



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

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA

PROVA FINALE

FINANZA SOSTENIBILE E RATING ESG

RELATORE:

CH.MO PROF. CESARE DOSI

LAUREANDO: ANDREA MOCCIA
MATRICOLA N. 1221645

ANNO ACCADEMICO 2021– 2022

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) Adriano Leccari

INDICE

INTRODUZIONE	3
1. Investimenti ESG: una panoramica.....	5
1.1 Origine dei criteri ESG	5
1.2 Evoluzione della finanza sostenibile.....	7
1.2.1 Distinguere gli investimenti ESG	7
1.2.2 La situazione a livello globale.....	9
1.2.3 I sei principi degli investimenti responsabili.....	12
1.3 Motivazioni della scelta	13
2. L’ecosistema finanziario	15
2.1 Rating tra vecchi e nuovi attori.....	15
2.1.1 Difficoltà nel misurare la sostenibilità.....	15
2.1.2 Providers	17
2.2 Fondi ESG.....	20
2.2.1 Strategie di investimento	20
2.2.2 Analisi della performance	24
2.3 Discordanza delle metriche.....	25
2.3.1 Evidenze dai dati e criticità.....	25
2.3.2 Possibili soluzioni.....	28
3. Quadro normativo e sfide per il futuro	29
3.1 Il contesto europeo	29
3.1.1 Misure adottate.....	29
3.1.2 La tassonomia dell’Unione Europea	32
3.2 Rafforzare le pratiche ESG	35
CONSIDERAZIONI FINALI	37
RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI.....	39

INTRODUZIONE

La tendenza ad attribuire un'importanza sempre maggiore ai temi della sostenibilità è ormai confermata dalle molteplici iniziative a livello macro-strutturale di governi ed organismi internazionali, nonché a livello aziendale.

Il settore finanziario non ne è rimasto escluso, e ciò è dovuto essenzialmente al ruolo centrale che esso ricopre nell'economia di ogni Paese. Gli approcci di finanza etica o sostenibile sono sempre più comuni: nel 2020 il patrimonio gestito globalmente secondo strategie di investimento responsabile superava la quota di 35 trilioni di dollari, sottolineando di conseguenza la crescente attenzione degli investitori su questo fronte (GSIA, 2021).

In una fase storica come quella che stiamo vivendo, caratterizzata da una forte incertezza che impatta su tutta l'economia globale, diventa di fondamentale importanza indirizzare i capitali dei diversi attori economici verso realtà che rispettano non solo principi di sostenibilità ambientale, ma anche sociali e di governance, con l'obiettivo ultimo di mitigare i rischi.

L'ambizione che ci si prefigge in questo elaborato è offrire al lettore elementi per comprendere la natura degli investimenti ESG, le loro potenzialità ma anche le criticità che possono rallentare lo sviluppo o minarne la credibilità.

Nel **capitolo 1** si inizierà indagando le origini dei criteri ESG: si fornirà una prima definizione, enunciando i principi che costituiscono le basi della finanza sostenibile, per poi soffermarsi sulle motivazioni che spingono i diversi soggetti a sceglierli. Nel **secondo capitolo** si andrà al cuore del tema, analizzandone l'ecosistema. Inizieremo descrivendo brevemente i principali attuali protagonisti della "industria dei rating ESG", per poi passare all'analisi degli indicatori e delle metriche, evidenziandone la perdurante eterogeneità. Infine, l'**ultimo capitolo** cercherà di fare il punto sull'evoluzione normativa, prevalentemente in ambito europeo. Partendo da una analisi dello stato dell'arte iniziale, si analizzeranno i possibili sviluppi futuri.

CAPITOLO 1

Investimenti ESG: una panoramica

Da molti anni, ormai, si sente parlare di investimenti sostenibili, ma mai come di questi tempi essi hanno ricoperto una importanza così centrale nell'economia mondiale per arginare i rischi che il mondo moderno porta con sé, specialmente in ambito climatico.

Nonostante la loro recente rapida crescita, la terminologia che spesso viene associata agli investimenti ESG varia in maniera considerevole, aprendo la strada a numerose interpretazioni. In questo primo capitolo, inizieremo con il definire cosa si intende per investimenti ESG secondo la definizione offerta dalla Commissione Europea, dopo essere andati all'origine più generale dei criteri.

Successivamente verrà offerto un ampio sguardo all'evoluzione della finanza sostenibile nel mondo, per poi soffermarsi sulle motivazioni che portano le aziende e gli individui a scegliere questa tipologia di investimenti.

1.1 Origine dei criteri ESG

L'acronimo ESG affonda le proprie radici nei primi anni Duemila, ma solo recentemente stanno emergendo definizioni comuni e dati sufficienti a garantire delle analisi corrette su di essi.

Coniato nel 2005 in occasione della conferenza "*Who Cares Wins*", dietro tale acronimo ci sono tre termini: *Environmental*, *Social* e *Governance*, i quali, con il tempo, sono divenuti tre parametri fondamentali per misurare la performance di una azienda o di una organizzazione in ambito di sostenibilità ambientale, sociale e organizzativa.

È ancora in fase di sviluppo una serie di standard univoci a livello globale per misurare il "successo" delle aziende in questi ambiti, ma si possono comunque già inquadrare in modo soddisfacente molti di questi criteri.

Per quanto concerne il criterio *Environmental*, esso raggruppa una serie di parametri che hanno l'intento di misurare come l'azienda si comporta all'interno dell'ambiente in cui è collocata; tra questi figurano l'utilizzo di risorse naturali, le emissioni di gas serra e l'efficienza energetica (Boffo e Patalano, 2020).

Con il termine *Social*, invece, ci si riferisce all'impatto sociale che l'organizzazione produce nei confronti degli stakeholders, tra cui figurano i clienti, i dipendenti e i fornitori, in termini di eguaglianza, inclusività, di garanzia della privacy, del riconoscimento di diritti (*ibidem*).

Infine, il criterio della *Governance* sottolinea i temi legati alle buone pratiche della gestione aziendale, quali la composizione del board, le retribuzioni, l'etica societaria (*ibidem*).

Alcuni di questi criteri si possono evincere nella *tabella 1*:

Tabella 1 – Criteri ESG

Environmental factors	Social factors	Governance factors
Natural resource use	Workforce	Board independence
Carbon emissions	Human rights	Board diversity
Energy efficiency	Diversity	Shareholder rights
Pollution/waste	Supply chain	Management compensation
Environmental opportunities		Corporate ethics

Fonte: Boffo e Patalano 2020, *ESG Investing: Practices, Progress and Challenges*

Il percorso che ha portato alla definizione di tali criteri vede come capisaldi fondamentali del loro sviluppo alcuni momenti che hanno avuto luogo prevalentemente nell'ultimo decennio. Tra questi, i principali sono gli Accordi di Parigi (dicembre 2015) e l'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile (settembre 2015), concretizzatasi operativamente nella definizione dei 17 Obiettivi per lo Sviluppo Sostenibile (conosciuti come *SDGs*, ovvero *Sustainable Development Goals*). Questi ultimi sono divenuti la base di un più ampio programma di interventi composto da ben 169 target (Bellini, 2021).

L'iniziale attenzione ai temi della sostenibilità è comunque attribuibile al lavoro del Club di Roma presso il MIT, con il suo rapporto "*I Limiti della Crescita*", risalente agli anni '70 del secolo scorso.

Negli stessi anni fu siglata la Dichiarazione di Stoccolma, in cui veniva espresso il diritto degli esseri umani di "avere accesso a condizioni di vita soddisfacenti, in un ambiente che consenta di vivere nella dignità e nel benessere".¹

In ogni modo, è da evidenziare che in quegli anni la sensibilità era rivolta soprattutto al criterio ambientale, quindi all'impatto che lo sviluppo promosso dall'economia produceva sull'ambiente (*ibidem*); l'attenzione formale agli altri criteri venne successivamente.

