



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA
DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M. FANNO"

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA

PROVA FINALE

**"FINANZA SOSTENIBILE: QUANDO INVESTIMENTI E
RESPONSABILITÀ SOCIALE SI INCONTRANO"**

RELATORE:

CH.MA PROF.SSA ELISA TOSETTI

LAUREANDA: LUDOVICA VANGHETTI

MATRICOLA N. 2002670

ANNO ACCADEMICO 2023 – 2024

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) *Ludiana Vampoltt*.....

Indice

<i>Introduzione</i>	2
<i>Capitolo 1. Sostenibilità</i>	3
<i>1.1. Verso lo Sviluppo Sostenibile</i>	3
<i>1.2. Doing well by doing good?</i>	5
<i>1.3. Auer e Schuhmacher (2016): i benefici finanziari degli Investimenti Socialmente Responsabili</i>	7
<i>Capitolo 2. La finanza sostenibile: cenni</i>	13
<i>2.1 Finanza Sostenibile</i>	13
<i>2.2 Criteri ESG</i>	16
<i>2.3 Corporate Social Responsibility</i>	17
<i>Capitolo 3. L'Unione europea per un nuovo modello economico sostenibile</i>	19
<i>3.1 Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile</i>	19
<i>3.2 L'intervento dell'Unione europea: tra l'European Green Deal e i regolamenti</i>	20
<i>Capitolo 4. Valutazione e comunicazione degli investimenti sostenibili</i>	25
<i>4.1 La comunicazione della sostenibilità</i>	25
<i>4.2 La rendicontazione</i>	26
<i>4.3 Ecolabel e rating etico</i>	28
<i>Conclusioni</i>	30
<i>Bibliografia</i>	31
<i>Sitografia</i>	32

Introduzione

L'attenzione verso la sostenibilità ambientale e sociale è cresciuta considerevolmente negli ultimi anni e a livello globale si è compreso quanto gravi potrebbero essere le conseguenze nel caso in cui non si iniziasse ad agire collettivamente verso uno sviluppo che sia sostenibile e che permetta quindi alle generazioni attuali di raggiungere i propri bisogni senza compromettere la stessa possibilità per le generazioni future.

Il pensiero economico e l'attività finanziaria svolgono un ruolo fondamentale in questo percorso e inizia così a definirsi il concetto di finanza sostenibile, che propone una serie di strumenti per permettere ad aziende ed investitori di muoversi insieme verso lo stesso obiettivo, ovvero creare valore a lungo termine non solo a livello economico ma anche sociale ed ambientale.

Di conseguenza si presentano le prime criticità: non è sicuramente facile e scontato far confluire gli investitori verso questa tipologia di investimento che potrebbe sembrare meno conveniente rispetto ad altre e anche per le aziende stesse è difficile comprendere se e quanto questo nuovo impegno di responsabilità sociale possa giovare loro. Un altro aspetto a cui è necessario prestare attenzione è quello della comunicazione e quindi del linguaggio, delle definizioni e dei criteri da utilizzare per valutare e parlare di sostenibilità.

Partendo da una panoramica sulla sostenibilità, l'obiettivo di questa tesi è quello di evidenziare il contesto nel quale la finanza sostenibile opera, per definire quali sono le sfide e le opportunità che si trova a fronteggiare.

Viene preso in analisi lo studio di Auer e Schuhmacher (2016) che permette in un primo momento di comprendere la posizione dei soggetti economici rispetto al rapporto tra performance finanziaria e performance sociale, per poi proporre un'analisi empirica.

Inoltre si vuole osservare anche qual è il ruolo assunto dall'Unione europea, indagando quali sono stati i suoi interventi, i suoi regolamenti e i piani d'azione introdotti, per avere una panoramica sulla sua posizione e sul suo impatto.

Ci si soffermerà infine sulle modalità di rendicontazione e comunicazione degli aspetti di sostenibilità utili in questo contesto.

Capitolo 1. Sostenibilità

1.1. Verso lo Sviluppo Sostenibile

Il termine *sostenibilità* conquista sempre più risonanza nella vita di ognuno di noi e per questo il suo significato necessita un'approfondita comprensione senza essere dato per scontato.

Il percorso che farà arrivare le Nazioni Unite a proporre questa definizione e ad interrogarsi e dibattere sulle questioni di sostenibilità inizia più di 50 anni fa, nel 1972 a Stoccolma, Svezia durante la conferenza delle Nazioni Unite sull'Ambiente Umano alla presenza di leader mondiali rappresentanti ben 113 nazioni.

Nel corso di questa conferenza emerge la relazione biunivoca tra ambiente ed economia e sono stati portati all'attenzione dei presenti diversi argomenti tra cui il diritto ad adeguate condizioni di vita, la pianificazione strategica a tutela dell'ambiente e l'importanza dei processi legislativi ed economici degli Stati. Questa dichiarazione è ancora oggi ricordata come il momento in cui lo spirito di responsabilità collettivo verso le questioni ambientali, sociali ed economiche è stato sancito.

Il dialogo a livello mondiale continuerà arrivando ad una definizione univoca di sviluppo sostenibile nel 1987 con il *Rapporto Brundtland - Il Nostro Futuro Comune* ribadendo l'importanza di un impegno collettivo verso i bisogni dell'uomo e infatti *"the United Nations Brundtland Commission defined sustainability as meeting the needs of the present without compromising the ability of future generations to meet their own needs"* (ONU, s.d.).

Questo percorso di sviluppo sostenibile proseguirà ancora nel 1992, anno in cui l'individuazione di un percorso universale diventa indispensabile e riunisce la comunità mondiale a Rio de Janeiro, Brasile per la Conferenza sull'Ambiente e sullo Sviluppo delle Nazioni Unite (*UNCED, United Nations Framework Convention on Climate Change*), anche detta Summit della Terra. Nasce quindi la Commissione per lo Sviluppo Sostenibile (*CSD, Commission for Sustainable Development*) con lo scopo di promuovere il dialogo tra nazioni per raggiungere l'obiettivo condiviso sopracitato.

In questa stessa occasione vediamo la sottoscrizione da parte delle nazioni partecipanti di due convenzioni e tre dichiarazioni di principi, tra cui ricordiamo la Convenzione quadro delle Nazioni Unite sui Cambiamenti Climatici che *"ha come obiettivo ultimo quello di stabilizzare le concentrazioni di gas ad effetto serra nell'atmosfera per raggiungere un livello tale da escludere le interferenze antropiche pericolose sul clima"* (L. Aristei, 2017).

È proprio in questo momento che nasce la COP *“Conference of Parties, la riunione annuale dei Paesi che hanno ratificato la Convenzione Quadro delle Nazioni Unite sui Cambiamenti Climatici”* (Dipartimento degli Affari Europei, s.d.).

Il 4 novembre 2016 entra in vigore l’Accordo di Parigi, frutto della Conferenza sui Cambiamenti Climatici, COP21, tenutasi nella capitale francese tra il 30 novembre e il 13 dicembre 2015, alla presenza di 195 Paesi.

Il confronto tra nazioni che porterà alla stesura dell’Accordo è frutto di un lungo processo durato anni e se nel 1997 viene adottato il Protocollo di Kyoto, che limitava fortemente le emissioni solo per i Paesi Sviluppati e non per quelli in via di Sviluppo, negli anni antecedenti all’Accordo era emersa invece la necessità di misure più stringenti per tutti i Paesi sottoscrittenti.

Tale Accordo, che si presenta come trattato internazionale giuridicamente vincolante vuole *“ridurre le emissioni di gas a effetto serra in modo da contenere l’aumento della temperatura 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 pre-industriali”* (L. Aristei, 2017).

Se è chiaro quindi che il cambiamento climatico sia dovuto all’azione dell’uomo e in particolare all’industrializzazione, è altrettanto chiaro che l’obiettivo prefissato dall’Accordo possa essere raggiungibile solo con una radicale modifica dei sistemi produttivi ed economici.

L’art. 9 del trattato precisa che *“l’azione di adattamento deve fondarsi sull’eguaglianza partecipativa e pienamente trasparente che tenga in considerazione i gruppi, le comunità e gli ecosistemi vulnerabili e che sia ispirata alle migliori conoscenze scientifiche disponibili, alle conoscenze tradizionali e alle culture locali e indigene.*

Al fine di migliorare la resilienza ai cambiamenti climatici e per ridurre le emissioni, assumono importanza la crescita dello sviluppo e del trasferimento di tecnologia nonché il rafforzamento della sensibilizzazione, educazione, accesso alle informazioni e partecipazione del pubblico” (L. Aristei, 2017).

1.2 Doing well by doing good?

Se le direttive sopracitate mostrano un evidente interesse a contrastare a livello mondiale un cambiamento climatico e a limitare l'impronta nociva che l'uomo sta avendo sull'ambiente, è pur vero che bisogna fare i conti con gli interessi privati e non collettivi di chi maggiormente impatta sul territorio.

Il primo probabilmente ad interrogarsi su come interesse privato e benessere pubblico potessero coesistere ed interagire fu Adam Smith, filosofo del Settecento, i cui studi possono essere considerati punto di partenza del pensiero economico moderno.

Ciò che da lui è sostenuto in *Wealth of Nations*, riferendosi ad un mercato efficiente, è che “ciascun individuo perciò, perseguendo il proprio particolare interesse, è “spinto da una mano invisibile a promuovere un fine che non era stato previsto dalle sue intenzioni”, e cioè il bene comune” (Treccani, s.d.).

Con Smith e con chi ha sostenuto i suoi studi si arriva a mettere in dubbio la necessità di un intervento regolatore che garantisca che gli sforzi dei singoli generino un guadagno in termini di bene comune.

Nonostante ciò diversi studiosi hanno offerto il loro contributo indagando i meccanismi che legano il desiderio di una performance finanziaria elevata come causa od effetto di un più grande benessere collettivo.

Così afferma la proposizione “do well by doing good (DWDG)” che sostiene che un vantaggio sociale possa essere raggiunto senza che la performance finanziaria desiderata venga compromessa.

