



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA

**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M. FANNO"**

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA

PROVA FINALE

**"INTEGRARE LA SOSTENIBILITÀ NELLE DECISIONI FINANZIARIE:
UNA RIFLESSIONE SUGLI STRUMENTI E I METODI PER LA FINANZA
SOSTENIBILE"**

RELATRICE:

CH.MA PROF.SSA: ELISA TOSETTI

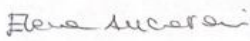
LAUREANDA: ELENA ANCARANI

MATRICOLA N. 2005372

ANNO ACCADEMICO 2022 – 2023

Dichiaro di aver preso visione del “Regolamento antiplagio” approvato dal Consiglio del Dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali e, consapevole delle conseguenze derivanti da dichiarazioni mendaci, dichiaro che il presente lavoro non è già stato sottoposto, in tutto o in parte, per il conseguimento di un titolo accademico in altre Università italiane o straniere. Dichiaro inoltre che tutte le fonti utilizzate per la realizzazione del presente lavoro, inclusi i materiali digitali, sono state correttamente citate nel corpo del testo e nella sezione ‘Riferimenti bibliografici’.

I hereby declare that I have read and understood the “Anti-plagiarism rules and regulations” approved by the Council of the Department of Economics and Management and I am aware of the consequences of making false statements. I declare that this piece of work has not been previously submitted – either fully or partially – for fulfilling the requirements of an academic degree, whether in Italy or abroad. Furthermore, I declare that the references used for this work – including the digital materials – have been appropriately cited and acknowledged in the text and in the section ‘References’.

Firma (signature) 

Sommario

1. INTRODUZIONE	1
2. SOSTENIBILITÀ E FINANZA.....	1
2.1 CENNI STORICI: ACCORDO DI PARIGI	1
2.1.1 L'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile	4
2.1.2. Tassonomia dell'Unione Europea.....	4
2.2. DEFINIZIONE E OBIETTIVI DELLA GREEN FINANCE.....	5
2.3. INVESTIMENTI SOSTENIBILI: CONSAPEVOLEZZA, MOTIVAZIONI, COSTI E BENEFICI.....	8
3. STRUMENTI E APPROCCI PER LA FINANZA SOSTENIBILE	11
3.1 ANALISI DEI RISCHI AMBIENTALI, SOCIALI E DI GOVERNANCE (ESG).....	11
3.2. GREEN BONDS E GREEN LOANS	13
3.3. ECOLABEL	15
4. AMBIENTALISMO DI FACCIATA? IL GREENWASHING.....	17
4.1. STORIA E DEFINIZIONE	17
4.2. CASI DI GREENWASHING NEGLI ULTIMI ANNI	19
5. FINANZA COMPORTAMENTALE PER LA SOSTENIBILITÀ	21
5.1. DEFINIZIONE E GREEN NUDGING	21
6. CONCLUSIONI.....	24
BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA	25

1. INTRODUZIONE

Nell'era moderna, l'attenzione verso le questioni ambientali e sociali si è intensificata considerevolmente. La crescente consapevolezza degli impatti negativi delle attività umane sull'ambiente e sulle società ha spinto gli individui, le imprese e le istituzioni finanziarie a riconsiderare le loro pratiche e a cercare soluzioni più sostenibili. In questo contesto, la finanza sostenibile emerge come concetto che integra gli obiettivi finanziari con quelli ambientali e sociali.

Tuttavia, nonostante l'aumento di familiarità e conoscenze nei diversi ambiti del cambiamento climatico e delle sue conseguenze, l'integrazione e la comprensione della finanza in ambito ambientale non è ancora così chiara. Alcune persone, infatti, sono ben conscie dell'esistenza della possibilità di investire in modo "verde" e responsabile, e degli strumenti chiave di tale settore, come green e social bond, prestiti verdi e molti altri; eppure, spesso ignorano quali siano le peculiarità di quest'ultimi, le loro funzionalità, i rischi e i benefici legati ad essi.

Attraverso un'analisi approfondita sui principali aspetti della finanza sostenibile, questa tesi mira a fornire una panoramica esauriente sulle implicazioni e sulla sua rilevanza nel contesto attuale.

L'obiettivo è quello di evidenziarne i benefici, ma anche esporre i rischi sugli investimenti connessi a tale ambito, le sfide e le diverse opportunità che ne discendono. Partendo dalle origini ci muoveremo analizzando chi sono coloro che effettivamente risultano interessati e consapevoli della finanza sostenibile e quanto effettivamente ne sanno al riguardo; esplorando le caratteristiche dei fattori ESG, analizzeremo gli strumenti più conosciuti ed utilizzati per la "sustainable finance" e le politiche di certificazione, e prenderemo in esame le conseguenze negative della pressione ad agire in modo sostenibile fino ad analizzare il comportamento e gli schemi mentali e personali dei soggetti che decidono di investire responsabilmente.

2. SOSTENIBILITÀ E FINANZA

2.1 Cenni storici: Accordo di Parigi

Tra il 30 novembre e il 13 dicembre 2015 si tennero i lavori per la stipulazione di un Accordo riguardante la riduzione delle emissioni di gas serra, e con importanti collegamenti con la finanza. Tale Accordo venne stipulato a Parigi durante la Conferenza sui Cambiamenti Climatici alla quale parteciparono gli Stati membri della Convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici (UNFCCC): sottoscritta nel 1992, si tratta della "prima

Conferenza mondiale sullo sviluppo sostenibile con obiettivo principale la stabilizzazione della concentrazione di gas serra nell'atmosfera terrestre sotto i livelli che potessero causare modifiche del clima della terra dovute a cause antropiche” (D'Alessio, 2011).

L'Accordo di Parigi è un trattato internazionale giuridicamente vincolante da sottoporre a ratifica da parte degli Stati. In base a tale Accordo, *“ogni Paese si assumerà, a partire dal 2020, impegni di mitigazione e adattamento ai cambiamenti climatici. In particolare, i 195 Paesi partecipanti si sono promessi di ridurre le emissioni in modo tale da contenere l'aumento della temperatura globale al di sotto dei 2° C, con l'impegno di operare attivamente per un ulteriore abbassamento della soglia a 1,5°C, rispetto ai livelli preindustriali (1990)”* (Aristei, 2017). L'Accordo di Parigi introduce una novità significativa, poiché per la prima volta affronta la questione dell'adattamento, delle perdite, e dei danni derivanti dai cambiamenti climatici degli articoli 7 e 8 (rispettivamente sull'adattamento; e sulle perdite e i danni climatici). Si stabilisce un obiettivo globale volto ad aumentare le capacità di adattamento e resilienza, nonché a ridurre la vulnerabilità ai cambiamenti climatici. Questo obiettivo deve essere raggiunto attraverso l'implementazione di piani e azioni da parte di tutti i Paesi, fornendo un sostegno internazionale ai Paesi in via di sviluppo che potrebbero incontrare maggiori difficoltà nel perseguire tali obiettivi. L'azione di adattamento deve basarsi sull'uguaglianza partecipativa e del tutto trasparente, tenendo conto dei gruppi, delle comunità e degli ecosistemi vulnerabili. Inoltre, deve essere ispirata alle migliori conoscenze scientifiche disponibili, alle conoscenze tradizionali e alle culture locali e indigene (Aristei, 2017).

Il settore privato è ritenuto anch'esso necessario alla partecipazione diretta all'Accordo, impegnandosi nell'innovare il proprio modello di business, investire nella nuova tecnologia e riducendo quindi i propri impatti ambientali (Gianguialano & Solimene, 2019).

Quest'ultimo stesso autore ci sottolinea che l'Accordo di Parigi assume ulteriore rilevanza perché prevede delle soluzioni anche laddove la politica di adattamento non risulti essere sufficiente per determinati eventi. Si tratta di una politica di perdita e danno (*“Loss and Damage”*), la quale non è altro che un fondo pensato per assicurare una risposta efficace sul piano internazionale che faccia riferimento alle perdite future dovute ai cambiamenti climatici, che siano esse economiche o di altra natura.

L'innovazione rispetto al Protocollo di Kyoto del 1997, che già prevedeva la mitigazione degli impatti climatici, sta proprio nella previsione di obiettivi di riduzione delle emissioni non solo da parte dei Paesi industrializzati, ma da tutti coloro che hanno preso parte all'Accordo e non solo: gli obiettivi sono determinati a livello nazionale (*National Determined Contributions*, NDC) trovando in questo modo il supporto anche da parte di quei

paesi che non desideravano essere eccessivamente vincolati a livello internazionale; inoltre, in questo modo si è in grado di aumentare i propositi, come stabilito, ogni cinque anni, grazie al *Global Stocktake*, un meccanismo di controllo periodico a tre fasi per verificare l'efficacia dei NDC (Gianguialano & Solimene, 2019).

Analizzando i diversi articoli dell'Accordo di Parigi evidenziamo, in particolare, l'articolo 9, riguardante la questione della finanza per il clima, cui obiettivo, nel lungo termine, è quello di trasformare le economie in modo da rendere tutti i flussi finanziari compatibili con la riduzione delle emissioni di gas effetto serra.

Di seguito, alcuni passi riscritti e commentati dell'articolo 9 (Piana, 2016):

“9.1. I Paesi sviluppati devono fornire risorse finanziarie per assistere i Paesi in via di sviluppo, sia per quanto riguarda la mitigazione che l'adattamento in continuazione dei loro obblighi esistenti derivanti dalla Convenzione”.