Tornando agli *SDGs*, come si può notare in *figura 1*, essi si qualificano come obiettivi fortemente interconnessi tra loro riguardanti una molteplicità di temi, dalla povertà alla riduzione delle disuguaglianze, passando per la parità tra i sessi, la salute e la lotta contro il cambiamento climatico, tra i tanti.

¹ Si veda Dichiarazione di Stoccolma, 1972.

I criteri ESG hanno preso molto a riferimento gli obiettivi definiti dall’Onu; di conseguenza, misurare le performance di un Paese nel raggiungimento di tali obiettivi ci fornisce una iniziale panoramica in merito alla realizzazione degli stessi criteri ESG.

Figura 1 – Obiettivi di Sviluppo Sostenibile ONU



Fonte: United Nations 2020

1.2 Evoluzione della finanza sostenibile

1.2.1 Distinguere gli investimenti ESG

Secondo quanto definito dalla Commissione Europea, “la Finanza Sostenibile si riferisce al processo di valutazione delle considerazioni ambientali, sociali e di governance (ESG) quando si assumono decisioni di investimento all’interno del settore finanziario, le quali portano a investimenti più a lungo termine in attività e progetti economici sostenibili” (Commissione Europea, s.d.).²

All’interno del panorama europeo, “la finanza sostenibile viene intesa come la finanza che [allo stesso tempo] supporta la crescita economica e riduce le pressioni ambientali, tenendo [inoltre] in considerazione gli aspetti sociali e di governance” (Commissione Europea, s.d.).³

Per i non addetti ai lavori, parlare di investimenti ESG, investimenti sostenibili e investimenti di impatto potrebbe significare la stessa cosa, ma in realtà tali concetti differiscono.

Si può anzitutto affermare che “*ESG investing exists within a broader spectrum of investing based on financial and social returns*” (Boffo e Patalano 2020, p.14).

² Ns traduzione.

³ Ns traduzione.

Per descrivere sinteticamente queste differenze, conviene considerare un continuum di situazioni nel quale possiamo collocare, ad un estremo, i “comuni investimenti finanziari”, ispirati dalla ricerca del massimo ritorno economico (o del migliore mix rischio/rendimento) che, a seconda dei casi, può assumere la forma di capital gain o di remunerazione del capitale investito. All’estremo opposto troviamo, invece, la filantropia, intesa come insieme di azioni volte a ricercare il “solo ritorno sociale”, in termini di raggiungimento di obiettivi di interesse generale.

Tra questi due poli si inseriscono le forme di investimento che fanno uso delle metriche e metodologie ESG: gli investimenti di impatto e gli investimenti ESG (*ibidem*).

Distinguere tra fondi ESG e fondi che utilizzano strategie di impatto può risultare talvolta complicato. Cercare di fare chiarezza sulle loro differenze risulta pertanto prioritario.

Come si nota dalla *tabella 2*, gli investimenti ESG si trovano ad un gradino più basso rispetto agli investimenti d’impatto. Mentre questi ultimi hanno come obiettivo primario quello di apportare un beneficio sociale e solo in secondo luogo quello finanziario, gli investimenti ESG ricercano in primo luogo la creazione di valore finanziario in una prospettiva a lungo termine investendo in attività in ogni modo sostenibili.

Tabella 2 – Gamma di investimenti sociali e finanziari

	Philanthropy		Social Impact Investing		Sustainable and Responsible Investing ⁸	Conventional financial investing
	Traditional Philanthropy	Venture Philanthropy	Social Investing	Impact investment	ESG investing	Fully commercial investment
Focus	Address societal challenges through the provision of grants	Address societal challenges with venture investment approaches	Investment with a focus on social and/or environmental outcome and some expected financial return	Investment with an intent to have a measurable environmental and/or social return	Enhance long-term value by using ESG factors to mitigate risks and identify growth opportunities.	Limited or no regard for environmental, social or governance practices
Return Expectation	Social return only	Social return focused	Social return and sub-market financial return	Social return and adequate financial market rate	Financial market return focused on long-term value	Financial market return only
	Social impact		Social and financial		Financial returns	

Fonte: Boffo e Patalano 2020

Come è emerso nel corso di una intervista pubblicata su ESG News⁴, è possibile trovare titoli con un alto rating ESG ma con un basso impatto positivo e viceversa.

La causa di ciò risiederebbe nel fatto che le performance ESG valutano prima di tutto “(...) la capacità manageriale di gestire i rischi e le opportunità di natura extra finanziaria su base settoriale” mentre gli investimenti di impatto cercano di misurare quelli che sono i reali effetti in ambito di sostenibilità che l’azienda genera con i propri beni e servizi (Mangilli, 2022).

La questione risulta un po’ spinosa, ma l’esempio seguente, che riporta la divergenza tra queste due differenti performance di *McDonald’s*, aiuta a comprendere meglio il problema.

L’azienda raggiunge risultati soddisfacenti sul fronte ESG ma ottiene risultati molto negativi se considerata dal punto di vista dell’impatto: infatti, se da una parte la capacità manageriale della società riesce a gestire bene i rischi che contraddistinguono il settore alimentare e non solo, dall’altra i prodotti che vende sono caratterizzati da elevate quantità di zuccheri aggiunti e di sale, per non parlare del fatto che la produzione di carne genera numerose emissioni di CO₂ e di gas metano (*ibidem*).

Secondo il provider di IMPact SGR, l’indicatore di impatto di McDonald’s è -46% (*ibidem*).

Da questo esempio si evince, pertanto, come due risultati che in un primo momento potrebbero sembrare andare nella stessa direzione, ovvero ESG e performance d’impatto, in realtà siano molto divergenti. Di qui, la necessità di distinguere bene le diverse tipologie.

1.2.2 La situazione a livello globale

Giunti a questo punto, cerchiamo ora di offrire una panoramica sull’ammontare degli investimenti sostenibili a livello mondiale, focalizzando l’attenzione prevalentemente sui cinque maggiori mercati finanziari: Stati Uniti, Europa, Canada, Giappone, Australia.⁵

I dati ci mostrano che la quantità di investimenti sostenibili nei mercati sopra citati ha raggiunto i 35.3 trilioni di dollari di Asset Under Management (AUM), evidenziando una crescita del 15% in due anni (GSIA, 2021).

Queste tipologie di investimento, che riuniscono ben sette diverse strategie, arriverebbero a rappresentare quasi il 36% di tutti gli asset gestiti in modo professionale a livello globale (i quali toccano l’enorme valore di 98.4 trilioni di dollari) (*ibidem*).

Tali Paesi non sono comunque esenti da differenze: infatti, mentre da una parte USA, Canada e Giappone sono caratterizzati da una forte crescita nella quantità di investimenti sostenibili, dall’altra troviamo l’Europa e l’Australia, in cui si assiste ad un rallentamento del tasso di

⁴ L’intervista cui ci si riferisce è intitolata *IMPact SGR, ecco le differenze tra ESG e impatto* e riporta le opinioni di due esponenti di tale società: Mangilli e Salviato.

⁵ Secondo quanto riportato dal *Global Sustainable Investment Review 2020*, pubblicato da GSIA nel luglio 2021.

crescita. Ciò è essenzialmente spiegato dal fatto che negli ultimi anni la legislazione europea e australiana sono state interessate da significative modifiche nelle definizioni relative agli investimenti responsabili, rendendo di conseguenza complicato effettuare comparazioni con dati passati. Tale cambiamento legislativo rimarca ancora una volta il fatto che il campo degli investimenti ESG è ancora una “industria in transizione” (GSIA 2021, p.4).