A tal proposito, nella prima parte del loro studio, Auer e Schuhmacher (2016) espongono quelle che sono le diverse teorie presenti in letteratura, affermando che “while the issue of non-financial utility is undisputed, there is a still ongoing debate on the potential economic viability of SRI” e individuando tre diverse aree di pensiero entro le quali il dibattito si svolge e che vedono rispettivamente un potenziale economico positivo, negativo o assente degli investimenti socialmente responsabili.

A sostenere la relazione positiva tra una performance elevata e un vantaggio in termini di bene comune gli autori individuano due teorie, la *Available Fund Hypothesis*, la quale afferma che un'elevata performance finanziaria consentirebbe di avere delle risorse libere da investire in attività socialmente responsabili e la *Good Management Hypothesis*, la quale implica l'incontro con le volontà degli stakeholder e questo impegno di responsabilità sociale avrebbe come prima conseguenza quella di portare ad un miglioramento del prodotto, ad una maggiore sicurezza e

ad altri risvolti positivi ma sarebbe anche causa di un aumento della fedeltà verso l'azienda stessa e quindi di una maggiore performance finanziaria.

Contrapposto a queste teorie si instaura, sempre secondo Auer e Schuhmacher (2016), il filone di pensiero che sostiene invece la proposizione "*doing good but not well*", secondo cui un impegno sociale elevato sarebbe correlato a performance finanziarie negative. A suo supporto vengono citate dagli autori la *Managerial Opportunism Hypothesis* e la *Trade-off Theory*.

La prima teoria mette in luce l'atteggiamento opportunistico dei manager i quali nei periodi prosperi tendono a massimizzare i propri guadagni ottenendo così elevate performance finanziarie, mentre nei momenti di crisi, caratterizzati da performance finanziarie basse, cercano di incrementare il benessere degli azionisti con attività sociali e sostenibili.

Con la seconda teoria si vuole evidenziare come investire in attività socialmente responsabili dirotterebbe le risorse possedute, spingendo verso una posizione di svantaggio rispetto a chi compie altri tipi di investimento.

Per finire, Auer e Schuhmacher (2016) individuano un ultimo punto di vista, fornito da chi sostiene che non ci sia alcuna correlazione tra un vantaggio in termini di performance sociale e finanziaria.

Studi precedenti, presi in esame da Renneboog et al. (2008a) per proporre un'analisi critica della letteratura, ampliano il panorama rispetto al prezzo che gli investitori socialmente responsabili potrebbero essere chiamati a pagare.

Tra i vari studiosi che si espongono a riguardo Heal (si veda Renneboog et al. 2008a) afferma che anticipare e minimizzare i potenziali conflitti tra aziende e società, utilizzando un approccio sostenibile anche in termini di governance, abbatta i costi eventuali che deriverebbero da questi conflitti. Ancora, Freidman, Besley e Ghatak (si veda Renneboog et al. 2008a) sostengono che se gli investitori realmente interessati ai fondi socialmente responsabili compissero scelte in linea con questa idea si raggiungerebbe un miglioramento paretiano, favorevole per l'economia. Jensen invece (si veda Renneboog et al. 2008a) ritiene che dare adito all'interesse sociale degli stakeholder indebolisca l'azienda e ne aumenti i costi. Baumol e Shleifer (si veda Renneboog et al. 2008a) affermano che la responsabilità sociale sarebbe un'azione non realizzabile se si intende mantenere competitivo il mercato mentre, al contrario, Bagnoli e Watts (si veda Renneboog et al. 2008a) sostengono che, in una situazione di equilibrio, la competitività di mercato può conciliarsi con scelte sostenibili.

La questione sembra quindi essere ancora aperta e ricca di domande riguardo alle scelte di investimento, agli incentivi e all'impatto degli investimenti in fondi socialmente responsabili.

1.3 Auer e Schuhmacher (2016): i benefici finanziari degli Investimenti Socialmente Responsabili

Il contributo di Auer e Schuhmacher (2016) non si limita ad un'analisi della letteratura. Il loro studio propone un'analisi empirica dove si confronta la performance dei fondi comuni d'investimento socialmente responsabili (SRI) con quella dei fondi convenzionali o dei portafogli non vincolati così da valutare l'impatto e gli eventuali benefici finanziari degli investimenti sostenibili. In particolare sono definiti fondi SRI i fondi che prevedono che il processo d'investimento identifichi e selezioni le imprese con un alto profilo di responsabilità sociale e ciò implica che gli investitori stessi diano notevole importanza all'utilità non finanziaria, cioè sociale ed ambientale, che può derivare dall'investimento accanto a quella finanziaria.

Renneboog et al. (2008b) indaga se gli investitori in fondi socialmente responsabili paghino un prezzo per le loro scelte etiche e sociali o se al contrario, riescano a raggiungere performance finanziarie superiori rispetto a chi investe in fondi convenzionali, delineando così il contesto in cui successivamente lo studio di Auer e Schuhmacher (2016) si instaurerà.

In particolare lo studio di Renneboog et al. (2008b) nel confrontare i fondi SRI e quelli convenzionali, analizza l'eventuale capacità degli investitori etici nel selezionare un portafoglio che sia anche economicamente vantaggioso e prende in considerazione il rendimento e il rischio dei fondi SRI.

Vengono individuate due ipotesi. La prima sostiene che i fondi SRI sottoperformino rispetto a quelli convenzionali e che una maggiore intensità di screening riduca l'universo degli investimenti sostenibili, indebolendone la performance.

La seconda ipotesi invece sostiene che i fondi SRI sovraperformino rispetto ai fondi convenzionali e che la selezione di fondi sostenibili aiuterebbe ad evitare alcuni possibili costi derivanti da crisi sociali o ambientali.

Dallo studio emerge come la maggior parte delle ricerche sulla performance dei fondi SRI concluse fino a questo momento non abbia trovato prove che supportino l'ipotesi che il rendimento aggiustato per il rischio dei fondi socialmente responsabili sia significativamente

diverso rispetto ai fondi convenzionali e proprio da questa affermazione partono gli studi di Auer e Schuhmacher (2016).

Gli autori sviluppano il loro studio partendo dall'affermazione per cui non sembrerebbero esserci né vantaggi né svantaggi finanziari nello scegliere fondi SRI, ribadendo però l'importanza di porre attenzione all'argomento e ai risultati osservati ed evidenziandone alcuni aspetti ai quali è utile prestare attenzione.

Per prima cosa vi è l'aspetto di instabilità dei fondi socialmente responsabili su cui possono avere influenza turbolenze e cambiamenti di mercato che modificherebbero la natura dei fondi stessi non facendoli più aderire ai criteri che hanno permesso loro di essere così denominati. Succede quindi che i fondi SRI possono convergere di fatto verso fondi convenzionali mantenendo però l'etichetta SRI che non è più garanzia del rispetto dei principi puri di responsabilità sociale.

In secondo luogo vanno tenuti in considerazione i cosiddetti effetti *confondenti* che rendono difficoltoso capire la reale influenza delle azioni di responsabilità sociale.

Un terzo aspetto critico riguarda la misurazione della performance *risk-adjusted* attraverso l'utilizzo degli indici *alpha*. Questi misurano la variazione, positiva o negativa, della performance rispetto al valore atteso calcolato sulla base del rischio *beta*. In particolare è richiesta una certa attenzione nel momento della misurazione e della scelta degli indici e dei diversi criteri adottabili. I dibattiti riguardano per esempio la preferenza di basare la propria misurazione di performance sul rischio totale piuttosto che di mercato, l'utilizzo di modelli ancora con poco consenso e l'utilizzo di procedure standard anche laddove la dimensione del campione empirico non lo consentirebbe.

Partendo dal confronto tra fondi SRI e fondi convenzionali diversi studi, presi in considerazione da Auer e Schuhmacher (2016), hanno ritenuto utile strutturare in maniera specifica i portafogli SRI per valutarne specificatamente i vantaggi.

Anche in questo caso sono stati evidenziati alcuni limiti tra cui l'utilizzo di indici *alpha* alternativi, la capacità di concentrarsi su un'unica dimensione di responsabilità sociale o le misure ridotte del campione.

Con questi contributi si arriva però a risultati contrastanti e se da una parte vi è una conferma della superiorità di performance raggiungibile con investimenti sostenibili, dall'altra viene trovata una correlazione negativa tra questo tipo di investimenti e la performance ottenuta.

L'obiettivo di Auer e Schuhmacher (2016) è proprio quello di superare i limiti riscontrati nei precedenti studi per valutare il reale impatto delle azioni di responsabilità sociale sulla performance di investimento.

Il loro studio è compiuto su scala globale e infatti tiene in considerazione non solo Stati Uniti ed Europa ma anche la regione Asia Pacifica, finora poco analizzata.

Auer e Schuhmacher (2016), sono i primi ad utilizzare i punteggi ESG forniti dall'agenzia di rating *Sustainalytics*, leader mondiale nell'analisi di sostenibilità, che seguendo standard rigorosi permette un confronto anche tra regioni differenti. Inoltre questo studio analizza le tre dimensioni della sostenibilità, ambientale, sociale e di governance, sia a livello aggregato che separatamente e studia i diversi settori industriali in maniera separata in modo da cogliere le eventuali differenze.

Con questo studio si abbandona l'utilizzo degli *alpha* per la valutazione della performance a favore dello *Sharpe ratio*, che permette di misurare il premio medio per unità di rischio totale e quindi si mostra una modalità adeguata nel caso di investitori non ben diversificati. Auer e Schuhmacher (2016) inoltre prediligono l'utilizzo di metodi *bootstrap* che permettono di ottenere risultati robusti nel testare la significatività delle differenze di performance. Infine lo studio pone particolare attenzione nella verifica della robustezza dei risultati.

Lo studio ritiene utile classificare gli investitori identificando tre diverse tipologie.