“9.3. Come parte di uno sforzo globale, i Paesi sviluppati dovrebbero continuare ad essere i primi a mobilitare finanza climatica da un'ampia varietà di fonti, strumenti e canali, sottolineando il ruolo dei fondi pubblici, attraverso una varietà di azioni, incluso attraverso il supporto alle strategie guidate dai Paesi e prendendo in considerazione i bisogni e le priorità dei Paesi in via di sviluppo. Tale mobilitazione di finanza climatica dovrebbe rappresentare una progressione oltre gli sforzi passati”.

“9.4. La fornitura di risorse finanziarie su scala più ampia dovrebbe tendere a raggiungere un equilibrio tra adattamento e mitigazione, prendendo in conto le strategie proprie dei Paesi e le priorità e i bisogni dei Paesi in via di sviluppo, specialmente quelli che sono particolarmente vulnerabili agli impatti negativi del cambiamento climatico ed hanno significativi limiti di capacità organizzativa quali ad esempio i Paesi meno sviluppati (...)”.

“9.5. I Paesi sviluppati devono comunicare ogni due anni informazioni qualitative e quantitative sui temi dei par. 1 e 3, ove applicabile, incluso, quando disponibile, i livelli previsti di finanziamento pubblico ai Paesi in via di sviluppo.

Altri Paesi che forniscono risorse sono incoraggiati a comunicare ogni due anni tali informazioni su base volontaria” (...).

L'autore di tale documento (Piana, 2016), in realtà, definisce tale articolo debole, e motiva tale espressione affermando innanzitutto l'incoerenza dietro esso legata alla previsione di *“un'ampia varietà di fonti (pubbliche e private) ed una rendicontazione delle sole risorse pubbliche, effettuata troppo di rado e senza il grado di dettaglio che permetta di capire se le risorse per la mitigazione e l'adattamento siano sufficienti e ben spese e se vengano raggiunti gli scopi assegnati”.*

2.1.1 L'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile

“The new agenda is a promise by leaders to all people everywhere. It is an agenda for people, to end poverty in all its forms – an agenda for the planet, our common home” (Ban Ki-moon, ex Segretario Generale delle Nazioni Unite) (ONU, 2015).

Ritagliamo un piccolo spazio per la menzione dell'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile, nata sempre nel 2015 dalla collaborazione dei Paesi dell'ONU, come programma di azioni ed obiettivi da raggiungere e soddisfare tra il 1° gennaio 2016 ed entro il 2030. Gli obiettivi comuni, che devono, quindi, necessariamente essere raggiunti da tutti i 193 paesi membri che li hanno sottoscritti, sono stati raggruppati in 17 *“sustainable development goals (SDGs)”* e 169 target in ambito dei diritti umani e sociali, salute e benessere, sviluppo economico e ambiente (Gianguialano & Solimene, 2019).



Figura 2.1 – I 17 obiettivi dell'Agenda 2030 (fonte: onuitalia.com)

Il raggiungimento degli obiettivi è un percorso lungo, che sta procedendo lentamente, e la crisi pandemica degli ultimi anni ha rallentato ulteriormente il processo. Addirittura, secondo il rapporto Asvis del 2022, sembra che i progressi per il momento non si vedano e che alcune aree, come quelle sociali e ambientali, abbiano subito un peggioramento (Asvis, 2022).

I miglioramenti, però, non mancano e hanno caratterizzato almeno la metà degli obiettivi tra il 2010 e il 2021, di conseguenza non mancano fiducia e voglia di continuare ad intraprendere iniziative ed azioni rilevanti, che dovranno essere portate ambiziosamente avanti nei prossimi anni.

2.1.2. Tassonomia dell'Unione Europea

Gilchrist et al. (2021) ci espongono un ulteriore contributo alla corsa verso un'economia green, ossia la formazione del TEG da parte dell'Unione Europea. Il TEG, che sta per

technical expert group, si riferisce proprio ad un insieme di esperti in vari ambiti e settori che si occupa di individuare le risorse sostenibili necessarie, sostenere le politiche di mitigazione e adattamento al cambiamento climatico, nonché alla prevenzione e riduzione di inquinamento ed attività nocive.

Tale tassonomia, entrata in vigore nel luglio 2020, classifica le attività economiche in due categorie: le attività di transizioni, le quali grazie alle proprie prestazioni contribuiscono alla mitigazione delle emissioni (ad esempio i pannelli solari che generano elettricità, come indicato da Gilchrist et al.); e le attività abilitanti, necessarie per il funzionamento di altre attività (la produzione stessa del pannello solare). Le due categorie di attività vengono entrambe considerate come “*green*” e forniscono contributi diretti o indiretti per il raggiungimento degli obiettivi sostenibili.

2.2. Definizione e obiettivi della *green finance*

La finanza sostenibile è un ramo della "finanza etica", la quale in qualche modo cerca di effettuare delle scelte in campo economico che non si basino unicamente sul profitto. Va da sé che la finanza etica comprende un insieme molto più ampio di tematiche e non ha solo a che vedere con lo sviluppo sostenibile o con ciò che concerne il cambiamento climatico e l'ambiente.

Esistono più definizioni di finanza etica, in particolare essa prevede una certa attenzione da parte dei fondi di investimento relativamente alla destinazione delle rispettive somme di denaro. Una definizione più ampia afferma che i fondi etici non sono altro che quei fondi, i quali destinano una quota di propri utili a enti *non profit* impegnati in iniziative benefiche; un'altra, invece, classifica come fondi etici quelli che investono direttamente in imprese preventivamente ed accuratamente selezionate sulla base di certi criteri virtuosi (Becchetti, 1999).

L'eticità come aspetto caratteristico dell'economia ha in realtà radici molto più profonde di quanto siamo portati a pensare. Tra i diversi esempi emerge Aristotele, il quale considerava l'usura come una forma di scambio da lui definita “*perversa*”, spiegando come sia normale che realtà come i raccolti e il bestiame moltiplichino, ma come non lo sia per i soldi. La visione negativa sta quindi nel concetto di interesse, come sorta di ricompensa per il prestito di denaro. Ma non finisce qui: l'Antico Testamento, diversamente dal Nuovo, presenta, a sua volta, una visione negativa dell'interesse, così come i membri della Scolastica, filosofia cristiana medioevale, i quali ritenevano che i soldi fossero semplicemente un mezzo di scambio, sottolineando quindi, ancora una volta, l'innaturalità della loro moltiplicazione.

Alcuni Scolastici, però, sostennero alcune eccezioni, in particolare legate al possibile ritardo nel pagamento di chi aveva preso in prestito una certa somma di denaro: il prestatore, in caso di ritardo del mutuatario, poteva chiedere un interesse nel pagamento scaduto.

Ecco, quindi, che negli Antichi Greci e nella filosofia medievale, una certa etica che riguarda il denaro, e non solo, è quasi sempre affrontata e tenuta in considerazione. Come non citare l'importanza che in seguito Adam Smith darà ai lavoratori e alle sue affermazioni inerenti a come la specializzazione e la divisione del lavoro impatterà negativamente sulle loro condizioni fisiche e mentali.

La finanza “verde”, in particolare, è un tema sempre più rilevante ed estremamente attuale che riguarda non solo aziende ed istituzioni ma anche privati ed in particolare anche i clienti e i consumatori, che sono sempre più preoccupati ed interessati all'aspetto sostenibile e ambientale al momento dell'acquisto di prodotti e della sottoscrizione di azioni od obbligazioni.

Ad emettere i cosiddetti “green bonds”, non sono più solo le istituzioni finanziarie sovranazionali, ma anche le singole aziende, i comuni e gli enti statali.

Ma cos'è la finanza “verde”? A questo proposito è interessante soffermarsi su un dato citato in un articolo del Sole24 Ore del 16 maggio 2023, in occasione del Salone del Risparmio 2023, evento organizzato dal gruppo Assogestioni e tenutosi proprio in quei giorni a Milano. Il dato in questione, emerso dai dati Consob, afferma che *“in media il 50% del campione degli italiani intervistati (duemila persone nel luglio 2022) non ha mai sentito parlare di investimenti sostenibili, obbligazioni verdi, fattori ESG e rischio di greenwashing”* (D'Angerio, 2023).

L'autore in particolare afferma che in generale vi è un *“grande interesse per i prodotti finanziari sostenibili, ma poi, al momento della scelta d'acquisto, l'investitore italiano è perplesso”*. Questo lo porta, spesso, a decidere di non investire, dovuto anche al fatto che le informazioni sul campo ESG scarseggiano. Tutto ciò non ci è nuovo: poco più avanti analizzeremo informazioni in merito alle scarse conoscenze e all'interessamento degli italiani in merito a tale contesto. Vediamo però ora di fare chiarezza e rispondere a qualche dubbio.

La finanza sostenibile, o “verde” appunto, come viene informalmente talvolta indicata, definisce la *“applicazione del concetto di sviluppo sostenibile all'attività finanziaria”* (CONSOB, s.d.).

L'idea di fondo rimane quindi quella di utilizzare le risorse in modo razionale per non compromettere le generazioni future, con l'obiettivo di creare valore nel lungo periodo. Il principio fondamentale non è altro che quello in cui gli investimenti e le decisioni finanziarie

non devono solo generare rendimenti economici, ma anche avere un impatto positivo sull'ambiente e sulla società (CONSOB, s.d.).