Nella *tabella 3* si può notare l’andamento degli investimenti ESG nel periodo 2014-2020:

Tabella 3 – Crescita degli investimenti sostenibili 2014-2020⁶

	2014	2016	2018	2020	GROWTH PER PERIOD			COMPOUND ANNUAL GROWTH RATE (CARG) 2014-2020
					GROWTH 2014-2016	GROWTH 2016-2018	GROWTH 2018-2020	
Europe* (EUR)	€9,885	€11,045	€12,306	€10,730	12%	11%	-13%	1%
United States (USD)	\$6,572	\$8,723	\$11,995	\$17,081	33%	38%	42%	17%
Canada (CAD)	\$1,011	\$1,505	\$2,132	\$3,166	49%	42%	48%	21%
Australasia* (AUD)	\$203	\$707	\$1,033	\$1,295	248%	46%	25%	36%
Japan (JPY)	¥840	¥57,056	¥231,952	¥310,039	6,692%	307%	34%	168%

Fonte: GSIA 2021

Con l’avvertenza che si tratta di dati riferiti esclusivamente al periodo 2014-2020, la tabella evidenzia che, in ordine, i Paesi a registrare il maggior incremento nel biennio 2018-2020 (arco temporale in cui si concentra il rapporto del Global Sustainable Investment Alliance preso a riferimento) sono: il Canada (+48%), gli USA (+42%) e il Giappone (+34%). Diversamente, in Europa si è assistito ad una diminuzione del 13% (*ibidem*).

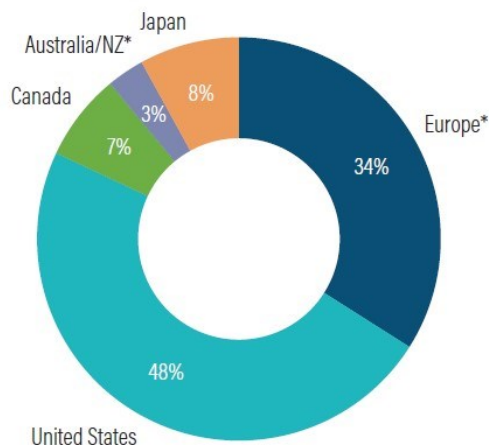
In ogni modo, Europa e Stati Uniti rimangono al primo posto per il volume finanziario di investimenti sostenibili effettuati: insieme costituiscono più dell’80% a livello globale.

Gli altri Paesi menzionati, invece, continuano a rimanere relativamente stabili a livello di proporzioni.

⁶ Dati in miliardi e in valuta locale.

La figura 2 presenta le proporzioni di investimenti sostenibili sul totale investito nei Paesi appena citati (dati 2020).

Figura 2 – Proporzione di investimenti sostenibili per Paese nel 2020



Fonte: GSIA 2021

Come si riscontra da questi dati, sempre più soggetti si stanno interessando alla finanza sostenibile, e anche il primo sondaggio⁷ effettuato da BlackRock⁸ su questo tema sembra confermarne la tendenza.

Lo studio in questione si è avvalso di 425 interviste di investitori, rappresentanti tre grandi blocchi geografici:

- EMEA, ovvero *Europe, Middle East e Africa*;
- AMRS, ovvero *North and South America*;
- APAC, ovvero *Asia-Pacific*.

Dalla ricerca emerge che ad essere prevalente tra i criteri ESG è la dimensione ambientale, seguita da quella sociale e infine dalla governance. Il cambiamento climatico è percepito come la tematica più urgente che gli investitori desiderano affrontare e integrare nelle proprie strategie di investimento (BlackRock, 2020).

Più nello specifico, l'88% degli investitori ha classificato l'ambiente come la propria priorità nel periodo attuale (percentuale destinata ad aumentare di un punto percentuale in 3-5 anni).

In ogni modo, il criterio ad assumere maggiore importanza nello stesso arco temporale sarà quello sociale, che vedrà una crescita di interesse dal 52% attuale al 58%; il criterio di governance, diversamente, subirà una diminuzione di attenzione (*ibidem*).

Di qui si comprende bene la locuzione "*Climate is king*" (BlackRock 2020, p.9), associata alle attuali scelte di investimento.

⁷ BlackRock (2020) *Sustainability goes mainstream*.

⁸ BlackRock è la più grande società di investimento al mondo, con un patrimonio gestito che ammonta a 10 000 miliardi di dollari. Ha sede a New York e un terzo degli asset gestiti è in Europa (fonte: Wikipedia).

1.2.3 I sei principi degli investimenti responsabili

Per comprendere al meglio gli investimenti sostenibili, non si può fare a meno di trattare il tema dei PRI, ovvero dei Principi di Investimento Responsabile (dall'inglese *Principles for Responsible Investment*), promossi dall'ONU nel 2006 con l'obiettivo di promuovere un nuovo sistema finanziario globale sostenibile che incoraggi la creazione di valore a lungo termine.

Al 2021 i firmatari dei PRI risultavano più di 4000 da oltre 60 nazioni, per un totale di circa 120 trilioni di dollari di assets (PRI, 2021).

I principi sono in tutto sei, e ognuno di questi suggerisce una serie di azioni per poter incorporare nelle proprie strategie di investimento i criteri ESG.

Essi sono:

1. incorporare le tematiche ESG nell'ambito dell'analisi finanziaria e dei processi decisionali riguardanti gli investimenti

A tal riguardo, azioni in accordo con questo principio sono ad esempio: supportare lo sviluppo di metriche e analisi in ambito ESG, incoraggiare studi e ricerche su questo tema, così come sostenere la formazione ESG per gli investitori istituzionali;

2. essere azionisti attivi e incorporare i parametri ESG nelle politiche e pratiche di azionariato;
3. esigere la rendicontazione sui parametri ESG da parte delle aziende in cui si investe
È collegata, ad esempio, a questo principio la raccomandazione di produrre dei report standardizzati sui temi ESG oppure fare richiesta di informazioni in merito all'aderenza di codici o iniziative internazionali;
4. promuovere l'accettazione e l'implementazione dei principi all'interno dell'industria finanziaria;
5. collaborare per migliorare l'efficacia nell'implementazione dei principi;
6. riportare periodicamente le attività e i progressi compiuti nell'applicazione dei principi (PRI 2021, p.6).⁹

⁹ Ns traduzione.

1.3 Motivazioni della scelta

Si è appena constatato che i diversi attori che agiscono sul mercato finanziario sono sempre meno interessati al solo ritorno finanziario dei loro investimenti. Essi cercano diversamente di focalizzarsi su quelli che, oltre ad avere come orizzonte temporale di investimento il lungo termine, apportino anche numerosi benefici sull'ambiente circostante.

Il fatto che sia “*the right thing to do*” (BlackRock 2020, p.15) è oramai un dato confermato dai numerosi studi svolti.

Cerchiamo ora di comprendere meglio quali siano le motivazioni di fondo che spingono gli investitori, individuali e non, verso l'adozione di strategie di investimento sostenibili.

Secondo il sito specializzato ESG News, alla base dell'attenzione degli operatori finanziari verso i temi ESG ci sarebbero tre ragioni principali:

1. produrre un impatto positivo sulla società e sul pianeta

Scegliendo di investire in aziende che integrano nelle proprie strategie di fondo l'adeguamento ai principi ESG, si agisce positivamente nell'ambiente in cui opera la stessa azienda, allontanandosi dai diversi rischi di immagine e legali a cui l'azienda potrebbe andare incontro se non si adeguasse a tali criteri;

2. assicurarsi un miglior rendimento finanziario

È confermato da diversi studi, come ad esempio dalla ricerca “*ESG and Financial Performance*” (2021),¹⁰ una correlazione positiva tra adozione dei criteri ESG e migliori performance finanziarie;

3. garantire una maggiore diversificazione di portafoglio

Investire in fondi ESG porta ad una maggiore diversificazione se confrontata con quella prodotta da altre gestioni; ciò si traduce in maggiore stabilità in caso di rischi sistemici (ESG News, 2022; Ciciretti, 2020).

Gli investitori sono pertanto spinti da una molteplicità di ragioni a prediligere gli investimenti sostenibili rispetto ai classici, e tra queste, tre figurano sempre: un miglior rendimento finanziario nel lungo periodo, una maggiore capacità di mitigare i rischi connessi all'investimento e un miglioramento della reputazione aziendale. Inoltre, secondo quanto riportato dall'Autorità Europea degli Strumenti Finanziari e dei Mercati (ESMA, 2022) i fondi ESG avrebbero dei costi di gestione minori se confrontati con i classici fondi che non includono tematiche sostenibili.