Per primi vengono presentati i cosiddetti *value-driven investors* che nelle loro scelte di investimento si fanno guidare dall'utilità non-finanziaria che può derivare da scelte sostenibili e sono disposti per questa ad incorrere in una perdita della performance finanziaria.

Per secondi i *responsible profit-seekers* scelgono di investire solo dove i SRI offrono anche vantaggi finanziari. Infine vi sono gli *irresponsible profit-seeker*, che a differenza degli altri sono disinteressati a compiere scelte etiche ma cercano solamente opportunità di investimento redditizie.

I dati utilizzati nello studio, forniti da *Sustainalytics*, sono relativi ai punteggi ESG utilizzati per quantificare la responsabilità sociale delle imprese sia di piccole che di grandi dimensioni. Questi sono particolarmente significativi perché, considerando la scarsa comprensione che la maggior parte degli investitori ha di ciò che viene definito socialmente responsabile, i punteggi ESG sono solitamente l'unica variabile considerata nelle loro decisioni di investimento. In particolare i dati osservati rispondono a 70 indicatori specifici su diverse aziende internazionali e vengono aggiornati, a differenza di altri studi, anche più volte l'anno. Auer e Schuhmacher

analizzano i dati suddividendoli nelle tre aree geografica e nei quattro settori proposti da Sustainalytics (beni e servizi di capitali, di consumo, finanziari e di altro tipo).

Lo studio, che osserva un campione di dati che va da agosto 2004 a dicembre 2012, forniti da *Thomson Reuters Datastream*, utilizza i prezzi delle azioni e i dividendi per calcolare i rendimenti azionari mensili, senza però escludere le società delistate durante il periodo di analisi.

In *tabella 1-Panel A* vediamo riportati per settore e per area, oltre al numero di aziende prese in considerazione, le medie dei rendimenti in eccesso dei titoli e le relative deviazioni standard in parentesi.

Nel *Panel B* vengono riportati i punteggi ESG, sia individualmente che a livello aziendale.¹

Table 1
Descriptive statistics.

	Asia-Pacific					United States					Europe				
	Total	Cap	Con	Fin	Misc	Total	Cap	Con	Fin	Misc	Total	Cap	Con	Fin	Misc
<i>Panel A: Stock data</i>															
Number	632	137	179	126	190	914	186	307	175	246	572	131	177	123	141
Excess return	0.48 (10.69)	0.34 (11.02)	0.68 (9.52)	0.66 (10.67)	0.28 (11.55)	0.72 (9.35)	0.74 (10.41)	0.73 (8.61)	0.37 (9.35)	0.94 (9.49)	0.57 (8.76)	0.59 (10.04)	0.63 (7.80)	0.32 (8.94)	0.68 (8.63)
Market value	880.62 (243.33)	842.12 (245.36)	964.30 (223.10)	1060.39 (337.91)	710.33 (198.19)	16.05 (3.98)	11.91 (3.64)	13.77 (3.15)	13.22 (3.23)	24.05 (5.81)	11.92 (3.20)	7.92 (2.67)	12.84 (3.38)	12.56 (3.71)	13.91 (3.01)
Book-to-market	0.78 (0.20)	0.75 (0.21)	0.70 (0.17)	1.00 (0.27)	0.73 (0.19)	0.53 (0.17)	0.55 (0.28)	0.44 (0.12)	0.81 (0.23)	0.41 (0.11)	0.65 (0.21)	0.61 (0.24)	0.48 (0.15)	1.02 (0.35)	0.56 (0.16)
<i>Panel B: ESG data</i>															
Environmental	48.64 (6.47)	52.80 (8.66)	48.86 (5.18)	42.06 (6.21)	49.78 (6.28)	46.06 (5.61)	49.15 (5.90)	47.25 (5.57)	40.76 (5.35)	46.00 (5.62)	54.94 (7.04)	56.69 (7.57)	57.19 (6.97)	49.69 (7.48)	55.07 (6.24)
Social	50.32 (4.61)	51.03 (4.81)	49.97 (4.63)	49.40 (4.95)	50.74 (4.23)	50.33 (4.42)	50.96 (4.21)	50.27 (4.62)	51.20 (4.25)	49.31 (4.47)	56.39 (6.04)	56.80 (6.44)	57.55 (6.15)	54.19 (6.21)	56.48 (5.40)
Governance	58.41 (4.87)	59.48 (5.39)	60.19 (4.50)	52.34 (4.71)	59.98 (4.94)	65.89 (5.71)	69.39 (6.03)	68.33 (5.12)	56.52 (5.77)	66.88 (6.15)	63.97 (6.21)	64.67 (6.73)	65.73 (6.39)	57.81 (5.92)	66.49 (5.77)
Company	52.45 (3.65)	54.44 (4.16)	53.01 (3.58)	47.94 (3.91)	53.50 (3.18)	54.09 (3.40)	56.50 (3.33)	55.28 (3.73)	49.50 (3.01)	54.06 (3.30)	58.43 (5.07)	59.39 (5.43)	60.16 (5.18)	53.90 (5.25)	59.35 (4.43)

Fonte: Auer e Schuhmacher (2016)

Diverse sono le deduzioni a cui Auer e Schuhmacher (2016) arrivano osservando questi dati. Innanzitutto i rendimenti in eccesso, che misurano le differenze tra i rendimenti effettivi del portafoglio e i rendimenti con tassi privi di rischio, sono sempre positivi anche durante i periodi di crisi avuti in questi anni in Europa e negli Stati Uniti. Inoltre i rendimenti medi in eccesso tendono ad essere più bassi e quindi la volatilità, che ne valuta l'incertezza, tende ad essere più alta nella regione Asia Pacifica, poiché qui le crisi internazionali e le turbolenze finanziarie hanno un impatto maggiore.

¹ La tabella riporta i dati di ogni area geografica suddivisi per industrie di beni e servizi di capitali (Cap), di consumo (Con), finanziari (Fin) e di altro tipo (Misc). Il Panel A mostra il numero di titoli per ogni sottogruppo. Inoltre mostra i valori medi dei rendimenti in eccesso, della capitalizzazione di mercato e del rapporto book-to-market. Tra parentesi le rispettive deviazioni standard. Il Panel B riporta le medie dei punteggi ambientali, sociali, di governance e a livello di company (ottenuti come media ponderata dei tre punteggi ESG individuali). Tra parentesi le relative deviazioni standard.

Emerge poi che per ogni settore e regione, sono stati ottenuti sempre punteggi di governance maggiori rispetto a quelli sociali e ambientali e inoltre, con un'unica eccezione, quelli sociali si mostrano maggiori di quelli ambientali.

L'Europa è la regione che presenta le aziende meglio valutate negli aspetti sociali e ambientali, mentre gli Stati Uniti prevalgono nella valutazione degli aspetti di governance.

Sia in Europa che nella regione Asia Pacifica si osservano deviazioni standard più elevate nell'area ambientale, indicando quindi la presenza di una maggiore diversificazione dei rendimenti se si osserva questo aspetto. L'Europa mostra deviazioni standard più elevate in tutti e tre gli aspetti osservati e questo suggerisce che vi sia un cambiamento più turbolento rispetto alle altre regioni.

In seguito all'analisi di questi dati, Auer e Schuhmacher proseguono con la costruzione di portafogli ad alto e basso rating basati sui punteggi ESG, al fine di confrontarli con portafogli *benchmark* di riferimento equamente ponderati.

La modalità adottata per la costruzione di questi portafogli prevede di classificare i titoli dell'universo azionario di riferimento in base ai punteggi ambientali, sociali e di governance per poi selezionare i migliori e i peggiori in diverse percentuali ottenendo così 600 portafogli ben diversificati.

L'ipotesi che si vuole testare è quindi se investire in un fondo socialmente responsabile piuttosto che convenzionale influisca o meno sulla performance finanziaria.

Per confrontare i portafogli attraverso lo *Sharpe ratio*, viene utilizzato il *test bootstrap*.

Se si osservano solo i portafogli che si concentrano sul 5% di aziende con i più alti e più bassi rating ciò che emerge è che una performance superiore dei portafogli ad alto rating ESG rispetto al *benchmark* si ha solo in alcuni settori e per alcuni aspetti ESG nelle aree Asia Pacifica e degli Stati Uniti, per un totale di 15 casi su 60, mentre in Europa questa performance superiore non si verifica in nessun settore e per nessun aspetto di sostenibilità.

Invece sono ben 34 su 60 i casi in cui dal confronto emerge che i portafogli a basso rating ESG presentano una performance superiore ai portafogli *benchmark*.

Se invece si vogliono confrontare i portafogli ad alto rating con quelli a basso rating ESG lo studio afferma che i primi sovraperformano rispetto ai secondi in 18 casi su 60, ma di questi casi nessuno riguarda l'Europa.

Tornando al più ampio campione di 600 portafogli costruiti il risultato finale a cui arriva lo studio è quello che nella regione Asia Pacifica non vi sarà alcun svantaggio né vantaggio

finanziario significativo per gli investitori che scelgono un portafoglio ad alto o basso rating ESG. Negli Stati Uniti, nonostante ad alcune condizioni emergano delle differenze in termini di performance, queste non sono consistenti e conducono alla stessa conclusione precedente. Nel caso dell'Europa invece lo studio conclude che gli investitori in alcuni casi pagano un prezzo nel compiere scelte di investimento socialmente responsabili.

Il contributo principale che deriva dai risultati ottenuti da Auer e Schuhmacher è quello di fornire dati ed intuizioni utili per la costruzione ed il marketing dei fondi etici, soprattutto in Europa dove si è rivelato opportuno preferire alcune combinazioni di criteri ESG ad altre per evitare svantaggi finanziari.

Capitolo 2. La finanza sostenibile: cenni

2.1 Finanza Sostenibile

“Per finanza sostenibile si intende l’applicazione all’attività finanziaria del concetto di sviluppo sostenibile che ha l’obiettivo di creare valore nel lungo periodo, indirizzando i capitali verso attività che non solo generino un plusvalore economico, ma siano utili alla società e non abbiano un impatto negativo sull’ambiente” (R. Sobrero. Verde, anzi verdissimo, 2022, pag. 51).

