappati e per ognuno di esso viene definita la probabilità di manifestazione. L'ultimo metodo prevede una valutazione fatta sull'intero ciclo di vita del prodotto: è una metodologia completa perché, da un lato, permette l'individuazione di impatti e ripercussioni ambientali su tutto il ciclo di vita del prodotto e, dall'altro, permette di far venire a galla anche eventuali rischi ambientali nascosti.

Una volta che questi rischi vengono individuati, fondamentale è la comunicazione per due motivi:

- Una mancata comunicazione potrebbe far sorgere dei dubbi sull'agire in modo responsabile dell'azienda;
- Inoltre, se non dovessero essere comunicati, sarebbe altamente improbabile che gli stakeholder abbiano ancora fiducia nei prodotti dell'azienda e delle attività svolte all'interno di esse.

La comunicazione avviene per mezzo del bilancio di sostenibilità e della

dichiarazione non finanziaria. Però, molto importante e non da sottovalutare, è il processo di engagement con gli investitori e la trasparenza nelle catene di fornitura. Nel primo caso, i rischi ESG comunicati permettono di attrarre maggiormente gli investitori; a maggior ragione se si considerano le informazioni sempre più meticolose che vengono richieste dagli investitori (in particolar modo quelli istituzionali) per prendere decisioni di investimento sempre più responsabili e consapevoli. Nel secondo caso, importante è la comunicazione di come i fornitori affrontano le tematiche sull'ambiente, sociali e sulla governance: anche questa tipologia di comunicazione contribuisce alla maggior trasparenza aziendale.

L'individuazione, la gestione e la comunicazione sono processi molto importanti che devono avvenire internamente all'azienda per migliorarne la reputazione e attrarre sempre più investimenti; inoltre, i rischi ESG devono essere integrati nella procedura gestione di tutti i rischi dell'azienda e, per questo, è richiesta una collaborazione tra tutti i reparti aziendali, soprattutto quelli di sostenibilità e di analisi del rischio. Un approccio sempre più trasparente nella gestione di questi rischi è fondamentale per far sì che le aziende affrontino in maniera attiva e vincente sfide globali in ambito ESG.

Figura 3.4: Stakeholder analysis. La matrice evidenzia la stakeholder analysis, individuando quattro tipi di stakeholder:

- Alta influenza/alto interesse: gli “attori chiave del progetto”. L'azienda deve cercare di mantenere alto il loro livello di soddisfazione;
- Alta influenza/basso interesse: in questo caso, il loro livello di soddisfazione deve essere mantenuto alto ma non devono essere coinvolti come il precedente gruppo definito;
- Bassa influenza/alto interesse: tale categoria permette di supportare, tramite dettagliate e meticolose indicazioni, il progetto. Però, data la bassa influenza su quest'ultimo, non è necessario acconsentire alle proprie richieste;

- Bassa influenza/basso interesse: “stakeholder secondari” e per questo informati solo sui punti essenziali del progresso.

Tale metodologia è importante per lo svolgimento di tutti i progetti aziendali, a maggior ragione quelli di innovazione, i quali richiedono il soddisfacimento e l’approvazione di una vasta gamma di persone. Se i soggetti non dovessero concordare con l’esecuzione del progetto, è un problema: prima di attuare un qualsiasi progetto è fondamentale definire quali sono tutti gli attori coinvolti e cercare di connetterli nel maniera più coesa possibile.



Fonte: Gianluca Abbruzzese, “Stakeholder Analysis: connettere ed integrare gli interessi e gli obiettivi di tutti”, *Filosofia dell’innovazione*, 22 giugno 2021, <https://www.filosofiadellinnovazione.it/stakeholder-analysis-connettere-ed-integrare-gli-interessi-e-gli-obiettivi-di-tutt.html>

### 3.2.5 Il punteggio del rischio ESG

All’interno delle aziende il punteggio del rischio valuta la probabilità che si verifichi un evento negativo. Tale misura quantitativa viene utilizzata in numerosi settori per la stima dei rischi potenziali, in particolare il rischio di credito e la volatilità dei mercati finanziari, che influenzano il valore dell’impresa e dei suoi assets. In particolare, il punteggio del rischio è una combinazione tra probabilità ed impatti eventuali degli eventi, cioè la probabilità che un evento si verifichi e quanto gravi sarebbero le conseguenze se l’evento si verificasse; più il punteggio è dettagliato e preciso, più le aziende e gli investitori prendono decisioni in modo informato che permettono di ridurre e mitigare i rischi.