¹⁰ Ricerca frutto della collaborazione tra Rockefeller Asset Management, Casey Clark e NYU Stern Center for Sustainable Business (2021)

In questo primo capitolo è stato quindi introdotto il tema degli investimenti ESG, fenomeno che si rivela al centro dell'attuale dibattito e in grande crescita.

Con qualche nozione di base in più, ora nel secondo capitolo si procederà con il delineare l'ampio ecosistema finanziario che da questi si è originato.

CAPITOLO 2

L'ecosistema finanziario

La maggiore attenzione ai temi della finanza sostenibile ha prodotto benefici e al contempo creato un insieme di sfide che gli investitori e le istituzioni preposte alla regolamentazione sono chiamate ad affrontare. Nel campo degli investimenti sostenibili, infatti, risulta tutt'ora arduo ottenere dati omogenei sulle performance aziendali, richiedendo di conseguenza rapide soluzioni su questo fronte.

Nel corso del presente capitolo si evidenzierà come la misurabilità e comparabilità delle diverse metriche rimanga ancora un punto critico all'interno dell'attuale dibattito sul tema.

Proseguendo, infatti, verrà presentato il vasto panorama delle agenzie di rating e *providers* ESG, con una particolare attenzione sulle difficoltà riscontrate nella misurazione. Successivamente, si continuerà delineando le diverse strategie di investimento nei fondi sostenibili, per poi concludere con un'analisi delle performance e delle principali criticità riscontrate.

2.1 Rating tra vecchi e nuovi attori

2.1.1 Difficoltà nel misurare la sostenibilità

La creazione di appropriate metriche di finanza sostenibile, quanto più possibile omogenee tra loro, aiuterebbe investitori e aziende a valutare se le scelte intraprese stanno andando nella giusta direzione, ovvero contribuire al miglioramento della società e garantire adeguati ritorni finanziari.

Misurare la sostenibilità si rileva in ogni modo difficile, per una serie di ragioni. In una nota di discussione pubblica,¹¹ lo Swiss Financial Institute (SFI) cerca di elencare tali problematiche:

- la sostenibilità viene anzitutto definita un concetto molto ampio, “multidimensionale” (SFI 2021, p.4), in quanto raggruppa in sé tutta una serie di temi ESG, anche molto diversi l'uno dall'altro;
- la coesistenza di più linee guida e quadri di riferimento per le aziende e i diversi investitori produce delle divulgazioni che, spesso, risultano incomparabili;
- “un'altra sfida nella costruzione di metriche di finanza sostenibile riguarda il concetto di rilevanza (*materiality*)” (SFI 2021, p.4). Solitamente, le metriche finanziarie più comuni si concentrano sui temi rilevanti solo per i fornitori di capitale, quindi essa si

¹¹ Si fa riferimento alla nota *Metriche di finanza sostenibile*, pubblicata dallo SFI nell'ottobre 2021. Essa fa parte della serie di *Public Discussion Note* con la quale l'istituto cerca di promuovere il dibattito all'interno dell'industria finanziaria e non solo.

declina solo in ottica finanziaria. All'opposto, la rilevanza cui si fa riferimento parlando di investimenti sostenibili è riassunta dal concetto di "doppia rilevanza". Le metriche basate su quest'ultimo sarebbero più difficili da costruire perché importanti per un più vasto pubblico di stakeholders;

- la mancata disponibilità e scarsa omogeneità dei dati (*ibidem*).

Soffermandoci al secondo punto di questo elenco, è da tenere presente che, a livello internazionale, le aziende sono chiamate a fornire solo su base volontaria informazioni circa il proprio livello di sostenibilità ambientale raggiunto. Ciò mediante la predisposizione del bilancio di sostenibilità (Giordano, 2021).

Tuttavia, nell'Unione Europea tutte le grandi aziende con più di 500 dipendenti e che superano determinati parametri, ai sensi della Direttiva 2014/95,¹² sono obbligate a pubblicare la c.d. "DNF", ovvero la Dichiarazione Non Finanziaria. Con quest'ultima si presentano, tra gli altri, gli obiettivi raggiunti dall'azienda in ambito ambientale, sociale e di buon governo, riassunti in una serie di KPI non finanziari (*ibidem*).

La difficoltà cui si accennava in precedenza fa riferimento al fatto che è "[...] lo stesso regolatore europeo [a riconoscere e legittimare] la pluralità e la stratificazione dei diversi standard di reporting" (Giordano, 2021). Tra questi, ricordiamo ora i principali:

- Global Reporting Initiative (GRI)

Nata come la prima organizzazione a fornire una guida su come comunicare i propri progressi in ambito ESG (Kotsantonis et al., 2016), è oggi l'insieme di standard più diffuso a livello globale;¹³

- Sustainability Accounting Standard Board (SASB);¹⁴
- Carbon Disclosure Project (CDP);¹⁵
- International Integrated Reporting Council (IIRC);¹⁶

¹² La direttiva europea 2014/95, altresì conosciuta come Non Financial Reporting Directive (NFRD), ha attualmente una versione rivista e più stringente, la CSRD, la cui entrata in vigore è prevista per il 2022/23. Si approfondirà questo argomento nel corso del terzo capitolo.

¹³ Oltre l'80% delle maggiori società adotta questa reportistica, la quale include considerazioni pratiche valide sia per le grandi imprese, che per quelle di minori dimensioni (Tocchini, Cafagna, 2022; Puca, 2018).

¹⁴ Altro tra gli standard più diffusi, è interessante notare che nel 2020 SASB e GRI hanno dato vita ad una collaborazione con l'intento di facilitare le aziende che utilizzano entrambi gli standard (Giordano, 2021). Gli standard che SASB crea sono *industry-specific*, ciò significa che sono applicabili alla maggior parte delle aziende nel mondo (Kotsantonis et al., 2016).

¹⁵ Organizzazione no-profit che aiuta a riportare in merito all'uso di risorse naturali e materie prime da parte delle aziende (Puca, 2018).

¹⁶ Ente globale composto da più attori che ha l'obiettivo di facilitare la divulgazione congiunta di performance finanziarie e non finanziarie (*ibidem*).

- Climate Disclosure Standard Board (CDSB).¹⁷

A fine 2020, anche queste ultime istituzioni hanno deciso di aggiungersi al progetto congiunto avviato da GRI e SASB noto come *Comprehensive Corporate Reporting*, con l'obiettivo di dar vita a standard comuni di divulgazione (Giordano, 2021).

Da quanto sin qui esposto, si comprende bene come sia fondamentale muoversi verso una maggiore standardizzazione delle diverse reportistiche, in modo tale da poter garantire una buona comparabilità tra i dati, come quella prodotta dagli standard IFRS o GAAP.

2.1.2 Providers

Un problema simile di disomogeneità si riscontra anche nel modo in cui vengono raccolti ed elaborati i dati “grezzi” forniti dalle imprese ai vari soggetti specializzati: le agenzie di rating e gli ESG *data providers* (*ibidem*).

In questo elaborato non si approfondiranno le diverse metodologie quantitative che portano alla creazione dei diversi rating, ma verrà analizzata unicamente la correlazione che intercorre tra i vari punteggi forniti dai providers.

Innanzitutto, vi sono numerosi attori che hanno la facoltà di emettere valutazioni in merito al grado di sostenibilità delle aziende. I primi rating ESG fecero la loro comparsa nel panorama finanziario negli anni Ottanta del secolo scorso, quando nacquero le prime due agenzie di rating ESG: la francese Eiris e la statunitense KLD (Berg et. al, 2022).

Come si può notare dalla *figura 3*, abbiamo tre categorie principali di *providers*: i classici providers di mercato, quelli che trattano unicamente dati ESG e infine coloro che vengono definiti providers “specializzati” (World Economic Forum, 2019).

¹⁷ Consorzio di ONG che propone serie di standard volti a comunicare esclusivamente dati relativi all'ambiente (*ibidem*).