È la CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) che in *La finanza per lo sviluppo sostenibile* chiarisce come il concetto di finanza sostenibile non si sia sviluppato contemporaneamente a quello di sviluppo sostenibile, ma tuttora in ambito europeo questo concetto si mostri meno chiaramente identificato, seppur sia ormai ritenuto imprescindibile.

Qui inoltre la finanza sostenibile viene definita in relazione a due imperativi: se da un lato infatti si vuole migliorare quello che può essere il contributo della finanza nello sviluppo sostenibile e nella mitigazione del cambiamento climatico, dall’altro si vuole rafforzare la stabilità finanziaria attraverso l’introduzione dei criteri ESG nelle decisioni di investimento.

Eurosif, l’European Sustainable Investment Forum pubblica nel 2012 l’European SRI Study, il cui contributo principale è quello di definire quali sono le principali strategie di investimento sostenibile. In particolare si tratta di determinare le modalità con cui i manager incorporano nelle loro azioni la sostenibilità e la responsabilità sociale e di come i criteri ESG vengono considerati. Lo studio propone strategie *process-oriented*, finalizzate a mostrare cosa viene fatto piuttosto che quali siano le ragioni.

La prima strategia è quella dei *Sustainability Themed Investment*, quando la scelta di investimento ricade su una o più particolari tematiche riguardanti la sostenibilità. Solitamente ci si riferisce a tematiche ambientali come quella delle energia rinnovabile, delle cleantech o del cambiamento climatico; ma anche le tematiche sociali possono essere considerate. Questo tipo di strategia apre un dibattito sull’effettiva possibilità di definire alcune attività sostenibili. Infatti può succedere che seppure il tema che spinge all’investimento sia sostenibile, al contempo l’azienda potrebbe mettere in atto altri tipi di azioni che non lo sono. In sostanza questa strategia che si concentra su un singolo aspetto o tema dell’investimento non consente di valutarlo nella sua interezza.

Un'altra strategia invece è la *Best-in Class Investment Selection*, che prevede di selezionare le migliori imprese all'interno di una certa categoria valutandole in base ai criteri ESG e ad analisi finanziarie, selezionando i titoli in portafoglio.

Poi troviamo la *Norms-based Screening* che consiste nell'identificare in maniera precisa quelle imprese le cui azioni sono in linea con i criteri di buon comportamento generalmente accettati. Per poter rientrare a far parte di questa categoria è richiesta un'analisi basata sulle norme internazionali, principalmente OCSE, ONU e delle Agenzie ONU, che in generale riguardano i criteri ESG.

La strategia *Exclusions* prevede di escludere dalle opzioni di investimento quelle non ritenute opportune per motivi non finanziari. Si parla di *simple screening* nel caso in cui si decidano solamente uno o due criteri di esclusione, mentre nel caso di un numero superiore si avrà un *value-based screening*. Tra le più comuni ragioni di esclusione vediamo la produzione di armi, di tabacco e alcool, l'utilizzo di test animali o di combustibili fossili.

Un'ulteriore strategia è quella dell'*ESG Integration* che prevede di integrare i criteri ESG nelle analisi finanziarie e in questo modo cerca di attribuire un beneficio o un costo alle informazioni ESG.

Ancora, vi è la strategia di *Engagement and Voting* che riguarda la possibilità per l'investitore di dialogare con l'impresa e di entrare nelle dinamiche aziendali riguardanti le scelte sostenibili anche con possibilità di voto. Questa strategia tende ad aumentare il grado di trasparenza delle imprese, ed è possibile raggruppare le pratiche utilizzate in *soft-engagement* e *hard-engagement*. Nella prima categoria troviamo modalità di dialogo costruite con incontri con gli investitori, teleconferenze o invio di relazioni. La seconda categoria prevede la presentazione di mozioni nelle assemblee, l'intervento e l'esercizio di voto e solitamente si tratta di pratiche riservate agli investitori proprietari di titoli azionari.

Per ultima abbiamo la strategia *Impact Investing* che si propone di scegliere gli investimenti la cui intenzione è quella di generare nel lungo periodo un impatto sociale e ambientale accanto ad un ritorno economico per gli investitori. In pratica propone soluzioni finanziarie in risposta ai bisogni sociali ed ambientali.

Spesso questi investimenti a impatto prendono come punto di riferimento i Sustainable Development Goals (SDGs), ossia gli obiettivi che sono stati identificati dagli Stati membri delle Nazioni Unite per il 2030, che consentono di identificare e misurare i risultati che vengono raggiunti. È bene precisare che questi investimenti cercano di mantenere interconnessi gli aspetti ESG degli investimenti e di generare un impatto che sia positivo complessivamente.

L'*Impact Investing*, orientato verso l'*impact first* si pone a metà tra le strategie *financial first*, orientate al rendimento finanziario, e quelle *impact only*, ovvero la filantropia, che al contrario non mostra alcuna attenzione all'aspetto finanziario.

Nel 2021 il Forum per la Finanza Sostenibile ha pubblicato uno studio sulla percezione che i risparmiatori italiani hanno su questa tematica, in particolare volendo cogliere le abitudini di risparmio e investimento, anche in seguito al fenomeno pandemico, e cercando di investigare il ruolo che potrebbe essere affidato alla sostenibilità per avviare un rilancio economico. Sicuramente la crisi economica derivante dalla recente pandemia mostra sia una maggiore prudenza che un maggior bisogno di controllo e consapevolezza sugli investimenti che si intende compiere. Emerge inoltre una maggiore digitalizzazione anche nella gestione degli investimenti.

Se dall'indagine emerge che il 30% degli investigati dichiara di non conoscere le proprie attività finanziarie nel dettaglio e il 53% ritiene di informarsi regolarmente sull'andamento dell'economia e dei mercati, questi numeri si modificano sensibilmente se si osservano solo i sottoscrittori di investimenti socialmente responsabili, arrivando rispettivamente al 17% e al 77%, con un aumento anche della percentuale di coloro che si affidano a consulenti.

Sugli investimenti sostenibili lo studio afferma che rispetto al 2019 si misura una crescita del 20%, come conseguenza anche delle campagne mediatiche legate ai temi della sostenibilità che sempre più hanno preso spazio negli ultimi anni.

Nonostante ciò l'indagine afferma che la conoscenza dei prodotti SRI rimane ancora superficiale. I dati ci dicono che è un investitore su tre a non avere opinioni precise sulla redditività e sulla rischiosità degli investimenti sostenibili nel lungo periodo.

Lo studio inoltre sostiene che dall'inizio della pandemia si è verificato un ulteriore aumento della quota di investimenti sostenibili da parte di chi già ne era sottoscrittore dovuto alle sempre maggiori evidenze della loro validità sul piano della performance. In particolare è il 35% dei già sottoscrittori di prodotti SRI ad aver incrementato la quota di investimenti sostenibili ed è il 57% che invece si mostra intenzionato a farlo.

Alla domanda "*in generale, ritieni che integrare (maggiormente) la sostenibilità (ambientale, sociale e di governance) tra i criteri che guidano le scelte strategiche delle aziende possa contribuire a uscire più rapidamente dalla crisi attuale?*" il 44% dei rispondenti è concorde affermando, tra le varie ipotesi a sostegno, che questo creerebbe opportunità per il futuro e sarebbe un percorso giusto ed obbligato, sostenendo poi i diversi miglioramenti che comporterebbe e l'alto grado di coinvolgimento ed attualità che la tematica ha (Forum per la Finanza Sostenibile).

I maggiori dubbi mossi dai sottoscrittori SRI sono il rischio di greenwashing, la conoscenza solo parziale delle opzioni, la ancora scarsa diffusione dei prodotti SRI e i vantaggi solo nel medio-lungo termine.

Invece per quanto riguarda gli obiettivi che vengono ricercati dagli investitori SRI vediamo ai primi posti, rispettivamente al 20% e al 19%, la tutela dell'ambiente e il guadagno; seguono poi il desiderio di sicurezza e garanzia, la diffusione del benessere sociale, la coerenza con i valori e il contributo allo sviluppo.

2.2 Criteri ESG

Nel 2004 nasce, dal lavoro congiunto di diverse istituzioni finanziarie sostenute dalle Nazioni Unite, il documento *Who Cares Wins - connecting financial market to a changing world*, con l'obiettivo di presentare “*delle raccomandazioni da parte del settore finanziario nell'analisi, nella gestione patrimoniale e nell'intermediazione mobiliare per integrare al meglio le questioni ambientali, sociali e di governance*”.

Da questo documento emerge che “*a better inclusion of environmental, social and corporate governance (ESG) factors in investment decisions will ultimately contribute to more stable and predictable markets, which is in the interest of all market actors.*” (*Who cares wins*).

Si inizia quindi a parlare di fattori ESG dando spazio a questo nuovo acronimo, in esteso *Environmental, Social and Governance*, che da questo momento inizia a diffondersi con lo scopo di voler definire l'impatto che un investimento sostenibile può avere in ciascuno di questi tre ambiti.

In particolare, il termine *environmental* vuole porre l'attenzione sull'impatto della società sull'ambiente, osservando l'impronta di carbonio, le sostanze chimiche piuttosto che le risorse naturali utilizzate e gli interventi di sostenibilità.

Il termine *social* si riferisce all'impatto sociale all'interno dell'azienda e in un più ampio contesto, con riguardo ai diritti umani, all'uguaglianza LGBTQ+, alla parità di genere, alla diversità etnica dei lavoratori o ancora alle pratiche di assunzione.

Infine con il termine *governance* ci si vuole riferire all'azione del Consiglio di Amministrazione e della Direzione dell'azienda verso un cambiamento positivo, includendo tutto ciò che riguarda la composizione del gruppo dirigenziale, la sua diversità etnica, culturale e di genere (*Forbes*).