In generale, la definizione di “verde” non è automatica. A livello globale, infatti, esistono differenze non irrilevanti nella classificazione di ciò che può essere definito un problema ambientale: in Cina, ad esempio, ciò che preoccupa di più è l'inquinamento atmosferico, il quale, al contrario, non rientra tra le minacce principali in Europa. E ancora, le tecnologie del carbone pulito sono definite “verdi” in Cina, ma non in Europa. Coincidere le definizioni di “verde” rappresenta quindi una sfida importante, ostacolata ulteriormente dalle differenze culturali e geografiche dei diversi paesi; ma, allo stesso tempo, estremamente necessaria per la formulazione di risposte ai cambiamenti climatici ed ai problemi ambientali (Gilchrist, et al., 2021).

Il concetto di sostenibilità è stato sempre più integrato nell'attenzione posta verso le disuguaglianze sociali in modo tale da spostare l'attenzione dall'interesse dell'azionista a quello degli stakeholder aziendali in generale. Il legislatore ha introdotto degli obblighi a sostegno di tali aspetti, come, ad esempio, quello per le società di redigere una dichiarazione non finanziaria sempre più dettagliata; e gli investitori istituzionali subiscono sempre più pressioni affinché siano maggiormente attivi nel campo sostenibile, e ve ne prestino particolare attenzione (Del Giudice, 2019).

Come linea guida di riferimento per quanto riguarda le strategie da adottare e le misure necessarie alla realizzazione di un sistema ambientale che possa essere definito sostenibile secondo i criteri ESG, la Commissione Europea ha pubblicato, nel marzo del 2018, un “*Piano d'Azione per la finanza sostenibile*” a contribuzione e sostegno dell'Accordo di Parigi e dell'Agenda 2030 dell'ONU. Il Piano sottolinea innanzitutto l'importanza per gli investitori di integrare, e quindi considerare in ogni momento del processo decisionale, i fattori di sostenibilità. Ma non solo, l'importanza della sostenibilità deve emergere anche nei processi di *rating*, nei requisiti cautelari degli istituti di credito e nelle ricerche di mercato. Si fa inoltre riferimento all'importanza della rendicontazione non finanziaria per le imprese, in particolare al suo continuo miglioramento in termini di qualità. Il Piano d'azione, facendo riferimento al sistema di classificazione dell'Unione Europea, richiama l'attenzione sulla creazione di marchi UE per i prodotti finanziari verdi (si veda il paragrafo 3.3.), in modo da rendere più semplice, per gli investitori, individuare investimenti che rispettino i requisiti oggetto di studio (CONSOB, s.d.).

2.3. Investimenti sostenibili: consapevolezza, motivazioni, costi e benefici

Come accennato in precedenza, non è certamente sorprendente sentir dire o leggere in articoli o forum a riguardo, che gli italiani interessati ed informati su tale campo, appunto quello che concerne le obbligazioni verdi, i fattori ESG, i social bonds e via discorrendo, siano pochi, e invece rappresentino un numero elevato tutti coloro che ne ignorano quasi completamente l'esistenza o che comunque non ne conoscano le principali funzionalità e scopi. Di seguito vediamo alcuni dati ANSA emersi nel corso del convegno della Consob sugli *“Investimenti sostenibili: conoscenze, attitudini e scelte degli investitori italiani”* tenutosi nel febbraio 2023 a Roma. Il fulcro che ci interessa è innanzitutto che *“l'investimento finanziario sostenibile interessa il 15% degli italiani”*, un dato che è calato rispetto al 2022, registrato al 17%. Più approfonditamente, è stato indicato che in un periodo di incertezza economica e politica, con l'instabilità dei mercati e quindi l'aumento dell'inflazione, e la guerra in corso in Ucraina, il 15% degli italiani mostra interesse per l'investimento in prodotti finanziari sostenibili. Questi prodotti si distinguono per il loro impegno nella protezione dell'ambiente, dei diritti dei lavoratori e nella promozione di buone pratiche di governance aziendale. Nonostante potenziali rendimenti inferiori rispetto ad altre forme di investimento, questo è quanto emerso secondo un sondaggio condotto tra giugno e luglio 2022 su un campione di 1436 intervistati. La percentuale dei “non interessati” alla finanza sostenibile, è a sua volta peggiorata passando da un 13% ad un 17%.

Nonostante il *“rischio del greenwashing”* sia un fenomeno che preoccupa i regolatori internazionali, la *“finanza verde”* continua comunque ad attrarre l'attenzione in Italia, secondo la Consob. Sebbene alcuni entusiasmi siano contenuti, la forza di attrazione di tali prodotti finanziari sostenibili rimane significativa. Il greenwashing, ovvero l'uso improprio di termini o pratiche ecologiche per scopi di marketing senza un reale impegno verso la sostenibilità, è un aspetto che richiede particolare attenzione e verrà analizzato più avanti nel capitolo dedicatogli.

Restando sui dati Consob, gli investimenti sostenibili ricevono maggiore attenzione dalle donne, dai giovani in generale, dagli investitori più agiati e benestanti e da quelli *“più alfabetizzati dal punto di vista finanziario”*; ed è importante sottolineare che nonostante tutto, l'interesse per gli investimenti sostenibili nel settore finanziario rimane elevato, infatti il concetto di *“verde”*, non perde attrattiva: il 57% delle persone intervistate è incline a modificare le proprie scelte di investimento nei prossimi due anni per dare maggior peso alla sostenibilità. Questo dato evidenzia una crescente tendenza verso l'integrazione di criteri ambientali, sociali e di governance nelle decisioni di investimento (ANSA, 2023).

Tra i soggetti motivati agli investimenti sostenibili rientrano certamente anche le aziende. È risaputo come lo scopo aziendale sia spesso ridotto, almeno dal punto di vista degli azionisti, alla realizzazione di profitti. Gli stakeholder, invece, definiti da Jensen (2002) come *“individuals and groups who can substantially affect, or can be affected by the welfare of the firm”*¹ (si vedano Gilchrist, Yu, Zhong 2021 p. 3), sostengono il loro integrale coinvolgimento nel processo decisionale aziendale. Gli stakeholder comprendono quindi anche clienti, fornitori, dipendenti e tutti coloro che in qualche modo hanno a che fare con la vita ed il funzionamento dell’azienda, confermando quanto affermato dai nostri autori Gilchrist, Yu e Zhong (2021) sul benessere dell’impresa e su quanto questo debba dipendere dal *“soddisfacimento delle aspettative più ampie della comunità”*.

Non manca, tuttavia, una buona percentuale di scetticismo verso ciò che concerne le questioni ambientali aziendali: Karpoff et al. (2005) (si vedano Gilchrist, Yu, Zhong 2021 p. 4) hanno evidenziato come un’azienda che viola dei requisiti ambientali aziendali non soffra poi in seguito di una reputazione negativa a lungo termine, in quanto le medesime violazioni non vanno in alcun modo ad incidere sui rapporti contrattuali in modo diretto. È stata inoltre documentata da Wang et al. (2020) una multa mediocre di 15000 dollari statunitensi *“among large-cap publicly listed companies that breached environmental lawsuits in China”*² (si vedano Gilchrist, Yu, Zhong 2021 p. 4).

Ad ogni modo, i vantaggi legati agli investimenti sostenibili esistono, e più precisamente Gilchrist, Yu e Zhong ne portano alla luce due che giustificano tali investimenti in progetti ecologici: *“una strategia di copertura di tipo assicurativo come strumento precauzionale per il rischio ambientale; ed una strategia di costruzione della reputazione per accumulare prezioso capitale sociale”*. L’esempio che inoltre riportano riguarda l’esplosione della piattaforma petrolifera Deepwater Horizon, avvenuta il 20 aprile 2012, la quale ha portato a sanzioni di miliardi di dollari, e ciò è servito da ammonimento per l’intera industria del settore petrolifero in senso ampio. Per di più, sempre in seguito all’esplosione sopra citata, Heflin e Wallace (si vedano Gilchrist, Yu, Zhong 2021 p. 4) notarono un calo sistematico del prezzo delle azioni per le compagnie petrolifere attive nello stesso settore ed in particolare nelle acque degli Stati Uniti.

Adeguarsi alle necessità sostenibili non è certo una strada completamente in discesa.

L’aumento della censura normativa ambientale si traduce in maggiori costi per le aziende, i

¹ (trad. mia) individui o gruppi che possono influenzare sostanzialmente, o possono essere influenzati dal benessere dell’impresa.

² (trad. mia) tra le società a grande capitalizzazione quotate in borsa che hanno violato le cause ambientali in Cina.

quali devono essere sostenuti proprio per conformarsi a tale normativa, e quindi eventualmente per intraprendere misure e azioni di mitigazione delle emissioni e riduzione dell'inquinamento. Questi costi possono essere così elevati da rendere possibile solo alle aziende più fruttuose di intraprendere azioni atte alla trasformazione ecologica e quindi avere un effetto inibitorio nei confronti delle aziende più piccole e meno fortunate a livello di risultati. Un altro esempio che riguarda i costi associati al rischio ambientale è dato dal fatto che gli investitori, che investono nel mercato dei capitali, devono ora tenere conto del rischio ambientale nelle proprie decisioni di investimento (Gilchrist, et al., 2021).

Uno studio di Bolton e Kacperczyk (si vedano Gilchrist, Yu, Zhong 2021 p. 5) ha evidenziato come le aziende caratterizzate da elevate emissioni di carbonio, siano associate ad azioni con rendimenti più elevati (internazionalmente, non solo per le azioni statunitensi). Significa che tali aziende devono sostenere un costo del capitale più elevato, proprio a causa del loro rischio ambientale, per il quale gli investitori domandano un rendimento maggiore.