Figura 3 – Mappa dell’ecosistema ESG



Fonte: World Economic Forum 2019

Questa suddivisione è proposta anche da Ogletree (2021), il quale specifica quanto rappresentato dal WEF.¹⁸ In particolare:

1. Providers di mercato (*market data providers*). In questa categoria rientrano diverse tipologie di istituzioni. Da una parte, infatti, troviamo ad esempio i grandi fornitori di dati e indici finanziari, come MSCI e FTSE, dall'altra abbiamo i classici fornitori di informazioni finanziari, tra cui Bloomberg e Thomson Reuters. Infine, da pochi anni rientrano nei providers di mercato anche le grandi agenzie di rating del credito, come Moody's e S&P (SFI, 2021). Tali società hanno iniziato recentemente a fornire maggiori informazioni relativamente ai tre aspetti ESG, anche in termini di “*specialized data services that allow businesses to aggregate data by theme such as gender statistics, employee rules, diversity and inclusion, community engagement, and even religious convictions*” (Ogletree, 2021).

¹⁸ World Economic Forum.

2. Providers esclusivi di dati ESG (*ESG exclusive data providers*). Differentemente dai providers appena citati, questi si focalizzano esclusivamente sulle valutazioni e analisi ESG. Alcuni esempi sono rappresentati da Arabesque, Inrate, RobecoSAM e Sustainalytics (*ibidem*). Il problema che emerge da questa moltitudine di società è che ognuna di queste ha la propria metodologia per valutare le tematiche ESG, causando una scarsa correlazione tra i diversi risultati proposti.¹⁹
3. Providers specializzati (*specialized data providers*). Questa ultima tipologia di aziende, tra le quali possono essere citate CDP e RepRisk, ha un focus ancora maggiore rispetto alle precedenti, in quanto analizzano uno o due aspetti ESG, ma mai tutti e tre. CDP, ad esempio, fornisce una miriade di informazioni riguardanti la performance e i rischi delle aziende in merito al cambiamento climatico e l'impronta energetica ma non tratta temi di Social o Governance (Ogletree, 2021).

Elencati i principali providers, conviene ora descrivere, sinteticamente, le principali differenze che intercorrono tra i rating ESG e i più conosciuti rating di credito. Berg, et. al (2022) ne individuano tre.

In primo luogo, mentre l'affidabilità creditizia è chiaramente definita dalla probabilità di default, la definizione di che cosa sia una performance ESG è ancora in evoluzione (*ibidem*).

Inoltre, come anche si è notato precedentemente nel capitolo, mentre da un lato nel corso degli anni si è assistito ad un processo di convergenza tra le diverse reportistiche finanziarie, dall'altro sono presenti molteplici standard adottabili in ottica di *disclosure* ESG (*ibidem*).

Infine, i raters ESG sono pagati dagli investitori che richiedono i rating ("modello di pagamento per l'utente"); contrariamente, nel caso dei rating di credito sono le società che vengono valutate a dover pagare per il rating ricevuto ("modello di pagamento per l'emittente") (Berg et.al, 2022; SFI 2021, p.5).

¹⁹ In ogni modo, è da sottolineare che tali aziende, negli ultimi anni, sono state al centro di numerose operazioni di M&A che hanno visto nella veste di acquirenti grandi *corporations* fornitrici di dati finanziari con sede a New York e come target società con sede in Europa, tralasciando poche eccezioni (Giordano, 2021). Per citarne solo alcune, nel 2010 MSCI ha acquisito KLD, nel 2017 Morningstar ha acquistato il 40% dell'olandese Sustainalytics e nel 2019 Moody's ha acquistato la francese Vigeo Eiris, il primo tra gli istituti di ricerca e analisi ESG (Berg et. al, 2022).

2.2 Fondi ESG

2.2.1 Strategie di investimento

Sebbene parlare di investimenti sostenibili sembri qualcosa di relativamente recente, in realtà il primo fondo etico nacque in America circa un secolo fa: si trattava del *Pioneer Fund*, un insieme di organizzazioni religiose che escludeva dai propri investimenti le imprese operanti nel settore del tabacco, dell'alcool e gioco d'azzardo (Gamba, 2018).

Di qui, fu proprio l'America il terreno fertile in cui si videro nascere i primi fondi sostenibili. In Italia, essi videro la luce solo a fine anni '90: fu la SGR (Società di Gestione del Risparmio) del gruppo Sanpaolo a costituire, nel 1997, il "primo comparto etico" italiano (Gamba 2018, p.7).

Il sito specializzato ESG News (2021) definisce un fondo sostenibile quando esso investe le "proprie quote in aziende ritenute socialmente responsabili, ovvero che rispettano l'ambiente e la società".

Secondo la Global Sustainable Investment Alliance (GSIA), le strategie di investimento sostenibile adottate da questi fondi sono classificabili in sette principali categorie (Gamba, 2018; GSIA, 2020).

Ad un estremo troviamo l'esclusione categorica di talune aziende (approccio utilizzato dal Pioneer Fund di cui si è accennato in precedenza). All'estremo opposto troviamo invece la piena integrazione della logica ESG in tutti gli aspetti chiave del processo di investimento (Boffo e Patalano, 2020). È inoltre da sottolineare che è possibile implementare più strategie contemporaneamente; infatti, è comune riscontrare la presenza di fondi "*multi-strategy*" (Gamba, 2018).

Più nel dettaglio, è possibile individuare le seguenti strategie di investimento:

- **selezione negativa/esclusione.** Strategia che prevede l'esclusione di "certi settori, aziende o aree operative" dal proprio portafoglio di investimenti sulla base di specifici criteri ESG (Gamba, 2018). Tra le cause di esclusione figurano: lo svolgimento da parte dell'azienda di "attività non allineate a standard etici", "la violazione dei principi del Global Compact", ottenere più di una certa percentuale dei ricavi dall'estrazione del carbone. (Boffo e Patalano 2020, p.32). Ad esempio, MSCI esclude dai propri indici SRI le società dei settori del tabacco, degli alcolici, degli armamenti, dell'energia nucleare ecc. (Gamba, 2018);
- **selezione positiva/best in class.** Interpretabile come un "investimento in sottosectori" (Gamba 2018, p.8), questo approccio punta a selezionare, all'interno di un dato settore, le aziende che raggiungono i migliori risultati da un punto di vista ESG (*ibidem*);

- **selezione su base normativa.** Strategia che sceglie le aziende in cui investire in base alla loro aderenza a norme e standard internazionali, come ad esempio quelli definiti in sede ONU od OCSE (*ibidem*);
- **investimenti tematici.** Investimenti in “temi o attività specificamente concentrati sulla sostenibilità” (Gamba 2018, p.8), ovvero che contribuiscono positivamente ai tre aspetti ESG, come ad esempio agricoltura sostenibile, la creazione di energia pulita o lo sviluppo di tecnologie sostenibili (*ibidem*);
- **impact investing.** Categoria di investimento che prevede di destinare le risorse finanziarie in aziende, organizzazioni o fondi con l’obiettivo di “realizzare un impatto ambientale positivo, insieme ad un ritorno finanziario” (Gamba 2018, p.8). Si concretizzano ad esempio in “investimenti in microfinanza e in social housing” (Gamba, 2018). In questo caso, il target principale è rappresentato dall’obiettivo sociale;
- **integrazione ESG.** Sistematica inclusione dei fattori ESG in ogni fase del processo di investimento da parte dei gestori di fondi (*ibidem*);
- **corporate engagement e attivismo azionario.** Utilizzare i propri diritti da azionisti con l’intento di “influenzare e modificare i comportamenti aziendali, attraverso un dialogo diretto con il management dell’azienda e l’esercizio del diritto di voto” (Gamba 2018, p.9).