2.3 Corporate Social Responsibility

Seguendo il dibattito che unisce la responsabilità sociale al concetto di governance e quindi alla tematica ESG, Linciano et. al. (2021) evidenziano due diverse teorie. Da un lato mostrano la *Shareholder Theory* che ritiene la massimizzazione dei profitti l'unico obiettivo che un'impresa debba porsi, lasciando le tematiche di responsabilità sociale in mano esclusivamente alle istituzioni pubbliche.

Contrapposta, presentano la *Stakeholder Theory* che fa risaltare invece il dovere dell'impresa nel manifestare attenzione agli interessi delle diverse categorie di attori, sostenendo, secondo gli autori, la *Corporate Social Responsibility*, definita un *costo necessario* che permette all'azienda di raggiungere nel lungo periodo anche il proprio profitto.

Solo più tardi grazie agli interventi ONU, la CSR passerà dall'essere considerata un costo ad essere invece definita un investimento per le imprese, per il carattere competitivo che assume e l'impresa inizierà così ad essere considerata un bene sociale.

Porter e Kramer (2006) descrivono la stretta relazione che si individua tra una società sana e le imprese di successo, ponendo l'attenzione verso lo *shared value*, valore condiviso che nasce dall'intersezione tra le politiche sociali e le scelte di business e che permette di prendere le decisioni d'impresa ponendo l'attenzione verso entrambi questi aspetti.

Ad oggi sembra che la più grande sfida che hanno le imprese sia proprio quella di integrare le azioni socialmente responsabili all'interno della propria strategia d'impresa, così da renderle un'opportunità ed una solida fonte di innovazione a vantaggio dell'azienda. Ciò che invece spesso rischia di accadere è di affrontare le decisioni legate alla CSR con un approccio frammentato che relega il più delle volte questo tipo di azioni ad essere un costo da sostenere. Certamente non molte aziende si sono lanciate verso un impegno di responsabilità sociale in maniera volontaria ma la maggior parte si è trovata a dover fare i conti con un aspetto che inizialmente non pensavano le riguardasse.

Sono stati individuati dai sostenitori della CSR quattro elementi che dovrebbero caratterizzare le aziende o meglio, delle giustificazioni prevalenti che sarebbero coinvolte nell'attuazione di azioni socialmente responsabili da parte delle aziende. Il primo elemento è ovviamente quello della sostenibilità. Il secondo è l'obbligo morale, identificato addirittura come goal del Business for Social Responsibility, associazione no-profit che riunisce le imprese CSR. Il terzo è la licenza ad operare, dovuta al fatto che implicitamente ogni azienda necessita del consenso della

comunità in generale per operare ed infine la reputazione, la cui ricerca spesso giustifica le iniziative CSR poiché queste permettono di rafforzare l'immagine dell'azienda.

Altro concetto importante è la cosiddetta *triple bottom line*, obiettivo che molte aziende si pongono volendo raggiungere dunque il miglior risultato sia in termini economici, che sociali ed ambientali e soprattutto ricercando prestazioni economiche a lungo termine.

Proprio per raggiungere questo obiettivo è necessaria una forte strategia d'impresa che può dar vita alla cosiddetta *CSR reattiva*, la quale si costituisce di due elementi centrali. Il primo è l'agire come un buon cittadino, dando ascolto alle preoccupazioni sociali degli stakeholder ed intraprendendo azioni con obiettivi chiari e misurabili e che possano essere monitorati nel tempo. Il secondo elemento chiave consiste in una sfida operativa, ovvero la mitigazione degli elementi negativi già esistenti nell'azienda, in particolare derivanti dalle attività della catena del valore.

Capitolo 3. L'Unione europea per un nuovo modello economico sostenibile

3.1 Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile

Nel 2018 la Commissione europea in una comunicazione rivolta agli altri organi europei, presenta il piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile, ribadendo la rilevanza riscontrata anche a livello economico nel prestare attenzione alle tematiche i cui effetti sono a lungo termine, come la sostenibilità sociale ed ambientale.

“Nello specifico, il piano d'azione mira a:

- 1. riorientare i flussi di capitali verso investimenti sostenibili al fine di realizzare una crescita sostenibile e inclusiva;*
- 2. gestire i rischi finanziari derivati dai cambiamenti climatici, l'esaurimento delle risorse, il degrado ambientale e le questioni sociali nonché*
- 3. promuovere la trasparenza e la visione a lungo termine nelle attività economico-finanziarie.”*(Commissione europea, 2018).

Viene riconosciuto un forte divario tra quelli che sono gli effettivi investimenti e quelli che sarebbero necessari per raggiungere gli obiettivi che l'Europa si è posta entro il 2030. Il settore che mette maggiormente in crisi è quello delle infrastrutture che vede bassi livelli di finanziamenti per le infrastrutture definite sociali, che consentirebbero di affrontare le questioni di ineguaglianza e inclusività. Causa principale di questo divario viene individuato ancora nella mancanza di chiarezza e comprensione tra gli investitori di ciò che può costituire un investimento sostenibile e per questo si ritiene opportuno intervenire nel *riorientare i flussi di capitali verso investimenti sostenibili al fine di realizzare una crescita sostenibile e inclusiva.*

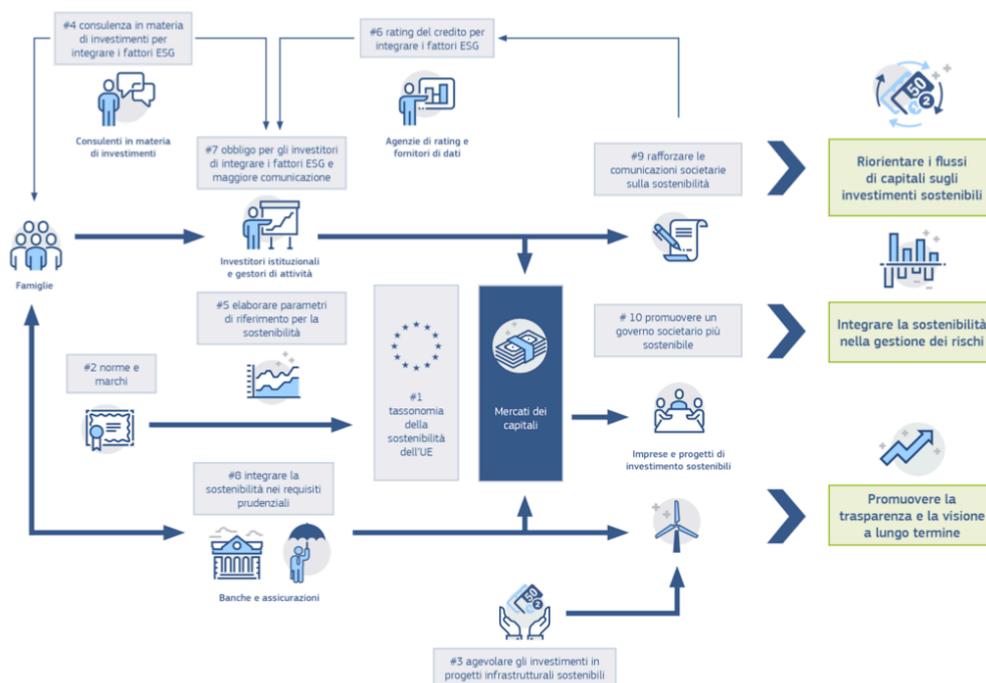
È opportuno specificare che i rischi non sono solo ambientali, dovuti ad esempio alle catastrofi naturali e alle condizioni climatiche in cui versa il nostro pianeta; ma anche sociali, come i danni d'immagine e gli effetti giuridici che possono derivare da condizioni di lavoro inadeguate o ineguali.

Ribadita l'importanza di prestare attenzione agli effetti a lungo termine delle azioni si ritiene opportuno promuovere la trasparenza delle imprese sulle questioni di sostenibilità così da agevolare gli investitori nelle loro decisioni.

In questa sede viene individuata la necessità di creare un linguaggio condiviso sulle tematiche della sostenibilità e infatti la prima delle numerose azioni proposte dalla Commissione europea è quella di *istituire un sistema unificato a livello dell'UE di classificazione delle attività sostenibili*, in particolare attraverso una proposta legislativa che vuole garantire l'elaborazione progressiva di questa tassonomia e l'istituzione di un gruppo tecnico di esperti sulla finanza sostenibile. Nasce quindi un complesso lavoro che in questo momento prevedeva la definizione solamente di alcune attività ambientali e di alcuni aspetti climatici ma che sarà completata più avanti.

Una seconda azione intrapresa dalla Commissione è quella di *creare norme e marchi per i prodotti finanziari sostenibili*, ponendo la propria attenzione e quella del gruppo tecnico di esperti verso le obbligazioni verdi e il marchio Ecolabel UE.

Ancora, la Commissione si propone di *promuovere gli investimenti in progetti sostenibili*, di *integrare la sostenibilità nella consulenza finanziaria* e di *elaborare indici di riferimento in materia di sostenibilità*.