Un ulteriore studio, eseguito da Engle et al. (si vedano Gilchrist, Yu, Zhong 2021 p. 5) ha illustrato una strategia vincente che dovrebbero adottare gli investitori per proteggersi dal rischio climatico: essa consiste nell'assumere una posizione "lunga"³ su azioni di aziende che stanno adottando soluzioni e comportamenti sostenibili, e posizioni "corte"⁴ sulle azioni di aziende definite "perdenti" perché scarse nell'impegno responsabile per l'ambiente.

Per ultimi, riportiamo le indagini di Wang et al. e Flammer (si vedano Gilchrist, Yu, Zhong 2021 p. 6), a sostegno degli aspetti positivi connessi con l'emissione o l'investimento in green bonds: i primi, a supporto dei motivi finanziari che spingono all'emissione di obbligazioni verdi, dimostrarono un premio di prezzo importante per le obbligazioni societarie sostenibili rispetto a quelle convenzionali aventi simili caratteristiche. Vale a dire che gli investitori sono disposti a pagare di più per le prime, piuttosto che per quest'ultime. Questo premio aumenta ulteriormente per le società conosciute per la loro reputazione positiva in termini di responsabilità sociale di impresa (CSR), quindi quelle che meglio gestiscono gli aspetti del benessere sociale all'interno dell'organizzazione. Inoltre, "*better CSR performance is*

³ si basa sull'attesa di un rialzo dei prezzi del titolo, la cui vendita consentirà di realizzare un guadagno pari alla differenza fra prezzo futuro e quello attuale di acquisto (→ long selling) (Treccani)

⁴ Vendita allo scoperto (immediata) di un titolo usualmente preso a prestito. Alla scadenza stabilita per la restituzione del prestito si acquista sul mercato il titolo da restituire al prestatore, realizzando un utile se il prezzo (nel tempo intercorrente fra il prestito e la restituzione) è diminuito di un importo superiore al compenso pagato (→ short selling) (Treccani).

*associated with better financial performance and lower risk*⁵” (Gilchrist, et al., 2021), appoggiando la motivazione dei vantaggi a livello finanziario.

Flammer a sua volta riporta i miglioramenti a lungo termine derivanti proprio dall’utilizzo di obbligazioni verdi, legati alle prestazioni operative ed al valore della società.

3. STRUMENTI E APPROCCI PER LA FINANZA SOSTENIBILE

3.1 Analisi dei rischi ambientali, sociali e di governance (ESG)

I fattori ESG ricoprono certamente un ruolo estremamente importante all’interno del più ampio contesto della finanza etica.

Quando parliamo di finanza sostenibile incorporiamo il concetto di fattori ESG, ossia fattori di tipo ambientale (*Environmental*), sociale (*Social*) e di governo societario (*Governance*). Più nel dettaglio, i fattori di tipo ambientale includono questioni come quelle della *“mitigazione dei cambiamenti climatici e della transizione verso un’economia a emissioni zero”* (Banca d’Italia, s.d.). Si vuole quindi sottolineare la collaborazione delle imprese nel gestire le emissioni di gas effetto serra, i rifiuti e l’efficienza energetica (Gianguialano & Solimene, 2019).

I fattori di tipo sociale si riferiscono a *“questioni relative alle disuguaglianze e all’inclusione, alle relazioni di lavoro, agli investimenti in formazione e al benessere della collettività nonché al rispetto dei diritti umani”* (Banca d’Italia, s.d.). Infine, il governo societario delle istituzioni pubbliche e private *“ha un ruolo fondamentale nell’assicurare che considerazioni di tipo sociale e ambientale entrino nei loro processi decisionali”* (Banca d’Italia, s.d.).

Le strategie ESG seguono diversi principi, i quali a loro volta si allacciano ad una vastità di metodi ed obiettivi specifici. Ne distinguiamo alcuni a livello internazionale: i *“criteri di esclusione”*, che eliminano tutti quegli investimenti considerati altamente rischiosi per i criteri ESG, si pensi a settori come quello delle armi, del gioco d’azzardo, tabacco, test sugli animali, violazione dei diritti umani e molti altri; la *“Best practice”* un metodo che dà priorità agli investimenti in emittenti storicamente rispettosi dei requisiti ESG; *“dialogo e voting policy”* sottolinea l’importanza del dialogo tra investitori istituzionali e società in cui investono, per spronarle a comportamenti responsabili e al rilascio di una giustificazione precisa per qualsiasi deviazione dai criteri ambientali imposti. Vi sono poi certamente l’*“integrazione dei criteri ESG”*, la selezione secondo criteri tematici particolari (diritti umani, efficienza energetica...); ed infine citiamo l’*“impact investing”*, una strategia che favorisce un

⁵ (trad. mia) migliori prestazioni di CSR sono associate a migliori prestazioni finanziarie e minori rischi.

impatto socio-ambientale, che sia positivo e in qualche modo misurabile, accompagnato da un ritorno di tipo finanziario (e quindi, investimenti in microfinanza, green bonds e social bonds) (Gianguialano & Solimene, 2019).

La lista di principi guida non finisce qui, infatti le Nazioni Unite nel 2006 divulgarono i cosiddetti “*principle for responsible investment (PRI)*”, i quali forniscono percorsi da seguire per gli investitori in modo tale da essere in grado di prendere in considerazione i criteri ESG nelle proprie decisioni di investimento. I principi sono sei e sono i seguenti:

- “1. Incorporare i parametri ambientali, sociali e di governance (ESG) nell’analisi finanziaria e nei processi di decisione riguardanti gli investimenti;*
- 2. essere azionisti attivi e incorporare parametri ESG nelle politiche e pratiche di azionariato;*
- 3. esigere la rendicontazione su parametri ESG da parte delle aziende oggetto di investimento;*
- 4. promuovere l’accettazione e implementazione dei PRI nell’industria finanziaria;*
- 5. collaborare per migliorare l’applicazione dei PRI;*
- 6. rendicontare periodicamente sulle attività e progressi compiuti nell’applicazione dei principi.”* (Gianguialano & Solimene, 2019).

La classificazione delle società basata sui fattori ESG, e quindi fattori non finanziari, può essere confusionaria; infatti, ci sono diversi aspetti che devono essere tenuti in considerazione. Gilchrist, Yu, e Zhong (2021) riportano l’esempio di Tesla, che nel 2018 ha raggiunto risultati eccellenti nella performance ESG nel sistema rating MSCI KLD⁶, ma è stata classificata come peggior performer nel sistema FTSE⁷, un rating che valuta le emissioni delle fabbriche e non dei prodotti. Per di più, nella maggior parte dei sistemi rating, i tre fattori sono aggregati in un unico punteggio ESG, rendendo difficile distinguere i rispettivi valori individualmente. Il problema sorge spontaneo nel momento in cui eccellenti risultati in termini di corporate governance ed impegni sociali si traducono in un punteggio complessivo ESG relativamente elevato, quando potrebbe essere che le performance ambientali siano tutt’altro che meritevoli di tale risultato. È quindi necessario approfondire sempre quali siano le origini e le scomposizioni dei diversi punteggi e non affidarsi ciecamente a ciò che si legge e si ricerca.

⁶ L'MSCI KLD 400 Social Index è un indice ponderato per la capitalizzazione di 400 titoli statunitensi che offre esposizione a società con rating ESG (Environmental, Social and Governance) eccezionali ed esclude le società i cui prodotti hanno impatti sociali o ambientali negativi (MSCI, 2023)

⁷ Il Financial Times Stock Exchange (FTSE), ora noto come FTSE Russell Group, è un'organizzazione finanziaria britannica specializzata nella fornitura di offerte di indici per i mercati finanziari globali (Investopedia, 2023).

3.2. *Green Bonds e Green Loans*

Il 12 dicembre 2017, a Parigi, è stato fondato il “*Network for Greening the Financial System* (NGFS)” formato da diverse banche centrali e autorità di vigilanza per l’“*inverdimento del sistema finanziario*” ritenuto strettamente necessario per “*inverdire l’economia stessa*” (Gilchrist, et al., 2021). In particolare, è stata messa in luce quella che si ritiene essere l’azione più efficace per apportare una rivoluzione ecologica nel sistema finanziario: promuovere strumenti e attività di finanziamento *green*, come i *green bonds* (obbligazioni verdi/sostenibili), i *green loans* (prestiti verdi/sostenibili), le azioni e i derivati “verdi”. Per quanto riguarda gli ultimi tre, ad oggi vi è una considerevole mancanza di dati, motivo per il quale la letteratura si concentra prevalentemente sui primi e sull’impatto che la loro emissione ha sui mercati azionari ed obbligazionari (Gilchrist, et al., 2021).

I green bonds dispongono di diverse definizioni, questo a causa delle differenze proprio nelle definizioni di “verde/green” tra le istituzioni. Essi sono definiti da Gilchrist, Yu e Zhong (2021) come una “*nascent fixed income asset class*”⁸. Gli stessi autori ci illustrano che i green bonds vengono emessi da governi, società ed altre istituzioni, e sono prevalentemente utilizzati per finanziare progetti sostenibili, quali ad esempio il riciclaggio, l’energia rinnovabile, l’implementazione di infrastrutture verdi, eccetera. Nel 2017, ad esempio, Apple ha emesso un green bond da 1 miliardo di dollari per finanziare proprio l’energia rinnovabile e l’efficienza energetica (Flammer, 2021).