Una panoramica riassuntiva delle strategie appena presentate è offerta dalla *tabella 4*:

Tabella 4 – Strategie di investimento ESG

ESG integration	The systematic and explicit inclusion by investment managers of environmental, social and governance factors into financial analysis.
Corporate engagement & shareholder action	Employing shareholder power to influence corporate behaviour, including through direct corporate engagement (i.e., communicating with senior management and/or boards of companies), filing or co-filing shareholder proposals, and proxy voting that is guided by comprehensive ESG guidelines.
Norms-based screening	Screening of investments against minimum standards of business or issuer practice based on international norms such as those issued by the UN, ILO, OECD and NGOs (e.g. Transparency International).
Negative/exclusionary screening	The exclusion from a fund or portfolio of certain sectors, companies, countries or other issuers based on activities considered not investable. Exclusion criteria (based on norms and values) can refer, for example, to product categories (e.g., weapons, tobacco), company practices (e.g., animal testing, violation of human rights, corruption) or controversies.
Best-in-class/positive screening	Investment in sectors, companies or projects selected for positive ESG performance relative to industry peers, and that achieve a rating above a defined threshold.
Sustainability themed/thematic investing	Investing in themes or assets specifically contributing to sustainable solutions - environmental and social - (e.g., sustainable agriculture, green buildings, lower carbon tilted portfolio, gender equity, diversity).
Impact investing and community investing	Impact investing Investing to achieve positive, social and environmental impacts - requires measuring and reporting against these impacts, demonstrating the intentionality of investor and underlying asset/investee, and demonstrating the investor contribution. Community investing Where capital is specifically directed to traditionally underserved individuals or communities, as well as financing that is provided to businesses with a clear social or environmental purpose. Some community investing is impact investing, but community investing is broader and considers other forms of investing and targeted lending activities.

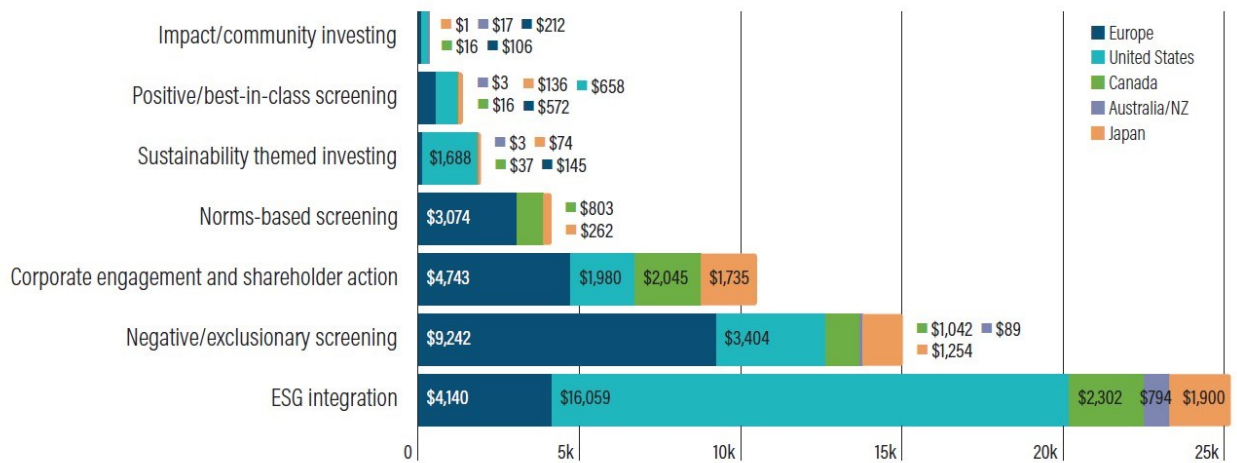
Fonte: GSIA 2021

Procediamo ora analizzando le strategie maggiormente adottate nei vari paesi. Al 2020, la strategia di investimento sostenibile più utilizzata nel mondo risultava l'integrazione ESG, con un ammontare combinato di 25,2 trilioni di dollari (GSIA, 2021). Al secondo posto si trovava la selezione negativa/esclusione mentre il terzo era occupato dall'attivismo azionario con un totale di 10,5 trilioni (v. *fig. 4²⁰*) (*ibidem*). Questi dati mostrano un cambiamento di tendenza rispetto al 2018, anno in cui la strategia maggiormente adottata fu l'esclusione.

Inoltre, guardando al periodo 2016-2020 (*fig. 5*) si può notare che l'integrazione ESG, l'attivismo azionario (*corporate engagement*) e gli investimenti tematici sono stati caratterizzati da una crescita consistente. Dall'altro lato, le rimanenti strategie si sono distinte per un andamento più variabile (GSIA, 2021).

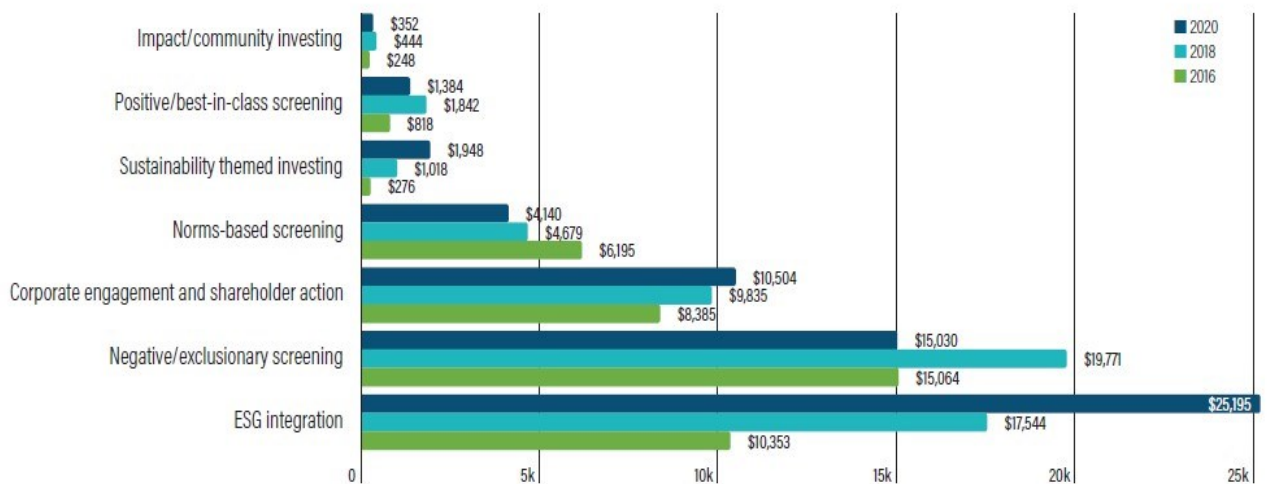
²⁰ I valori in figura sono espressi in miliardi di dollari.

Figura 4 – Investimenti sostenibili per strategia e Paese nel 2020



Fonte: GSIA 2021

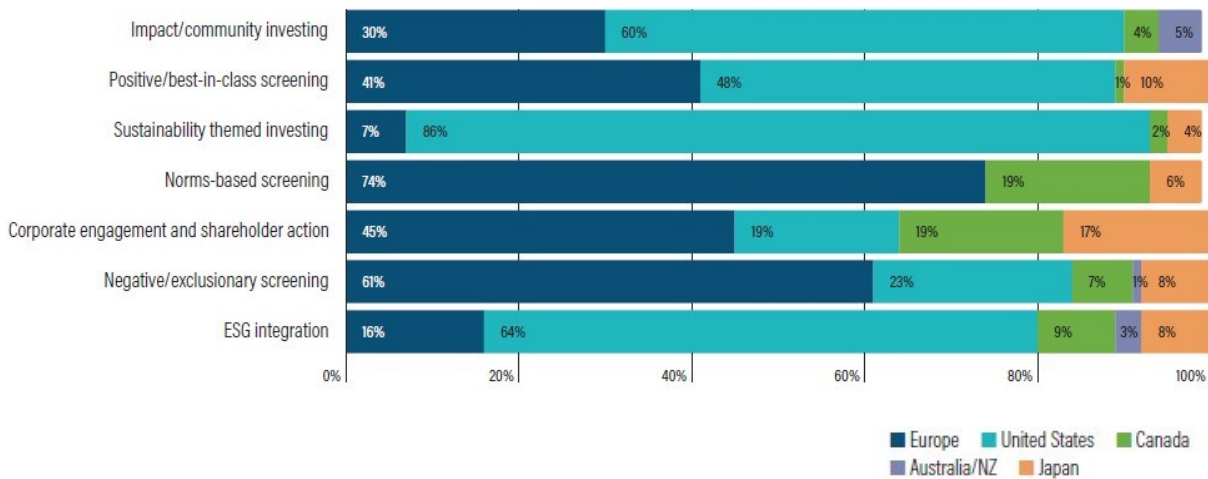
Figura 5 – Crescita globale delle strategie di investimento sostenibile 2016-2020



Fonte: GSIA 2021

La figura 6, infine, mostra le proporzioni di tali strategie per i diversi paesi, offrendo così un impatto immediato sulle più adottate. Confrontando i dati, si nota che nel 2020 l'Europa occupava il primo posto per la selezione su base normativa con il 74% degli investimenti globali mentre gli USA erano in prima posizione per gli investimenti tematici (86% globale). Anche da questa figura si evince come gli investitori possano utilizzare strategie sostenibili multiple per integrare i criteri ESG.