Con particolare riferimento al punteggio del rischio ESG, si può affermare che, molto semplicemente, è la misurazione e quantificazione del rischio associata ai fattori ambientali, sociali e di governance; vengono identificati tutta una serie di rischi legati alle dinamiche ESG, che possono avere delle conseguenze negative nei tre ambiti. Di pari passo con la sempre più crescente attenzione alla sostenibilità e la preferenza per investimenti sostenibili, questa tipologia di valutazione assume (e assumerà) sempre più rilevanza poiché, se questi rischi dovessero essere individuati potrebbero portare ad impatti finanziari diretti (multe e sanzioni) o indiretti (problemi reputazionali e minore fiducia degli investitori). Il punteggio ESG è frutto di un calcolo fatto da agenzie di rating specializzate tramite la raccolta di dati pubblici e report aziendali. Poi, le aziende vengono classificate su una scala che misura il rischio sui fattori ESG: molto semplicemente, ad un punteggio ESG più alto viene identificato un rischio maggiore e un punteggio ESG più basso corrisponde una miglior gestione dei rischi. Ognuna delle agenzie utilizza dei propri parametri per l'individuazione e la valutazione dei rischi ESG. Ecco alcuni esempi:

- il rating ESG di MSCI va da AAA (leader) a CCC (lenta gestione del rischio): in particolare, una valutazione “B” o “CCC” identificano una scarsa performance ESG, una valutazione “A”, “BBB” o “BB” significa una media performance ESG e, infine, si è leader ESG con una valutazione “AAA” o “AA”;
- la valutazione dei rischi ESG secondo Refinitiv è rappresentata da un punteggio espresso in percentuale da 0 a 100, ove ad un punteggio più alto è associata una miglior gestione dei rischi ESG;
- Sustainalytics, invece, valuta il rischio su una scala da 0 a 100 con diversi livelli di rischio:
  - 1) Rischio grave “Severe”: il punteggio è uguale o superiore a 40;
  - 2) Rischio alto “High”: il range di punteggio va dai 30 ai 40;
  - 3) Rischio medio “Medium”: il punteggio si sposta da un minimo di 20 ad un massimo di 30;

- 4) Rischio basso “Low”: da un punteggio di 10 ad uno di 20;
- 5) Rischio trascurabile “Negligible”: da 0 a 10.

Si nota, quindi, come le agenzie di rating utilizzino dei propri metodi e punteggi per la valutazione di rischi ESG, cosicché gli investitori possano prendere le loro decisioni avendo di fronte una visione diversificata del rischio.

Un esempio particolarmente rilevante quando si parla di punteggio del rischio ESG è il caso Tesla. La multinazionale fondata e guidata da Elon Musk leader nella produzione di macchine elettriche, ha l’obiettivo di ridurre al massimo l’utilizzo dei combustibili fossili nel mondo, con quest’ultimo sempre più dipendente dall’utilizzo di energia rinnovabile. Sembrerebbe, quindi, che Tesla è una delle aziende più virtuose nel campo della sostenibilità al mondo, ma in realtà non è così. L’ambiente è solo uno dei tre pilastri ESG su cui viene attribuito un punteggio: da non dimenticare nell’analisi sono gli impatti sulla società e la struttura della governance: infatti, Tesla, è stata penalizzata per ciò che concerne la discriminazione e la sicurezza dell’ambiente di lavoro; quindi, “ESG” non significa attenzione solo ed esclusivamente all’ambiente, ma ci deve necessariamente essere un impegno su più fronti.

In conclusione, si può affermare che il punteggio del rischio ESG è uno strumento fondamentale per la misurazione sia di una performance finanziaria che di gestione dei rischi correlati alla governance, alla sostenibilità, a bassi impatti ambientali, ai diritti umani, ecc. Si evince come la valutazione sia “olistica” sugli impatti, i quali si articolano in tre dimensioni: finanziario, sostenibile, etico: una valutazione di questo tipo permette di conciliare rendimento finanziario e responsabilità sociale.

## BIBLIOGRAFIA

Borsa Italiana. *Green, Social & Sustainable Bonds: The Market Experience*.

Agosto 2024. Recuperato da:

<https://www.borsaitaliana.it/finanza-sostenibile/statistiche/statistiche-green-e-social-bond/agosto-2024.pdf>

Centro Studi e Ricerche Itinerari Previdenziali. *Quaderno di Approfondimento 2024: ESG e SRI, le politiche di investimento sostenibile degli investitori istituzionali italiani*. 2024.

Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob). *Richiamo d'attenzione n.1 del 28 febbraio 2019*. Recuperato da:

[https://www.consob.it/documents/1912911/1916391/ra\\_20190228.pdf/31ac9248-e905-7f16-fb7a-136c1ff0a5cc](https://www.consob.it/documents/1912911/1916391/ra_20190228.pdf/31ac9248-e905-7f16-fb7a-136c1ff0a5cc)

Costituzione della Repubblica Italiana. 1947. Modificata dalla Legge Costituzionale 11 febbraio 2022, n.1.