L’emissione di green bonds collabora ad apporre una certa credibilità all’azienda responsabile in termini di impegno ambientale. Innanzitutto, perché in questo modo, l’azienda dimostra di star destinando importanti somme di denaro a diverse iniziative *green*; e, inoltre, anche perché i green bonds, per essere definiti tali e quindi per essere successivamente emessi senza ricorrere al rischio di greenwashing, devono essere esaminati e certificati da terze parti per garantire la loro destinazione a progetti sostenibili e virtuosi. Il processo stesso di certificazione richiede la copertura di ulteriori costi, dimostrando ulteriormente un impegno non solo ambientale ma anche finanziario (Flammer, 2021).

Il mercato dei green bonds, come ci illustra lo studio di Wang et al. (si vedano Gilchrist, Yu, Zhong 2021 p. 7), ha avuto inizio nel 2013 e da allora è cresciuto notevolmente con maggiori percentuali di emissioni in Cina, Svezia, Francia e Giappone.

⁸ (trad. mia) nascente classe di asset a reddito fisso

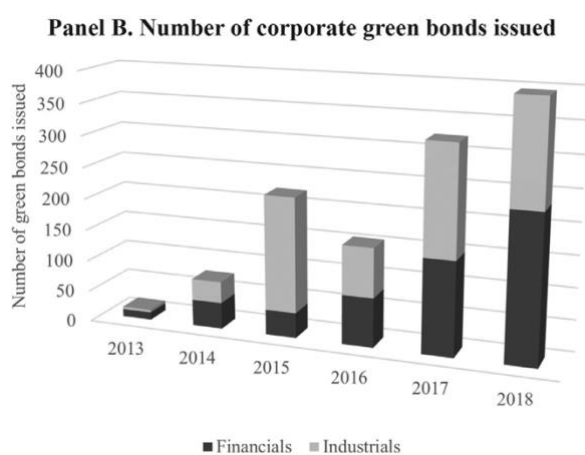
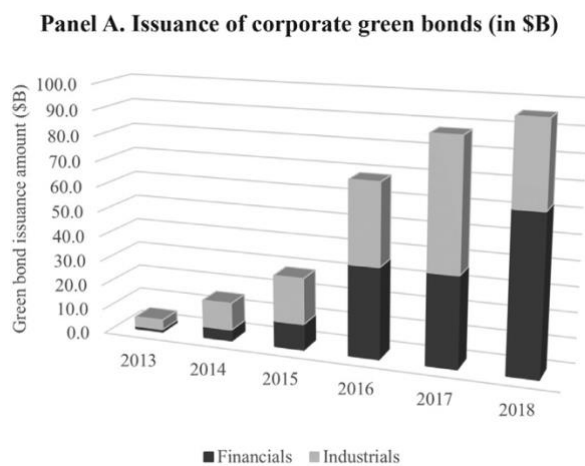


Figura 3. 1 – “Evolution of corporate green bonds. This figure plots the total issuance amount of corporate green bonds (Panel A) and the number of green bonds issued (Panel B) on an annual basis, using all corporate green bonds from 2013-2018” (Flammer, 2021)

I prestiti verdi (*green loans*), invece, risalgono ad alcuni anni prima, attorno al 2005: essi si definiscono come prestiti e/o investimenti bancari destinati al supporto di progetti sostenibili, perseguendo come sempre l’obiettivo di un’economia a zero emissioni. Non è possibile stimare precisamente la dimensione del loro mercato, in quanto molte regolamentazioni non impongono l’effettuazione dei *green loans* alle banche. Vi è però l’eccezione del governo cinese, il quale nel 2007 ha sancito l’obbligo per le banche di “*rivelare la loro politica di credito verde*” (Gilchrist, et al., 2021). Alternativamente, è possibile monitorare la grandezza di questi mercati attraverso le modalità proposte dall’*International Finance Corporation* (IFC), ovvero analizzando la natura commerciale di un progetto o società, concentrandosi, in particolare, su quanta parte del ricavato viene destinata ad iniziative green. Anche il settore intero può essere analizzato per gli scopi di cui sopra, fin tanto che le aziende che ne fanno parti producano in media attività sostenibili. Il settore viene preso in considerazione nel

momento in cui vengono a mancare dati ed informazioni inerenti all'utilizzo dei ricavi (Gilchrist, et al., 2021).

Alcuni dati importanti forniti proprio dall'IFC ci illustrano che “il 42% dei prestiti verdi appartiene al settore immobiliare (...), l'energia pulita rappresenta solo il 15%” (Gilchrist, et al., 2021); inoltre “l'importo totale dei prestiti verdi negli Stati Uniti è il più grande, seguito da Regno Unito, Australia, Francia, Giappone e Cina”, affermazione che non dovrebbe sorprendere viste le dimensioni dei rispettivi mercati finanziari. In termini di percentuali, invece, troviamo le più alte in Spagna, Italia e Messico (Gilchrist, et al., 2021).

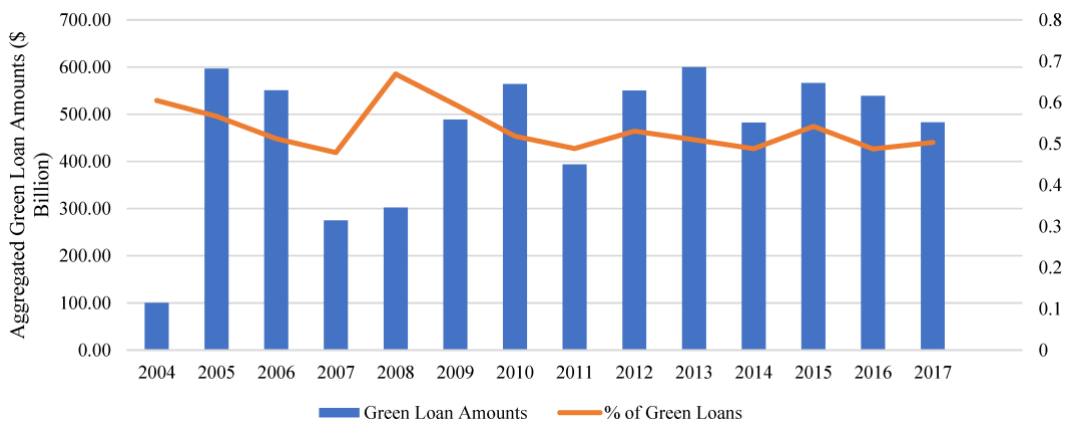


Figura 3. 2 – The year distribution of green loans (Gilchrist, et al., 2021).

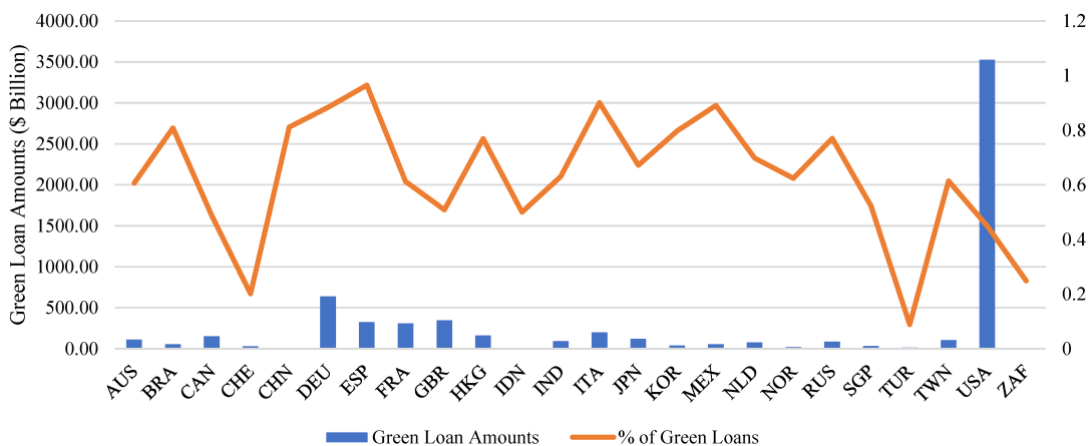


Figura 3. 3 – The country distribution of green loans (Gilchrist, et al., 2021).

3.3. Ecolabel

L'impatto ambientale dei prodotti deve essere valutato tenendo in considerazione l'intero ciclo di vita degli stessi (estrazione materie prime, fasi di produzione, imballaggio, trasporto)

comprendendo l'eventuale riciclabilità e le modalità di smaltimento. A tal proposito, nel 1992 la Commissione Europea ha istituito il marchio UE "Ecolabel" un'etichetta che caratterizza tutti quei prodotti cui impatto ambientale rimane significativamente ridotto per tutte le fasi sopra citate. Questo per incoraggiare le aziende a generare prodotti durevoli, diminuendo i rifiuti, le emissioni e gli imballaggi (ESG NEWS , 2022).

Si tratta di un marchio ecologico volontario applicato a prodotti che comunque garantiscono prestazioni di un certo livello, ed è entrato in vigore in tutti i Paesi dell'Unione Europea, con l'aggiunta del Lichtenstein, Islanda e Norvegia (ISPRA, s.d.). L'aggettivo "volontario" indica che, nel nostro Paese, il marchio viene rilasciato su richiesta del soggetto che ne deve fare utilizzo, ed è rilasciato dall'ente competente, ossia il Comitato Ecolabel-Ecoaudit dell'Ispra (Istituto Superiore per la Protezione e la Ricerca Ambientale). L'Ispra, inoltre, così come tutti gli enti competenti designati per tale compito nei diversi paesi che hanno adottato questa politica di marchio verde, è tenuto a verificare il rispetto dei criteri sostenibili esatti, "tra cui l'uso di energia, acqua, sostanze chimiche e la produzione di rifiuti" (ESG NEWS , 2022).