Figura 6 – Proporzioni di investimenti sostenibili su totali per Paese nel 2020



Fonte: GSIA 2021

2.2.2 Analisi della performance

Secondo quanto riscontrato dall'analisi di più di 1000 studi pubblicati nel quinquennio 2015-2020, Whelan et al. (2021) hanno individuato una correlazione positiva tra performance ESG, efficienza operativa, ritorni finanziari e minor costo del capitale.²¹ Più nello specifico, tali autori hanno individuato una relazione positiva tra ESG e migliore performance finanziaria per il 58% degli studi *corporate* analizzati. Questi ultimi erano focalizzati su metriche operative quali ROE (*Return On Equity*) e ROA (*Return On Assets*). Solo l'8% mostrerebbe una correlazione negativa tra performance finanziaria e punteggio ESG (Whelan et al., 2021). Sebbene tali ricerche siano state complicate dalla miriade di definizioni in uso di sostenibilità a livello corporate e dalla mancanza di adeguata standardizzazione tra i dati ESG, gli autori sono giunti ad alcune valide conclusioni:

1. il miglioramento della performance finanziaria dovuta all'adozione dei criteri ESG diviene più percepibile con orizzonti temporali lunghi;
2. l'integrazione ESG, intesa come strategia di investimento, sembra performare meglio rispetto l'approccio di esclusione/selezione negativa;
3. gli investimenti ESG sembrano fornire protezione dalle conseguenze negative che avvengono a seguito di crisi economiche e sociali (*ibidem*).

In particolare, quest'ultimo punto sembra confermato da Boffo e Patalano (2020), i quali riscontrarono che gli indici ESG di MSCI performarono in modo migliore rispetto agli altri nel periodo del primo trimestre Covid-19, o meglio, persero meno valore se confrontati con i

²¹ Lo studio svolto da Whelan et al. nel 2021 è frutto della collaborazione tra il Rockefeller Asset Management e il NYU Stern Centre for Sustainable Business.

rispettivi indici MSCI non ESG. Inoltre, sono da considerare altri due aspetti quando si tratta il tema delle performance dei fondi sostenibili.

La prima osservazione è l'evidenza che le aziende di dimensione maggiore ottengono in media punteggi ESG più alti rispetto a quelle a media o bassa capitalizzazione (ciò viene denominato *size effect*). Questo "*bias*" il più delle volte accade perché le aziende di minori dimensioni possiedono meno risorse per formalizzare i propri obiettivi e traguardi in ambito sostenibile, precludendosi così la possibilità di spiccare in mezzo alle altre (Bos, 2017).

La seconda, conosciuta come *product exposure*, riguarda il caso di aziende che ottengono alti punteggi ESG sebbene svolgano attività poco sostenibili. Ciò è spiegato dal fatto che le correnti metodologie utilizzate spesso valutano le aziende relativamente ai propri *peer* del settore, ovvero alle aziende che svolgono attività simili, spesso focalizzandosi più sulle policy delle aziende che sui prodotti e servizi che offrono (*ibidem*). La principale implicazione di ciò è che persino in settori quali il tabacco, il petrolio e gli armamenti vi sono molte aziende che raggiungono punteggi ESG relativamente più alti (*ibidem*).

2.3 Discordanza delle metriche

2.3.1 Evidenze dai dati e criticità

Il principale problema che si riscontra con le metriche di finanza sostenibile è la discordanza che si crea tra i rating ESG prodotti dalle numerose società menzionate nel paragrafo 2.1.2.

Le valutazioni che vengono offerte dai diversi fornitori di dati possono molto spesso divergere, raggiungendo all'estremo anche valutazioni completamente opposte (SFI, 2021). Un classico esempio è quello che ha coinvolto Tesla nel 2018, quando la società venne giudicata positivamente da MSCI e nel modo opposto da FTSE per i medesimi aspetti ambientali considerati (*ibidem*).²²

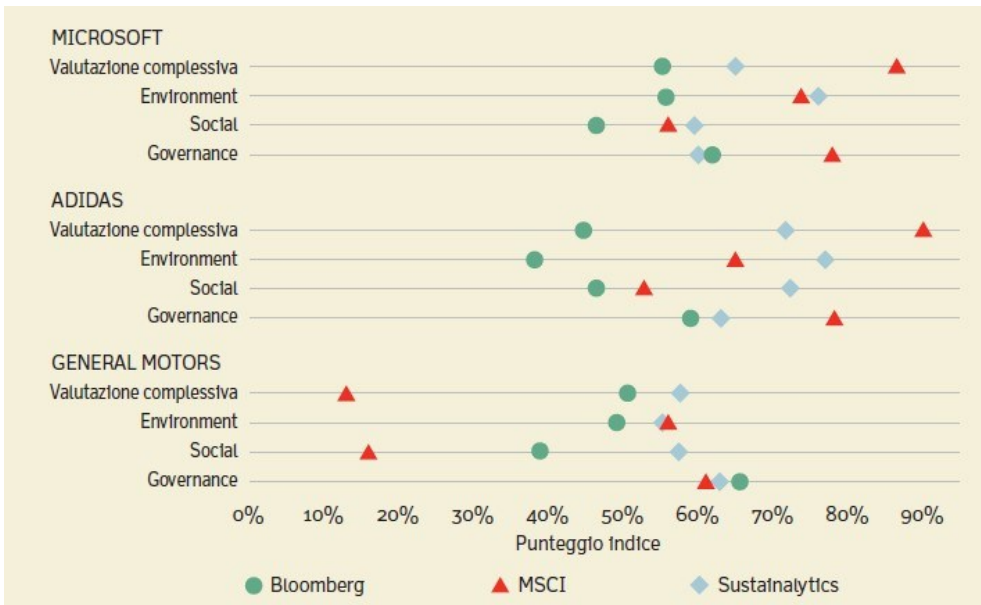
La figura sotto riportata (v. *fig. 7*) illustra la discordanza dei punteggi ESG ricevuti da tre grandi aziende, ovvero General Motors, Adidas e Microsoft, misurati da tre istituti differenti negli anni 2013-2017. È evidente come Bloomberg, MSCI e Sustainalytics differiscono nella quasi totalità delle rilevazioni. A tal riguardo, in un recente articolo Gibson et al. (2021) forniscono delle ulteriori prove sistematiche che evidenziamo il disaccordo nei rating ESG. Utilizzando sette rating ESG calcolati per un campione di aziende incluse nell'indice S&P500, i sopracitati autori cercano di evidenziare le correlazioni incrociate medie dei rating ESG emessi da diversi

²² Lo studio venne pubblicato sul Wall Street Journal da Mackintosh, J. (2018). *Is Tesla or Exxon more sustainable? It depends whom you ask.*

fornitori. Il risultato cui sono giunti rappresentato in *figura 8* mostra che la correlazione media per il rating ESG complessivo è circa 0.45, un valore molto basso (SFI, 2021).