Fonte: Commissione europea

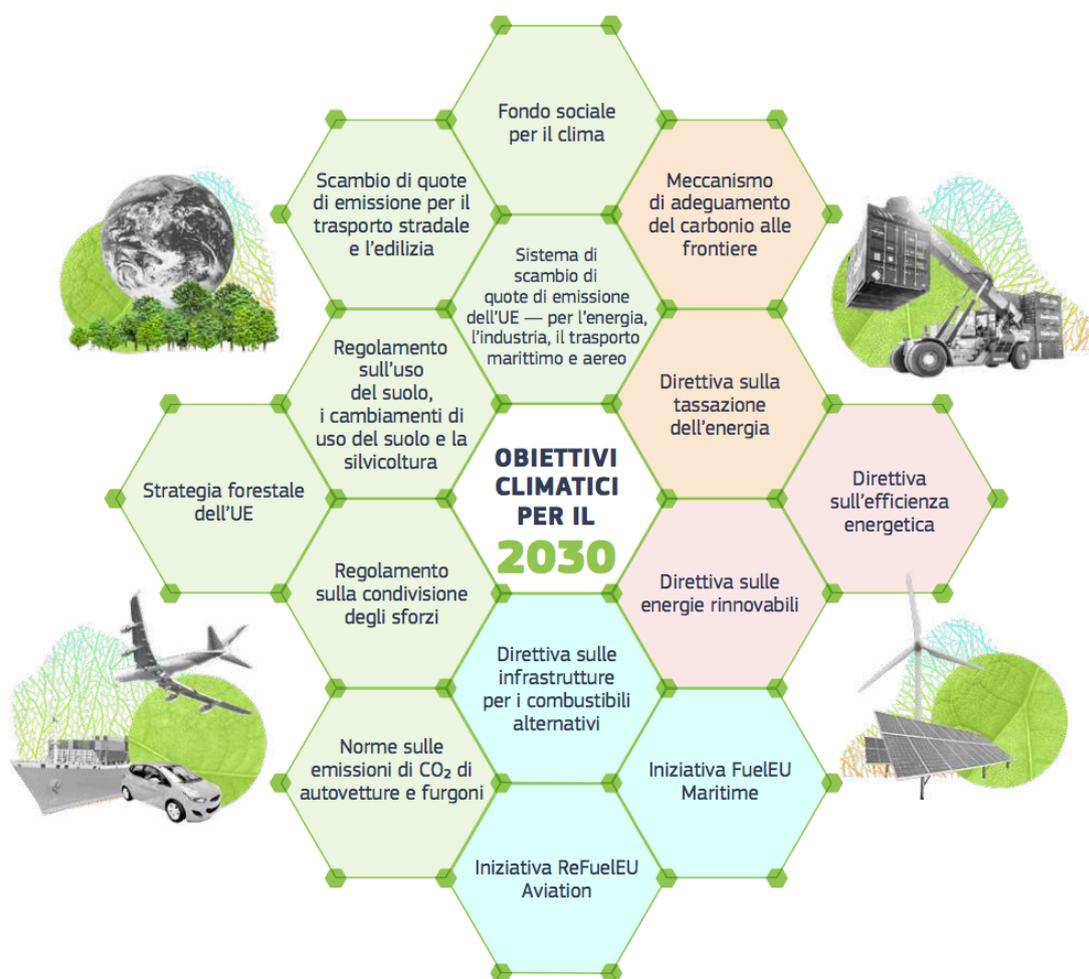
3.2 L'intervento dell'Unione europea: tra l'European Green Deal e i regolamenti

Nel dicembre 2019 viene adottato l'European Green Deal (EGD) che presenta il chiaro obiettivo di rendere l'Europa un continente a impatto climatico zero entro il 2050, raggiungendo la diminuzione delle emissioni di almeno il 55%, rispetto ai livelli del 1990, entro il 2030. L'accordo vuole rendere chiare le direzioni da seguire per conseguire uno sviluppo economico che non richieda l'aumento del consumo di risorse naturali e inoltre l'implementazione di

questa strategia vuole consentire di raggiungere efficienza nell'economia circolare, proteggendo la biodiversità e riducendo l'inquinamento.

L'obiettivo principale del Green Deal è quello di porre la sostenibilità e il benessere dell'uomo al centro delle politiche economiche e alla base delle decisioni politiche e delle azioni che ne conseguono.

Si tratta di un cammino che vede tutti i 27 Stati membri dell'Unione europea che hanno aderito mobilitarsi con la firma di accordi e normative, avendo ben chiaro ciò che si presenta davanti a loro: rendere la grande sfida dei cambiamenti climatici un'opportunità per costruire un modello economico nuovo. La transizione a cui l'Unione europea ambisce vuole essere equa, competitiva ed efficiente nei costi.



Fonte: Ufficio delle pubblicazioni dell'Unione europea

L'European Green Deal fa parte di una più ampia strategia sviluppata dalla Commissione europea che si inserisce nell'Agenda UN 2030 per lo Sviluppo Sostenibile e lo Sviluppo di Obiettivi Sostenibili. In particolare si tratta di uno delle sei priorità individuate per il 2019-2024

in europea, insieme alla digitalizzazione, ad un'economia funzionale per le persone, al rafforzamento dell'Europa nel mondo, alla promozione dello stile di vita europeo e ad una nuova spinta per la democrazia europea.

Oltre al dialogo tra stakeholders, la riformulazione di una struttura legale, l'utilizzo di tecnologie nuove e digitali e l'applicazione dei principi di sviluppo sostenibile e di economia circolare, la strategia EGD richiede anche il coraggio e la forza di contrastare il cambiamento con l'introduzione di misure economiche e sociali e di impegno finanziario.

Per aiutarci a comprendere il contesto in cui le nazioni europee si trovano in questi anni dobbiamo considerare che subito dopo l'introduzione dell'European Green Deal nel dicembre del 2019, il mondo è stato scosso dalla crisi pandemica Covid-19 che sappiamo aver provocato una grande turbolenza nella nostra economia.

Per questo motivo pochi mesi dopo, nel luglio 2020, è stato adottato il programma di ripresa Next Generation EU (NGEU), che rafforza le iniziative dell'EGD tenendo conto del nuovo contesto in cui l'Europa si trova.

Fetting (2020) afferma che proprio in seguito al programma di ripresa dalla crisi di Covid-19 sia nata un'opportunità di accelerazione della trasformazione sostenibile.

A sostegno degli obiettivi proposti con l'European Green Deal è stato sviluppato l'European Green Deal Investment Plan (EGDIP) che si pone tre principali obiettivi. Il primo è quello di accrescere i fondi a supporto della transizione, successivamente si vuole sostenere gli investimenti sostenibili stanziando dei fondi e creando un quadro favorevole per gli investitori, sia pubblici che privati, affinché gli investimenti sostenibili siano facilitati e infine si vuole offrire alle amministrazioni pubbliche e ai promotori impegnati in progetti sostenibili sostegno nell'identificazione, la strutturazione e l'esecuzione degli stessi.

Con il Regolamento UE 2021/523 del Parlamento europeo e del Consiglio si istituisce il programma InvestEU che, come precisato all'articolo 1, prevede la concessione di una garanzia dell'Unione per sostenere le operazioni di finanziamento e di investimento e inoltre attraverso il polo di consulenza InvestEU fornisce sostegno nell'elaborazione di progetti che interessino gli investitori e favoriscano l'accesso ai finanziamenti. Infine il portale InvestEU assicura la visibilità di tali progetti.

L'articolo 3 definisce gli obiettivi del programma, affermando che:

“1. L'obiettivo generale del programma InvestEU è sostenere gli obiettivi delle politiche dell'Unione mediante operazioni di finanziamento e di investimento che contribuiscano:

- a) alla competitività dell'Unione, ivi comprese la ricerca, l'innovazione e la digitalizzazione;
- b) alla crescita e all'occupazione nell'economia dell'Unione, alla sostenibilità dell'economia dell'Unione e alla sua dimensione ambientale e climatica, contribuendo al conseguimento degli OSS e degli obiettivi dell'accordo di Parigi e alla creazione di posti di lavoro di alta qualità;
- c) alla resilienza e all'inclusione sociali e alla capacità di innovazione sociale dell'Unione;
- d) alla promozione del progresso scientifico e tecnologico, della cultura, dell'istruzione e della formazione;
- e) all'integrazione dei mercati dei capitali dell'Unione e al rafforzamento del mercato interno, comprese soluzioni per affrontare la frammentazione dei mercati dei capitali dell'Unione, per diversificare le fonti di finanziamento delle imprese dell'Unione e per promuovere la finanza sostenibile;
- f) alla promozione della coesione economica, sociale e territoriale; o
- g) alla ripresa sostenibile e inclusiva dell'economia dell'Unione dopo la crisi COVID-19[...]

2. Gli obiettivi specifici del programma InvestEU sono i seguenti:

- a) sostenere le operazioni di finanziamento e di investimento in infrastrutture sostenibili [...];
- b) sostenere le operazioni di finanziamento e di investimento in ricerca, innovazione e digitalizzazione, incluso il sostegno alla crescita delle imprese innovative e all'introduzione delle tecnologie sul mercato [...];
- c) aumentare la disponibilità e migliorare l'accesso ai finanziamenti per le PMI e per le piccole imprese a media capitalizzazione e potenziare la loro competitività globale;
- d) aumentare la disponibilità e migliorare l'accesso alla microfinanza e ai finanziamenti per le imprese sociali, sostenere le operazioni di finanziamento e di investimento in relazione agli investimenti sociali e alle abilità e alle competenze sociali e sviluppare e consolidare i mercati degli investimenti sociali [...].” (Regolamento EU 2021/ 523).

Il 18 giugno 2020 il Parlamento europeo e il Consiglio dell'Unione europea adottano il Regolamento UE 2020/852, introducendo la tassonomia delle attività economiche ecocompatibili. In questo modo si vogliono proporre delle comuni definizioni, utili a tutti gli stakeholder, per quanto riguarda i criteri di definizione delle attività ecosostenibili.

In particolare i primi articoli del regolamento impongono criteri di trasparenza che vanno osservati. Gli articoli successivi invece si concentrano su quelli che sono considerati contributi sostanziali nel raggiungimento degli obiettivi ambientali individuati all'art. 9, quali ad esempio la transizione verso un'economia circolare e l'adattamento ai cambiamenti climatici.

L'art. 20 poi istituisce la piattaforma sulla finanza sostenibile che riunisce diversi esperti rappresentanti sia il settore privato che la società civile, eterogenei per interessi e provenienza e selezionati sulla base delle competenze mostrate in ambito finanziario, ambientale, dei diritti umani e sociali. Il compito di questa piattaforma, che si sostituisce al *Technical Expert Group*, è quello di fornire consulenza alla Commissione sui criteri tecnici di analisi, su eventuali nuovi ambiti di sostenibilità da integrare, sul monitoraggio dei flussi di capitale verso gli investimenti sostenibili e in generale sulla politica finanziaria sostenibile.