Anche l'Ecolabel è stato oggetto di discussione al Salone del Risparmio 2023 tenutosi nel mese di maggio, durante il quale sono stati analizzati i pro e i contro della sua applicazione ai prodotti finanziari e a quanto sarebbe utile come vera e propria educazione finanziaria per tutti; un'aspirazione, in realtà, ancora lontana dal concreto in Italia.

Il senso è sempre lo stesso: fare in modo che i prodotti finanziari seguano dei principi comuni e presentino caratteristiche specifiche, iniziando con l'individuazione dei criteri di cui bisogna tener conto nell'assegnazione del marchio Ecolabel. Secondo l'ESMA (*European Securities and Market Authority*), ad oggi solo lo 0,3% dei fondi europei soddisfa i requisiti fissati per la certificazione verde, vale a dire 16 fondi su un totale di 3000. Quello che effettivamente prevede la bozza della Commissione Europea in corrispondenza della Tassonomia attuale, è che almeno la metà degli investimenti dei fondi azionari deve essere destinata al finanziamento (o comunque in qualche modo collegata) di attività rispettose conformi con i criteri stabiliti e quindi eco-compatibili. La percentuale si alza al 70% per i fondi obbligazionari (ESG NEWS , 2022).

Lo scopo del marchio Ecolabel vuole anche essere quello di rendere più facile per i consumatori e gli investitori riconoscere ed individuare se un prodotto (finanziario e non) rispetti effettivamente i requisiti richiesti in termini di sostenibilità; e permette loro di scegliere dei prodotti che sono riconosciuti ed accettati a livello europeo. Un altro vantaggio è il riconoscimento e la maggiore visibilità grazie ad una reputazione *environment friendly*,

garantita proprio dall'etichetta. Infatti, l'Ecolabel ha sicuramente il potenziale per portare a livelli minimi il rischio di greenwashing, un obiettivo sempre presente che, in questo caso, gioverebbe particolarmente agli investitori retail – i risparmiatori – che sono in grado di comprendere, quindi, immediatamente la rilevanza del prodotto (ESG NEWS , 2022).

Durante l'incontro al Salone del Risparmio, è stato inoltre sottolineato che questo processo di certificazione “*non andrà a sostituire il lavoro dei consulenti finanziari o degli intermediari finanziari*”, ma vuole essere un modo per portare il dialogo con il cliente ad un livello “*meno impari*” rendendo questi ultimi più partecipi e consapevoli nelle proprie scelte finanziarie.

In Italia l'attuazione della nuova Ecolabel non è ancora avvenuta, e probabilmente non avverrà nel breve termine in quanto non vi è ancora la possibilità di procedere. Se e quando questo succederà, bisognerà sicuramente tenere a mente il cosiddetto “*paradosso del mercato italiano*” causato dal legame tra un basso livello di alfabetizzazione finanziaria e un forte mercato retail. Si dovrà inoltre fare i conti non solo con i benefici, ma anche con i costi della certificazione, compresi quelli legati al suo mantenimento.

4. AMBIENTALISMO DI FACCIATA? IL GREENWASHING



Figura. 4.1 – illustrazione di una strategia di comunicazione greenwashing (Johan Eklund - *Climate-hypocrisy*).

4.1. Storia e definizione

Per comprendere più facilmente le origini del termine *greenwashing* e il significato che si cela dietro ad esso, possiamo partire dall'osservare un particolare importante della figura 4.1: il pennello ricoperto di vernice (qui verde). *Greenwashing* nasce dall'unione di “*green*”, che sappiamo essere il colore simbolo dell'ecologismo, e “*washing*” che in questo caso preciso fungerebbe da richiamo al termine “*whitewash*” che significa proprio “*imbiancare*” (Sobrero, 2022). La metafora risulta facilmente comprensibile: pitturando un oggetto qualsiasi, facendo in modo di cambiare il suo colore originale, siamo in grado di dargli un determinato aspetto solo superficialmente. Sotto lo strato di pittura, il nostro oggetto rimarrebbe, però, sempre lo stesso, senza quindi cambiare le sue caratteristiche e la sua vera natura.

Il greenwashing funziona proprio in questo mondo: dando una pennellata di verde a qualcosa che di verde ha gran poco.

Secondo la *Treccani*, il greenwashing si identifica come una “*strategia di comunicazione o di marketing perseguita da aziende, istituzioni, enti che presentano come ecosostenibili le proprie attività, cercando di occultarne l’impatto ambientale negativo*”.

Si tratta di una sorte di meccanismo che le aziende implementano nel tentativo di crearsi e far trapelare una reputazione virtuosa, che presenti un elevato grado di etica ed impegno ambientale. Tuttavia, la realtà è che queste aziende agiscono in maniera erronea e poco responsabile, adottando strategie che da un punto di vista ecologico non possono essere definite affidabili né tanto meno sono certificabili, e non rispettano il criterio della trasparenza, rendendole quindi superficiali (Crivellaro, 2012).

Legato al concetto di *greenwashing* vi è spesso quello della “*attention deflection*” che indica il tentativo delle aziende di deviare l’attenzione del pubblico unicamente verso le attività che hanno impatti positivi; così facendo si evita di mettere in luce il proprio operato complessivo perché non conforme ai criteri di sostenibilità. In questo modo, la credibilità delle aziende viene messa in discussione, andando ad impattare negativamente anche nella fiducia che il mercato ha nei confronti di tutte le imprese, comprese quelle che seriamente si sono impegnate nel campo ambientale e sostenibile sfociando in un vero e proprio boicottaggio destinato ad incrementare e propagarsi sempre più velocemente. Per non parlare dell’effetto che tutto ciò ha nei confronti dei consumatori, orientati verso prodotti ed atteggiamenti non sostenibili, e influenzati da pratiche e comunicazioni scorrette derivanti dal “*lato oscuro della sostenibilità*” (Sobrero, 2022).

Tra le cause che giustificano, come già visto nei capitoli precedenti, lo scarso interesse degli italiani verso gli investimenti sostenibili, vi è proprio il rischio di greenwashing, il quale stende un velo di incertezza sugli investimenti stessi, rendendo quindi insicuri e, in certi casi, esageratamente prudenti gli individui, tanto da farli desistere dal collocare somme di denaro in fondi o attività caratterizzate dai requisiti ESG. L’incertezza è dovuta anche al fatto che ad oggi siamo ancora in mancanza di una vera e propria definizione di *green-* o *esg-*washing, che permetta di costruire delle linee guida condivise e generalmente accettate.

Tale fenomeno di rischio non è detto che sia intenzionale, e inoltre può verificarsi in diverse fasi del prodotto o dell’investimento. L’ESMA, per evitare effetti ingannevoli derivanti dall’utilizzo scorretto di termini ed espressioni connessi alla sostenibilità ed ai fattori ESG, ha iniziato una consultazione aperta al pubblico; allo stesso modo, l’*international organization of securities commissions* (Organizzazione internazionale delle Autorità di controllo dei Mercati

Finanziari) ha supportato l'importanza ed il bisogno dell'azione collettiva di tutti coloro che partecipano ai mercati finanziari al fine di osteggiare il greenwashing, durante l'intera vita dell'investimento.

La perdita di fiducia e credibilità che ne comporta, come abbiamo visto in precedenza, può portare le aziende ad adottare strategie di “*green bleaching*” (sbiancatura del verde, letteralmente), ossia la pratica di oscurare e omettere le caratteristiche green dei propri prodotti proprio per non rischiare obblighi e/o problemi legali aggiuntivi (Sforzini, 2023).

Lo strumento primo nel tentativo di contrasto al greenwashing è senz'altro la trasparenza, che si traduce in una comunicazione veritiera e corretta, e che possa essere sottoposta a verifica (Forum per la Finanza Sostenibile, 2022). A questo proposito, è importante che tra i primi obiettivi “responsabili” vi sia quello di attribuire la medesima importanza che vanta oggi la rendicontazione finanziaria, anche a quella non finanziaria, che deve far riferimento non solo ad attributi “green” ma anche ad altri fenomeni sociali e di governance (rapporti umani, pratiche di pagamento, gestione della corruzione...) (Sforzini, 2023).

Nell'ambito del settore finanziario, l'ESMA ha associato il greenwashing a pratiche che non tengono in considerazione eventuali rischi ed impatti in maniera adeguata, riferendosi a profili di sostenibilità che concernono sia prodotti e strumenti finanziari, sia gli emittenti. In questo contesto, un altro ruolo fondamentale nell'ostacolare questo *greensheen*⁹ è giocato dagli investitori, in particolare gli *asset owner*, i quali, essendo i titolari degli investimenti, hanno il diritto di “*definire le politiche di allocazione del capitale e controllarne la corretta applicazione*” (Forum per la Finanza Sostenibile, 2022).

4.2. Casi di *greenwashing* negli ultimi anni

Iniziamo citando nuovamente il colosso delle auto elettriche, Tesla, che nel 2021 acquistò Bitcoin per 1,5 miliardi di dollari. Circa un mese dopo, questi vennero rivenduti per un 10% realizzando un profitto di 101 milioni di dollari e portando l'utile netto a 438 milioni. In questo modo l'azienda riuscì nell'intento di migliorare il proprio bilancio. Il problema nasce in quanto Tesla aveva precedentemente affermato la sua intenzione a non accettare pagamenti in Bitcoin dai clienti, una vera e propria promessa in linea con le politiche dell'azienda contro il cambiamento climatico. Questo perché il processo del mining¹⁰ richiede una quantità di energia considerevole, la maggior parte prodotta in Cina e fornita da centrali elettriche a

⁹ “sheen” = abbaglio

¹⁰ Attività essenziale nella rete Bitcoin. Modo in cui la rete peer-to-peer verifica le transazioni e raggiunge il consenso comune senza richiedere un'autorità centrale (<https://www.bitpanda.com/it>)

carbone. I Bitcoin, non per niente, sono considerati tra le principali fonti di inquinamento (Culicchi, 2021).