Deloitte & Touche LLP e The Fletcher School, *Investor trust in sustainability data*. 2024.

Edo Ronchi, Andrea Barbarella, e Chiara Montanini. Con la collaborazione di Virginia Ferruccio e Davide Grossi. *I 10 key trend sul clima in Italia*. Italy for climate. 2024. Recuperato da:

<https://italyforclimate.org/wp-content/uploads/I-10-key-trend-sul-clima-nel-2023-Italy-for-Climate1.pdf>

Enel. *Bilancio di sostenibilità 2023*. 2024. Recuperato da:

[https://www.enel.com/content/dam/enel-com/documenti/investitori/sostenibilita/2023/bilancio-sostenibilita\\_2023.pdf](https://www.enel.com/content/dam/enel-com/documenti/investitori/sostenibilita/2023/bilancio-sostenibilita_2023.pdf)

Enel. *Green Bond Report 2023*. 2024.

Forum per la Finanza Sostenibile. *La finanza sostenibile dopo l'emergenza COVID-19*. 2020. Recuperato da:

<https://finanzasostenibile.it/wp-content/uploads/2020/11/Finanza-Sostenibile-post-COVID.pdf>

Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF). *Rapporto su Allocazione e Impatto BTP Green*. Con la collaborazione della Direzione Strategie Territoriali e Impatto di Cassa Depositi e Prestiti S.p.A. 2024. Recuperato da:

[https://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti\\_it/debito\\_pubblico/btp\\_green\\_post\\_emissioni/Rapporto-2024-Allocazione-e-Impatto-BTP-Green-25.06.2024.pdf](https://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/btp_green_post_emissioni/Rapporto-2024-Allocazione-e-Impatto-BTP-Green-25.06.2024.pdf)

Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 18 giugno del 2020. *Gazzetta ufficiale dell'Unione Europea*, L 198, 22 giugno 2020.

Recuperato da:

<https://eur-lex.europa.eu/IT/legal-content/summary/assessing-environmentally-sustainable-investments.html>

World Commission on Environment and Development, *Our Common Future*. Oxford: Oxford University Press, 1987.

## SITOGRAFIA

Abbruzzese, Gianluca. “Stakeholder Analysis: connettere ed integrare gli interessi e gli obiettivi di tutti”. *Filosofia dell’innovazione*. 22 giugno 2021.

<https://www.filosofiadellinnovazione.it/stakeholder-analysis-connettere-ed-integrare-gli-interessi-e-gli-obiettivi-di-tutt.html>

“Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile”. *Agenzia per la Coesione territoriale*.

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

Cesaro, Pietro. “Cos’è la carbon tax e come funziona il mercato del carbonio”. *Duegradi*.

<https://www.duegradi.eu/news/carbon-pricing/>

“Enel Finance Green 1.500% Call 21lg25”. *Borsa Italiana*.

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/obbligazioni/eurotlx/scheda/XS1937665955.html?lang=it>

“Enel Finance International Green Bond Callable EUR 1.5% 21/07/2025”.

*Altroconsumo*.

<https://www.altroconsumo.it/investi/investire/obbligazioni/enel-finance-international-green-bond-callable-eur-15-21072025#AllDetails>

“Levissima ed il progetto Regeneration”. *Sanpellegrino Corporate*.

<https://www.sanpellegrino-corporate.it/it/impegno-per-ambiente/levissima-progetto-regeneration>

Maci, Luciana. “Innovazione sostenibile: che cos’è e le tecnologie che possono rendere migliore il pianeta”. *Economy Up*. 22 dicembre 2021.

<https://www.economyup.it/innovazione/innovazione-sostenibile-che-cose-e-le-tecnologie-che-possono-rendere-migliore-il-pianeta/>

“Paris Agreement on Climate Change”. *Consilium.europa.eu*. Traduzione italiana.  
<https://www.consilium.europa.eu/it/policies/climate-change/paris-agreement/>

“Principles for Responsible Investment”. *Investire responsabilmente*.  
<https://investiresponsabilmente.it/glossario/pri/>

Redazione Traderlink. “Enel lancia un’obbligazione green e raccoglie 2 miliardi di dollari”. *Traderlink*. 20 giugno 2024.

[https://www.traderlink.it/notizie/news-traderlink/enel-lancia-un-obbligazione-green-e-raccoglie-2-miliardi-di-dollari\\_24172C99KZ9E8Z8](https://www.traderlink.it/notizie/news-traderlink/enel-lancia-un-obbligazione-green-e-raccoglie-2-miliardi-di-dollari_24172C99KZ9E8Z8)