Questa è solo una delle normative europee che si preoccupano del mercato della finanza sostenibile. Proprio perché l'impegno è continuo e su più fronti c'è bisogno di una solida integrazione delle normative.

Nel 2021 entra in vigore il Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR), il cui obiettivo è quello di permettere agli investitori di poter reperire in maniera chiara le informazioni necessarie, come ad esempio il calcolo del rischio degli investimenti sostenibili, imponendo le modalità con cui queste devono essere trasmesse. L'obiettivo del SFDR è quello di attrarre finanziamenti privati per consentire all'Unione europea di diventare un'economia a zero emissioni.

Sempre nel 2021 arriva alla sua versione definitiva la Taxonomy Regulation (TR) che esplicita modalità e tempistiche di pubblicazione delle informazioni per le imprese. Inoltre viene chiesto alle società di utilizzare i cosiddetti KPI (Key Performance Indicator) per definire il grado di allineamento alla tassonomia.

Nel gennaio 2023 entra in vigore il Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) che rafforza e aggiorna le regole che le imprese devono rispettare nel report delle informazioni riguardanti gli aspetti sociali e ambientali, chiedendo ad un numero maggiore di imprese di redigere i report di sostenibilità. Queste imprese dovranno rispettare gli European Sustainability Reporting Standards (ESRS), pubblicati sempre nel 2023 che si basano sulle politiche non solo dell'Unione europea ma internazionali.

È il Forum per la Finanza Sostenibile ad affermare come *“Complessivamente, l'obiettivo di CSRD, TR e SFDR è incrementare la trasparenza del mercato, vale a dire aumentare quantità, qualità e comparabilità delle informazioni sui temi di sostenibilità riguardanti imprese, operatori e prodotti finanziari.”*

Capitolo 4. Valutazione e comunicazione degli investimenti sostenibili

4.1 La comunicazione della sostenibilità

Non è solo l'Unione europea a richiedere alle aziende e a tutti i soggetti economici una maggiore trasparenza e chiarezza nelle informazioni legate alle tematiche di sostenibilità e responsabilità sociale, ma sono anche gli stessi consumatori che, assumendo un controllo sempre maggiore sulle proprie scelte di consumo, decidono di valorizzare e premiare chi rispetta questi requisiti.

Il Centro Studi di UNA - Aziende della Comunicazione Unite, ha individuato nel 2022, quelli che saranno i sette principali trend a livello globale nell'ambito della comunicazione commerciale.

La pandemia ha portato infatti ad assumere nuovi stili di vita e per questo i consumatori hanno mostrato il desiderio di diventare maggiormente consapevoli delle proprie scelte di consumo. Inoltre le priorità di ciascuno sono cambiate e in particolare assume sempre più rilevanza tra le tematiche di interesse dei consumatori, affianco alla qualità della propria abitazione e alla salute fisica e mentale, anche il proprio impatto sociale, tanto che la ricerca di qualità nel prodotto viene superata dalla ricerca di sostenibilità e di responsabilità sociale delle azioni delle aziende. Un altro forte interesse mostrato è quello verso la propria comunità locale che accresce il senso di appartenenza.

Ancora un'altra attenzione sarà sulle connessioni umane, fisiche o digitali, individuate come necessità primaria delle persone e su un'esperienza di acquisto diffusa, caratterizzata dalla customer experience e dall'interconnessione.

Anche la tematica della privacy, e in particolare in ambito digital, acquisisce sempre più rilevanza e anche in questo caso la tendenza è quella di confluire verso chi è ritenuto più responsabile ed eticamente corretto in questo campo.

UNA afferma che *“la sostenibilità non è più un trend: è mainstream”* e per questo i consumatori, sempre più attenti, saranno disposti a pagare di più in cambio di un bene che rispetti i criteri di sostenibilità.

Infine anche sul *purpose*, cioè il fine ultimo delle aziende, che già in diversi casi raggiunge tematiche controverse, viene richiesta maggiore concretezza. (UNA, 2022)

Proprio in relazione a quest'ultimo aspetto Paolo Anselmi racconta in un'intervista come non ci si concentri più solamente sulla veridicità delle informazioni, poiché dichiarare il falso sarebbe ormai difficile, ma che ciò che davvero si chiede è la rilevanza e la coerenza di ciò che si comunica.

In sostanza si è diventati molto più diffidenti verso ciò che vuole rendere attrattiva l'immagine delle imprese e ci si concentra invece molto di più su quelli che sono i valori da loro davvero sentiti e praticati.

È bene infatti ricordare come la pratica del *greenwashing*, che consiste nel mostrare virtù ambientaliste di facciata che nel concreto hanno poco a che fare con una reale attività sostenibile esercitata dall'impresa, sia un comportamento che vediamo diffuso tra le imprese.

Se il *green marketing* ha lo scopo di commercializzare in maniera credibile i prodotti dell'impresa, prendendone in considerazione ogni aspetto, le imprese che praticano *greenwashing* tendono ad utilizzare le strategie di comunicazione nascondendo gli aspetti negativi della loro attività e cercando di dare un'immagine di sé molto più sostenibile e quindi positiva rispetto alla realtà.

Per questo la ricerca nel mercato è ritenuta fondamentale, poiché se fatta correttamente riesce ad evidenziare i casi di *greenwashing* ma se invece non dovesse tener conto di alcuni aspetti doverosi ne diventerebbe complice.

Nella valutazione di una strategia di sostenibilità sicuramente è importante che quanto viene dichiarato possa essere anche verificato. Inoltre è importante fare attenzione nelle indagini al campione che si osserva, poiché non sono solo i consumatori ad assumere rilevanza ma tutti gli stakeholder che ruotano intorno, come ad esempio giornalisti di settore, accademici e esponenti di associazioni ambientaliste, e coloro che possono essere considerati più esperti di un consumatore solitamente non sufficientemente informato.

4.2 La rendicontazione

Se si parla di responsabilità sociale delle imprese un aspetto centrale è quello che riguarda il modo in cui queste scelgono di comunicare le informazioni finanziarie e non, utilizzando i vari strumenti di rendicontazione che hanno a disposizione.

Con la direttiva 2014/95/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 22 ottobre 2014 l'Unione europea vuole proporre delle linee guida per la comunicazione delle informazioni non finanziarie introducendo la Non-Financial Reporting Directive (NFRD) che si sofferma su due differenti questioni di responsabilità sociale d'impresa, ovvero sia quella delle informazioni di carattere non finanziario che quella delle diversità negli organi societari. In particolare sono quattro i settori in cui si intende operare, ossia gli impatti ambientali, le problematiche di tipo sociale e riguardanti i dipendenti, il rispetto dei diritti umani e la corruzione e riciclaggio.

Questa normativa, indirizzata alle imprese di grandi dimensioni, non presenta un modello standard al quale viene chiesto di aderire e non definisce nemmeno quelli che sono gli indicatori da fornire ma chiede che venga data la possibilità di comprendere l'andamento dell'impresa, i suoi risultati e l'impatto delle sue attività.

Da tutti questi impulsi ricevuti nasce e si diffonde un nuovo strumento di rendicontazione e di comunicazione cioè il bilancio sociale, che può essere utilizzato dalle imprese per mostrare il loro reale impatto socialmente responsabile, basandosi sui risultati raggiunti nelle tre dimensioni della sostenibilità. I criteri internazionali inoltre richiedono di soffermarsi su quelli che sono i dati effettivamente rilevanti per gli stakeholder, utilizzando un linguaggio che sia chiaro e comprensibile.

Il modello di redazione del bilancio sociale maggiormente diffuso è quello elaborato dal Global Reporting Initiative (GRI) in conformità ai requisiti del Global Sustainability Standards Board (GSSB), che prende in considerazione le disposizioni degli enti intergovernativi, come le *Linee guida dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) per le multinazionali* e i *Principi guida delle Nazioni Unite (ONU) su Imprese e Diritti Umani*, oltre che le richieste degli stakeholder.

L'obiettivo degli Standard GRI è quello di permettere alle organizzazioni di divulgare in maniera trasparente i loro impatti in ambito economico, ambientale, sociale e di governance e di conseguenza di rendere evidente quelli che sono i confini della loro responsabilità sociale. Certamente questi standard vogliono garantire la comparabilità così da guidare il consumatore verso scelte coerenti e sostenibili.

Gli utilizzatori di questi standard non sono solamente le organizzazioni che li utilizzano per la redazione del bilancio sociale e definire i propri obiettivi, ma in generale sono utili a tutti gli stakeholder interessati a capire l'impatto che le attività dell'organizzazione possono avere su di loro.

Questi standard sono organizzati in tre serie: Standard GRI Universali, adatti a tutte le organizzazioni, Standard di settore, in base all'ambito in cui si opera e Standard Specifici, in base a temi materiali, quali ad esempio l'anticorruzione, la salute, la sicurezza sul lavoro e altri ancora.

Questo tipo di rendicontazione ha una forte influenza su quegli aspetti dell'organizzazione come l'operatività e la reputazione, con conseguenze anche finanziarie. Inoltre la rendicontazione di sostenibilità consente di conoscere eventuali rischi ed opportunità finanziarie riguardanti gli impatti dell'organizzazione.

Alle organizzazioni è richiesto di applicare determinati principi di rendicontazione, che prevedono sia il rispetto di requisiti che l'impegno verso l'attuazione di precise linee guide.

In particolare vediamo il principio di accuratezza che richiede un livello elevato di dettaglio, il principio di equilibrio tra impatti positivi e negativi, quello di chiarezza, di comparabilità e di completezza. Inoltre va rispettato il contesto di sostenibilità, il principio di tempestività e quello di verificabilità.

Gli Standard GRI raccomandano anche di uniformare questo tipo di rendicontazione con altre reportistiche e in particolare con quella di carattere finanziario.

Per migliorarne la credibilità invece viene proposto alle organizzazioni di intraprendere delle azioni volontarie come quella di predisporre controlli interni, ottenere una assurance esterna o ascoltare le opinioni di stakeholder o esperti sull'approccio utilizzato.