Un secondo caso coinvolge quella che viene definita la più grande società di investimento nel mondo, leader delle obbligazioni: BlackRock. Devota sostenitrice delle tematiche ambientali e sostenibili, come da essa professato più volte, sembra aver appoggiato la causa contro l'acquisto di forniture di olio di palma, promossa da alcuni azionisti della Procter&Gamble. L'olio è stato fornito dalla Astra Agro Lestari, facente parte della Astra international, più volte accusata di “*non rispettare criteri minimi ambientali*” nella produzione dei propri prodotti. Astra Agro Lestari è inoltre responsabile di “*land grabbing*”, ovvero l’*espropriazione delle terre a danno dei contadini locali*”. Fino a qui sembra tutto molto nobile. In verità, è risultato che BlackRock stessa sia azionista proprio di Astra Agro Lestari, con una partecipazione di ben 350 milioni di dollari. Si è quindi resa protagonista di un'ipocrita azione virtuosa, che qualcuno è arrivato a definire “*masochismo finanziario*” (Culicchi, 2021).

Un altro tra i casi più conosciuti è quello che coinvolse la casa automobilistica statunitense Ford e la sua campagna pubblicitaria per il SUV hybrid Escape, nella quale si proclamò ecologica ed amica dell'ambiente. Peccato che, secondo lo studio della *Union of Concerned Scientists*, le auto Ford vennero considerate tra le peggiori emittenti di carbonio, fatto che è costato non poco alla casa automobilistica, la quale ha ricevuto numerose critiche per il suo ingresso nel mercato ibrido, fino ad indurla a smettere di promuoversi come l'auto “verde” conveniente (Furlow, 2010).

Coca cola è stata più volte centro di critiche e accuse di greenwashing. Primo, quando venne intentata una causa contro di lei nel 2021, la quale nonostante si proclamasse “*sostenibile ed ecologica*” produceva (e produce) più plastica di chiunque altro (Misuraca, 2022).

E ancora, quando dichiarò che le bottiglie di plastica e i tappi erano 100% riciclabili, ma qualsiasi produzione ha sempre un qualche impatto sull'ambiente, quindi dichiarò il falso. Venne denunciata anche per l'utilizzo di polietilene tereftalato nella produzione delle bottiglie, produzione che comunque ha conseguenze significative sulle emissioni di CO2, anche perché basata sui combustibili fossili (Alani, 2023).

Concludiamo con un caso italiano, cioè quello che coinvolge Fileni, azienda alimentare italiana, certificata BCorp, specializzata nella produzione di carne bianca biologica. Secondo

la legge italiana, i polli (bio) dovrebbero stare all'aperto per almeno un terzo della loro vita. Secondo un servizio per la Rai, realizzato dalla onlus Lav e curato da Giulia Innocenzi, i polli dell'azienda in questione non sarebbero stati avvistati all'aperto per diversi giorni, aspetto che contrasterebbe in modo non irrilevante le iniziative promosse dal marchio riguardo l'allevamento a terra degli animali. Inoltre, le immagini diffuse dal servizio mostrano presunti maltrattamenti nei diversi stabilimenti dell'azienda e ne denunciano gli impatti ambientali dovuti all'allevamento intensivo (Hicks, 2023) (Misuraca, 2023).

Ecco, dunque, alcuni esempi di comunicazione fallace risultata in qualche modo letale per le aziende in questione, o comunque costata loro cara in termini di reputazione e credibilità. Il *greenwashing* nasce dai tentativi delle aziende di attirare maggiore clientela, facendo leva sui principi morali o sugli eventuali sensi di colpa degli individui, in merito ai danni ambientali che l'uomo ogni giorno apporta al nostro pianeta.

5. FINANZA COMPORTAMENTALE PER LA SOSTENIBILITÀ

5.1. Definizione e Green Nudging

La finanza o economia comportamentale rappresenta uno dei rami economici più interessanti ed affascinanti. Dopo tutto, ogni aspetto che concerne la mente umana non può che essere definito tale. Quest'ultima, infatti, è la protagonista degli studi sulla finanza comportamentale, la quale inserisce gli studi psicologici legati proprio al comportamento umano all'interno dei meccanismi dei mercati e delle decisioni finanziarie. Con l'avvento dell'economia neoclassica nella seconda metà dell'1800, e quindi della figura dell'*homo economicus*, considerato assolutamente razionale ed efficiente, quel poco che già allora esisteva che oggi possiamo considerare economia comportamentale, è sparito per anni, ritornando solamente nella seconda metà del ventesimo secolo e uscendo sotto i riflettori con la pubblicazione nel 1979 della "Teoria del Prospetto" di Daniel Kahneman e Amos Tversky, oggi considerati i padri dell'economia comportamentale (Borsa italiana, 2007).

La verità, infatti, è che l'essere umano non è mai perfettamente razionale nei propri processi decisionali, specialmente quando si tratta di soldi. Le scelte in campo finanziario sono influenzate dai nostri limiti cognitivi, i quali non ci permettono di utilizzare tutte le informazioni possibili necessarie, portandoci a fare affidamento al nostro intuito e basandoci sull'euristica, ossia sulle esperienze passate. Entra poi in gioco la situazione emotiva in cui ci troviamo e le relazioni sociali che portiamo avanti, e quindi l'affidamento sulle opinioni altrui per paura di non essere conformi al pensiero della maggioranza (Abbruzzetti, 2021). Per non

parlare del fatto che, a causa della diffusa ignoranza nel settore e nei meccanismi del mercato, qualsiasi movimento di quest'ultimo verso il basso scatena reazioni di eccessiva preoccupazione in linea con quanto osservato in alcuni studi di psicologia per i quali “*la paura di perdere soldi con una mossa sbagliata è tre volte maggiore del piacere che deriva da un successo*” (Borsa italiana, 2007).

Una terza figura estremamente importante nell'ambito della finanza comportamentale, è Richard Thaler, premio Nobel per l'economia nel 2017, padre della teoria del *Nudge* (un “pungolo”), la “spinta gentile” che analizza tutti quegli orientamenti virtuosi verso i quali le persone sono inconsciamente spinte, “*facendo leva su alcuni comportamenti diffusi, quali ad esempio la pigrizia a cambiare la scelta automatica*” (Banca d'Italia, s.d.). Si tratta quindi di una spinta a rendere più facile fare la cosa giusta. Nelle scuole americane, ad esempio, mostrare in primo piano piatti di frutta e verdura nelle mense scolastiche ha portato al raggiungimento di importanti risultati nelle iniziative contro l'obesità infantile nel paese. O ancora, l'avvento dell'adesione automatica ai fondi pensioni, ha portato all'aumento del 30% della partecipazione ai programmi previdenziali. Infine, il divertente e bizzarro esempio dell'aeroporto di Amsterdam, utilizzato più volte dallo stesso Thaler, che illustra come l'inserimento di un adesivo di una mosca all'interno di ogni orinatoio nei bagni degli uomini ha dato alle persone qualcosa verso cui “mirare” diminuendo dell'80% il problema dell'orina finita per terra (De Bonis, 2018).

L'espressione “*Green Nudging*” sta quindi ad indicare che queste inclinazioni comportamentali vengono effettuate anche a favore di tematiche di sostenibilità ambientale con lo scopo di indurre le persone a comportarsi in modo più responsabile nei confronti dell'ambiente.

Come sappiamo, gli strumenti tradizionalmente utilizzati nelle politiche ambientali non sono sempre efficaci, questo perché non sono sempre ben accetti, in quanto spesso ritenuti regressivi ed eccessivamente costosi (si pensi alle tasse, i sussidi, eccetera). Gli strumenti di *Green Nudging* vogliono essere non un'alternativa ma una forma complementare di politica ambientale, questo perché più “*soft*” e “*meno regolamentata*” (Corvari, 2023).

Gli interventi di *Green Nudging* possono riguardare diversi aspetti, tre in particolare secondo gli studi di Schubert (si veda Corvari, 2023): il primo fa riferimento all'immagine che le persone si fanno di sé stessi, percependola più ecocompatibile, ed un esempio è proprio quello fatto poc'anzi sulle scuole in America, di spingere in qualche modo i consumatori a mangiare alimenti più sani riducendo così i costi legati allo sforzo cognitivo che ne avrebbe comportato

scegliere fra diversi alimenti. Questa tipologia di *Nudges* può essere caratterizzata anche dalla presenza di etichette ecologiche per aumentare la consapevolezza dei consumatori, nonché tramite spot pubblicitari che esortano a comportamenti più responsabili (ad esempio, quello dei giocatori di Football in Texas che raccolgono i rifiuti da terra portò ad una diminuzione del 70% dell'abbandono dei rifiuti).

Una seconda tipologia è quella collegata al “*conformismo sociale*” e quindi alla necessità di sentirsi al pari degli altri e a rendere noto il nostro impegno sul campo (ad esempio, gli adesivi per segnalare i consumi della propria auto), e quindi rifacendosi ad una sana dose di competizione che non può mai mancare.