Un ulteriore strumento di rendicontazione che si affianca alla NFRD e al bilancio sociale è il report integrato che permette di integrare la rendicontazione aziendale e inoltre consente lo sviluppo della comunicazione delle performance finanziarie, ambientali, sociali e di governance attraverso un unico bilancio.

Questo documento è strettamente incentrato sul comprendere il legame che si è creato nell'azienda tra il contesto sociale e i risultati finanziari, aiutando stakeholder ed investitori a comprendere le reali performance dell'impresa.

4.3 Ecolabel e rating etico

Nel 1992 l'Unione europea ritenne proficuo attribuire un marchio di qualità ecologica a quei prodotti che garantivano il rispetto di determinate caratteristiche.

Il Regolamento 66/2010, modificato con il Regolamento 782/2013, si sostituisce alle prime norme risalenti all'anno 1992 e *“stabilisce le norme per l'istituzione e l'applicazione del sistema del marchio di qualità ecologica dell'Unione europea (Ecolabel UE), a partecipazione volontaria.”*(Regolamento n. 66/2010).

L'art. 4 affida ad ogni Stato membro la designazione degli organi competenti responsabili di svolgere quanto richiesto dal Regolamento. Viene poi istituito il comitato dell'Unione europea per il marchio di qualità ecologia (CUEME), che riunisce i rappresentanti degli stati membri e si occupa della revisione dei criteri per il marchio, solitamente fornendo raccomandazioni.

I requisiti generali per i criteri del marchio volontario Ecolabel UE sono definiti su base scientifica e riguardano diversi aspetti ambientali come il consumo di energia e acqua, l'uso di

sostanze chimiche e la produzione di rifiuti, senza dimenticare però della qualità e della funzionalità delle prestazioni.

Questi criteri vengono definiti guardando all'intero ciclo di vita del prodotto, dall'estrazione delle materie prime, alle fasi di produzione, imballaggio e distribuzione fino allo smaltimento del prodotto dopo che è stato utilizzato.

Vengono così individuati i valori da rispettare che sono sottoposti a verifica di un organismo competente, il Comitato per l'Ecolabel e l'Ecoaudit.

Un altro aspetto fondamentale è il rating etico che consiste in un processo di screening dell'impresa attraverso il quale è possibile valutare il livello di responsabilità sociale ed ambientale.

Questo processo si compone di quattro parti di cui la prima è la raccolta di informazioni attraverso fonti diverse come ad esempio bilanci sociali e rendicontazioni prodotti dalle aziende, codici aziendali ed etici, dichiarazioni di impegno e certificazioni etiche.

La seconda fase consiste nell'analisi del materiale, attraverso la schematizzazione delle informazioni precedentemente ottenute.

Successivamente le informazioni vengono verificate contattando i referenti aziendali che spiegheranno i risultati emersi dalle analisi svolte.

Al termine viene pubblicato il rating aziendale, cioè la valutazione che non esprime un livello di eticità ma la corrispondenza dell'azienda ai livelli presi in esame.

Conclusioni

Con questa tesi è stato possibile cogliere come l'idea di sostenibilità si sia fatta strada nel dibattito economico moderno e soprattutto quali sono state le risposte dei vari agenti economici, quali gli investitori, le imprese e anche dell'Unione europea.

È stata evidenziata la complessità che questa tematica porta con sé, trattandosi di un percorso che richiede di mettere in campo diverse competenze, dalla comunicazione all'attuazione dei criteri richiesti dall'Unione europea, all'analisi dei vari punti di vista presenti in letteratura che rispecchiano il pensiero economico.

Con lo studio di Auer e Schuhmacher è emerso che il vantaggio o lo svantaggio finanziario che può derivare dalla scelta di investimenti in fondi socialmente responsabili dipende dal settore e dall'area geografica interessate ed inoltre è stato evidenziato come la combinazione e il marketing dei fondi giochino un ruolo centrale sulla performance finale.

Inoltre si sono delineate le richieste degli investitori che, sempre più consapevoli, vogliono conoscere ciò in cui investono e sembrano essere tendenzialmente disposti ad investire in maniera socialmente responsabile a patto che vi sia garanzia di sicurezza, chiarezza e trasparenza.

Proprio su questi ultimi aspetti si concentra gran parte dell'azione dell'Unione europea, che abbiamo visto voler regolamentare ed esortare ad assumere certi comportamenti, in particolare per quanto riguarda la tassonomia a cui aderire e la rendicontazione, in modo da migliorare la comunicazione delle imprese con gli investitori.ⁱ

Bibliografia

- Aristei, L., 2017. *L'accordo di Parigi: obiettivi e disciplina. Rivista quadrimestrale di diritto dell'ambiente*, pp.73-96
- Auer B.R., Schuhmacher F., 2016. *Do socially (ir)responsible investments pay? New evidence from international ESG data. The Quarterly Review of Economics and Finance* 59, pp. 51-62
- Centro Studi UNA, 2022. *Trend 2022*
- Commissione europea, 2018. *Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, alla Banca centrale europea, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni. Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*
- Consob, 2021. *La finanza per lo sviluppo sostenibile. Finanza sostenibile*
- Crook, C., January 2005. "The Good Company: a survey of corporate social responsibility". *The Economist*, pp.1-14
- Ufficio delle pubblicazioni dell'Unione europea, 2021. *Green Deal europeo: raggiungere i nostri obiettivi*
- Eurosif, 2012. *European SRI Study*
- Falck O. e Heblich. S., 2006. *Corporate social responsibility: Doing well by doing good*
- Fetting C., 2020. *The European Green Deal, ESDN Report, December 2020, ESDN Office, Vienna*
- Forum per la Finanza Sostenibile, 2021. *Finanza sostenibile in tempo di crisi: la percezione dei risparmiatori*
- Forum per la Finanza Sostenibile, 2017. *Impact Investing: la finanza a supporto dell'impatto socio-ambientale*
- Forum per la Finanza Sostenibile, 2021. *Tassonomia UE e altre normative sulla finanza sostenibile: implicazioni e prospettive per gli operatori finanziari*
- Gazzetta ufficiale dell'Unione europea, 2010. *Regolamento (CE) 66/2010*
- Gazzetta ufficiale dell'Unione europea, 2020. *Regolamento (UE) 2020/852*
- Gazzetta ufficiale dell'Unione europea, 2021. *Regolamento (UE) 2021/523*
- Glichrist 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*, pp. 1-12
- GRI, 2024. *GRI Standards. Serie consolidata di Standard GRI*
- Karnani, A., 2011. "Doing Well by Doing Good": *The Grand Illusion. California Management Review*, vol. 53, no.2, pp. 68-86
- Porter M. E. e Kramer M. R., 2006. *Strategy & society. The Link Between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility. Harvard Business Review*, pp.1-14

Renneboog L., Ter Horst J., Zhang C, 2008a. *Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior*. *Journal of Banking & Finance*, pp. 1723-1742

Renneboog L., Ter Horst J., Zhang C, 2008b. *The price of ethics and stakeholder governance: the performance of socially responsible mutual funds*. *Journal of Corporate Finance*, pp. 302-322

Sobrero R., 2022, Egea. *Verde, anzi verdissimo: comunicare la sostenibilità evitando il rischio greenwashing*

Szpilko D. e Ejdys J., 2022. *European Green Deal – research directions. A systematic literature review*, Bialystok University of Technology, pp. 8-38

The Global Compact, 2004. *Who Cares Wins: Connecting Financial Markets to a Changing World*

Sitografia

Adonopoulos G., Napoletano E., 2023. *ESG: significato, definizione e criteri della finanza sostenibile*. *Forbes Advisor*. Disponibile presso:
<https://www.forbes.com/advisor/it/investire/esg-significato-criteri-finanza-sostenibile/>

Borsa Italiana, 2007. *Che cos'è il Rating Etico? La valutazione del livello di responsabilità sociale ed ambientale*. Disponibile presso:
<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/ratingetico.htm>

Borsa Italiana, 2020. *Finanza Sostenibile, Regolamentazione. Tassonomia verde dell'UE: uno strumento per la ripresa e la resilienza*. Disponibile presso:
<https://www.borsaitaliana.it/finanza-sostenibile/regolamentazione/tassonomia-verde-ue-strumento-ripresa.htm>

Borsa Italiana, 2020. *Finanza Sostenibile*. Disponibile presso:
<https://www.borsaitaliana.it/finanza-sostenibile/materiali/nfrd.htm>

Borsa Italiana. *Glossario Finanziario*. Disponibile presso:
<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario.html>

Dipartimento degli Affari Europei. Disponibile presso:
<https://www.affarieuropei.gov.it/it/comunicazione/euroacronimi/cop-1/>

European Commission. *Corporate sustainability reporting*. Disponibile presso:
https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/company-reporting-and-auditing/company-reporting/corporate-sustainability-reporting_en

European Commission. *Sustainability-related disclosure in the financial services sector*. Disponibile presso: https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/disclosures/sustainability-related-disclosure-financial-services-sector_en

European Commission. *The European Green Deal Investment Plan and Just Transition Mechanism explained*. Disponibile presso:

https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/qanda_20_24

Eurosif. Disponibile presso: <https://www.eurosif.org/>

ISPRA: Istituto Superiore per la Protezione e la Ricerca Ambientale. *Ecolabel UE*.

Disponibile presso: <https://www.isprambiente.gov.it/it/attivita/certificazioni/ecolabel-ue>

MASE. Ministero dell'Ambiente e della Sicurezza Energetica. Disponibile presso:

<https://www.mase.gov.it>

MASE. *Ecolabel UE*. Disponibile presso: <https://www.mase.gov.it/pagina/ecolabel-ue>

United Nations: *Sustainability*. Disponibile presso:

<https://www.un.org/en/academicimpact/sustainability#:~:text=In%201987%2C%20the%20United%20Nations,to%20meet%20their%20own%20needs>

TRECCANI. *Adam Smith*. Disponibile presso:

<https://www.treccani.it/enciclopedia/adamsmith/>

ⁱ Parole utilizzate: 9583