L'ultimo modello, forse tra i più efficaci, è quello atto alla “*modifica dell'opzione di default*”. I *Green Defaults*, infatti, vanno ad intervenire su comportamenti ormai automatici, ad esempio impostando come opzione di default quella più sostenibile (contratto energetico con energia rinnovabile come opzione predefinita); oppure, dove possibile, modificando fisicamente la situazione o le parti da cui è formata (ridurre la dimensione dei piatti di una mensa per diminuire il problema degli avanzi) (Corvari, 2023).

Ulteriori esempi reali di green nudges all'opera sono stati raggruppati nel report intitolato “*The Little Book of Green Nudges*” di UNEP (*United Nations Environment Programme*), la principale autorità mondiale in materia di ambiente. Si tratta di iniziative portate avanti da tre campus universitari per incoraggiare i propri studenti ad adottare comportamenti *environment friendly*. L'Università della California, Davis, ha implementato un sistema di certificazioni green come riconoscimento a studenti e lavoratori che si rendono protagonisti di comportamenti sostenibili e virtuosi (green nudges inerenti all'immagine di sé). L'Università di Bath (UK), ha reso pubblica ai suoi studenti la media del tempo impiegato da quest'ultimi sotto le docce, preventivamente registrata, per incoraggiare coloro che utilizzano più acqua a conformarsi ad essa, ottenendo i risultati desiderati (green nudges di stampo conformista). Infine, il Portland Community College (USA) ha impostato come opzione di default lo spegnimento automatico dei computer durante la notte, risparmiando una significativa quantità di energia (*green defaults*) (Ottosunove, 2021).

Per concludere, è piuttosto chiaro come i *nudges* rappresentino delle soluzioni particolarmente efficaci per raggiungere i cambiamenti necessari nell'ambito della sostenibilità e quindi in primis nei comportamenti e nelle abitudini dell'uomo. Si tratta di soluzioni raggiungibili con un minor costo possibile, che portano le persone ad effettuare le migliori scelte nella maniera

più semplice. Essi collaborano a diffondere informazioni utili, ampliando le conoscenze nel settore ambientale, e rendendoci tutti più consapevoli delle sue necessità (Ottosunove, 2021).

6. CONCLUSIONI

L'obiettivo di questa tesi voleva essere una sorta di stimolo per il lettore a volgere la propria attenzione verso le iniziative che promuovono la sostenibilità e l'adozione di comportamenti virtuosi nei confronti dell'ambiente. In particolare, il focus è rivolto al mondo economico dei mercati e quindi a tutte le attività finanziarie e le decisioni prese a riguardo. Il primo passo verso il cambiamento è la curiosità e l'aumento di consapevolezza verso gli argomenti in questione, rendersi conto, quindi, di quanto si ignorino le svariate possibilità *verdi* che l'economia ci offre, e quanto ancora siamo lontani da un'economia che sia a tutti gli effetti sostenibile. Abbiamo osservato alcune statistiche sulle conoscenze e l'interessamento verso strumenti sostenibili, le quali ci hanno mostrato risultati relativamente bassi ma con speranzose intenzioni ad approfondire il campo.

Gli strumenti di finanza sostenibile, oltre ad apportare benefici che, se particolarmente significativi, motivano le aziende e i singoli soggetti ad impegnarsi in attività eco-compatibili, rappresentano anche ulteriori costi, i quali ci spingono a riflettere ulteriormente sui rischi che ne deriverebbero. Come già affermato, l'essere umano è molto suscettibile davanti al denaro, e spesso si lascia trascinare da paura e incertezza commettendo errori o sottraendosi alle opportunità. Ma l'ambiente è un aspetto che si sta inserendo sempre di più tra le componenti delle decisioni e delle scelte nel settore finanziario.

Come abbiamo visto, gli interventi istituzionali e internazionali non mancano e la speranza è che questo impegno continui a crescere da parte di tutti, da chi ha più influenza e potere, a chi non ne ha molto ma cui parte contribuisce comunque significativamente a raggiungere tutto quello che potremmo prefissarci.

L'alfabetizzazione e l'educazione finanziaria coinvolgono oggi anche concetti ambientali, aspetto molto rilevante per quelle che si spera saranno le conoscenze e le consapevolezze future a riguardo, che auspicabilmente coinvolgeranno un numero sempre più alto di investitori, ed essere di competenza anche, e forse soprattutto, dei più giovani.

Bibliografia e Sitografia

CONSOB, s.d. *CONSOB*. [Online] Available at: <https://www.consob.it> [Consultato il giorno 27 giugno 2023].

Abbruzzetti, C., 2021. *NUDGING: UN PERCORSO VERSO LA SOSTENIBILITA'*. s.l.:s.n.

Alani, R., 2023. *Allarme greenwashing: ecco di cosa si tratta. "Mancano informazione e controllo"* [Intervista] (31 gennaio 2023).

ANSA, 2023. *ansa.it*. [Online] Available at:

https://www.ansa.it/ansa2030/notizie/finanza_impresa/2023/02/07/consob-finanza-sostenibile-interessa-il-15-degli-italiani_c9c1e7d2-f5a2-429d-8054-00dc17d053b2.html

[Consultato il giorno 20 Giugno 2023].

Aristei, L., 2017. L'Accordo di Parigi: obiettivi e disciplina. *RIVISTA QUADRIMESTRALE DI DIRITTO DELL'AMBIENTE*, pp. 73-96.

Asvis, 2022. *ASVIS*. [Online] Available at: <https://asvis.it> [Consultato il giorno 13 Luglio 2023].

Banca d'Italia, s.d. *L'economia per tutti*. [Online] Available at:

<https://economiepertutti.bancaditalia.it> [Consultato il giorno 21 giugno 2023].

Becchetti, L., 1999. *La finanza etica: considerazioni teoriche e simulazioni empiriche*. s.l.:s.n.

Borsa italiana, 2007. *BORSA ITALIANA*. [Online] Available at:

<https://www.borsaitaliana.it/homepage/homepage.htm> [Consultato il giorno 2 Luglio 2023].

Corvari, D., 2023. *Nudge e Green Nudging: una revisione della letteratura*. Padova: s.n.

Crivellaro, M. V. G. S. F., 2012. *Sostenibilità e rischio greenwashing*.

s.l.:libreriauniversitaria.it.

Culicchi, R., 2021. *Agenda Digitale eu*. [Online]

Available at: <https://www.agendadigitale.eu> [Consultato il giorno 1 luglio 2023].

D'Alessio, E., 2011. In: *PRISMA Economia - Società - Lavoro*. s.l.:s.n.

D'Angerio, V., 2023. *Il Sole 24 Ore*, 16 Maggio.

De Bonis, R., 2018. Un'amicizia da Nobel / Kahneman e Tversky: economia comportamentale. *DOPPIOZERO*.

Del Giudice, A., 2019. *Google scholar*. [Online] Available at:

<https://publicatt.unicatt.it/handle/10807/146887?mode=complete> [Consultato il giorno 28 Giugno 2023].

ESG NEWS , 2022. *ESG NEWS*. [Online] Available at: <https://esgnews.it> [Consultato il giorno 13 Luglio 2023].

Flammer, C., 2021. Corporate green bonds. *Journal of financial economics* , pp. 499-516.

Forum per la Finanza Sostenibile, 2022. *Forum per la Finanza Sostenibile*. [Online] Available at: <https://finanzasostenibile.it> [Consultato il giorno 29 giugno 2023].

Furlow, N. E., 2010. Greenwashing in the new Millennium. *The Journal of applied business and economics*.

Gianguialano, P. & Solimene, L., 2019. *Sostenibilità in cerca di imprese*. Prima a cura di Milano: Egea.

Gilchrist, D., Yu, J. & Zhong, R., 2021. The Limits of green finance: a survey of literature in the context of green bonds and green loans. *Sustainability*.

Hicks, R., 2023. Greenwashing, nel 2022 chiamati in causa Governi, Ong e aziende. *Green Planner* .

Investopedia, 2023. *investopedia.com*. [Online] Available at: <http://www.investopedia.com> [Consultato il giorno 11 luglio 2023].

ISPRA, s.d. *Ispra*. [Online] Available at: <https://www.isprambiente.gov.it/it> [Consultato il giorno 13 Luglio 2023].

Misuraca, L., 2022. Greenwashing, così i grandi gruppi, da Adidas a Coca-cola, promettono la svolta verde che non c'è. *Il Salvagente*.

Misuraca, L., 2023. L'inchiesta di Report e Lav su Fileni: "Gravi irregolarità negli allevamenti bio". *Il Salvagente*.

MSCI, 2023. *MSCI.com*. [Online] Available at: <http://www.msci.com> [Consultato il giorno 11 luglio 2023].

ONU, 2015. *ASVIS*. [Online] Available at: <https://asvis.it> [Consultato il giorno 13 Luglio 2023].

Ottosunove, 2021. *Ottosunove - Motiviamo alla scelta*. [Online] Available at: <https://ottosunove.com> [Consultato il giorno 24 Luglio 2023].

Piana, V., 2016. *Google scholar*. [Online] Available at: <http://accordodiparigi.it/accordodiparigi-cop21-traduzioneitaliana%2Bcommento.pdf>

Sforzini, V., 2023. Finanza sostenibile, serve una definizione chiara di greenwashing per investire senza paura. *Corriere della sera*, 27 marzo.

Sobrero, R., 2022. *Verde, anzi verdissimo: comunicare la sostenibilità evitando il rischio di greenwashing*. s.l.:EGEA.