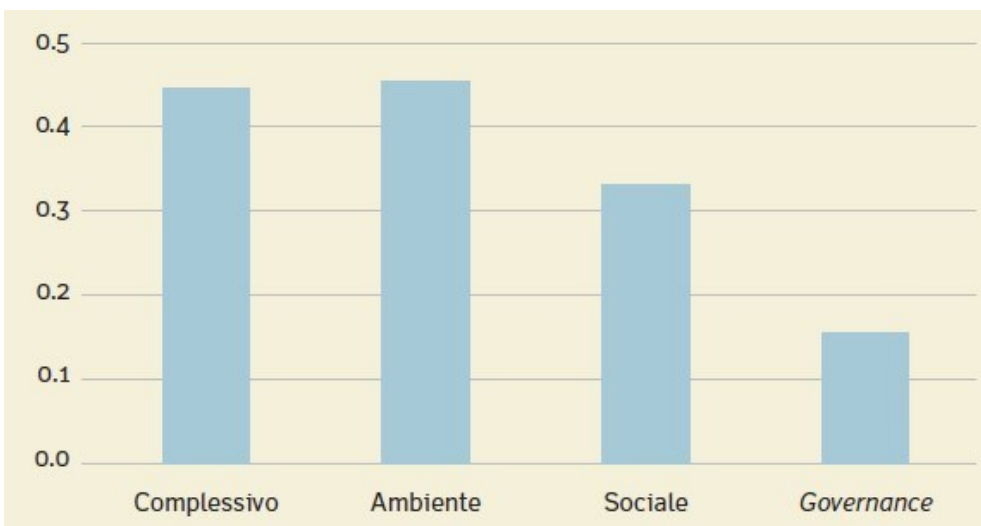
Si acquisisce maggiore consapevolezza di ciò se si pensa che la correlazione tra i rating di credito supera molto spesso il valore di 0,99. Si nota, inoltre, che la concordanza è maggiore per il rating ambientale e minima per quello di governance (*ibidem*).

Figura 7 – Correlazione media tra rating ESG di MS, Adidas e GM



Fonte: SFI 2021

Figura 8 – Correlazioni medie tra sette diversi rating ESG



Fonte: SFI 2021

Una ulteriore evidenza emersa dallo studio di Gibson et. al (2021) è che i rating di alcune istituzioni risultano più correlati rispetto ad altri. Come si nota in *figura 9*, infatti, la correlazione più alta si riscontra per i rating prodotti da Sustainalytics e Refinitiv (circa il 75%) mentre la più bassa è quella tra le valutazioni di Bloomberg e Inrate (0,12%) (*ibidem*).

Figura 9 – Correlazioni incrociate tra diversi rating ESG

	Refinitiv	Sustainalytics	Inrate	Bloomberg	FTSE	KLD
Sustainalytics	0.75					
Inrate	0.23	0.30				
Bloomberg	0.75	0.69	0.12			
FTSE	0.57	0.61	0.27	0.59		
KLD	0.52	0.56	0.29	0.48	0.49	
MSCI IVA	0.40	0.43	0.32	0.30	0.27	0.44

Fonte: SFI 2021

Un altro importante contributo che evidenzia bene questa problematica è lo studio condotto da Berg et al. (2022)²³. Si tratta di una analisi della divergenza dei rating ESG basata sui dati raccolti da sei differenti agenzie di rating: KLD, Sustainalytics, Vigeo-Eiris (acquistata da Moody's), RobecoSAM (di S&P), Asset4 e MSCI.

I tre studiosi vanno nello specifico del problema e imputano la discordanza a tre cause principali: *measurement*, *scope* e *weight* (Berg et al. 2022). Queste contribuirebbero rispettivamente del 56%, del 38% e del 6% del disallineamento che si crea tra le metriche (*ibidem*).

Anzitutto, la correlazione che emerge dal data set preso in considerazione assume valori in un intervallo che va da 0.38 fino ad un massimo di 0.71 (*ibidem*). Si conferma pertanto la difficoltà di valutare in modo chiaro ed omogeneo la performance delle aziende o di fondi (*ibidem*). Inoltre, ricevendo tali “segnali misti” dai *raters*, le aziende, spesso, focalizzano meno la loro attenzione ex-ante sugli investimenti ESG, consapevoli di poter ricevere giudizi contrastanti (*ibidem*). Di seguito, si analizzano brevemente le tre fonti sopra citate.

- La divergenza di scopo o “portata” (*scope*) si riferisce “alla situazione per cui i rating si basano su differenti attributi” specifici scelti dalle agenzie (Berg et al. 2022 p.3; SFI,

²³ Si fa riferimento al paper *Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings* pubblicato per la prima volta nel 2019, con edizione rivista il 15 aprile 2022, che vede la collaborazione tra il MIT Sloan e l'Università di Zurigo.

2021). Un'agenzia, ad esempio, potrebbe considerare le attività di lobbying mentre un'altra le potrebbe escludere, portando così i rating a divergere (Berg et al., 2022). Da notare, inoltre, che il numero di indicatori varia da *rater* a *rater* e, per fornire un esempio, Refinitiv è l'agenzia di rating con più indicatori prodotti (282) mentre Moody's è il provider che ne ha creati di meno (38) (*ibidem*). Vi sono infatti categorie che sono considerate da tutti i raters (ad esempio *energy*, *supply chain*, *water*) e altre che non sono coperte da tutte le agenzie (per esempio *taxes* ed *electromagnetic fields*) (*ibidem*).

- La divergenza di misurazione (*measurement*), invece, si concretizza nella “situazione per cui le agenzie di rating misurano lo stesso attributo utilizzando indicatori diversi” (*ibidem*). Per portare l'esempio citato da Berg et al. nello studio, l'attenzione di una azienda nei confronti dei propri lavoratori può essere valutata sulla base del turnover oppure dal numero di volte che l'azienda viene portata in tribunale per pratiche scorrette.
- Infine, la divergenza di peso (*weight*) emerge quando le agenzie pesano differentemente gli stessi attributi (*ibidem*).

2.3.2 Possibili soluzioni

Come evidenziato in precedenza, la divergenza delle metriche costituisce un ostacolo per uno sviluppo “ordinato” della finanza sostenibile. A questo si aggiunge spesso la mancanza di dati comparabili, nonché la presenza di una molteplicità di reportistiche utili alla divulgazione.

Per mitigare questi problemi sarebbe quantomeno auspicabile che le stesse dimensioni ESG fossero misurate allo stesso modo, implementando i medesimi indicatori (SFI, 2021). Inoltre, finché non vi saranno standard uniformi di divulgazione, sarà difficile avere a disposizione dati comparabili con cui effettuare le diverse analisi.

Come suggerisce lo Swiss Financial Institute (2021, p.17), “[...] si dovrebbe pensare a selezionare una serie di attributi strettamente e chiaramente definiti per i quali esistono misure verificabili, controllabili e trasparenti” e adottarli comunemente.

Inoltre, si dovrebbe cercare di “promuovere l'armonizzazione e collaborazione tra i diversi standard [già] esistenti”, piuttosto che svilupparne sempre di nuovi (SFI 2021, p.17).

CAPITOLO 3

Quadro normativo e sfide per il futuro

Negli ultimi anni, il contesto europeo e le sue istituzioni si è contraddistinto per essere uno dei principali e più ferventi promotori di misure volte a rendere l'economia del continente maggiormente sostenibile. Il settore finanziario è stato uno dei più influenzati in questi termini, in quanto in grado di mobilitare le risorse necessarie a un cambiamento di rotta. In esso, infatti, sono state varate numerose normative volte a chiarificare i temi ESG, nonché facilitarne l'adozione e la trasparenza (Forum per la Finanza Sostenibile, 2021).

In questo ultimo capitolo, si affronteranno le diverse normative in vigore in ambito europeo, per comprendere al meglio qual è attualmente lo stato dell'arte della legislazione sulla finanza sostenibile. Si concluderà poi rimarcando un'ultima volta i possibili modi per promuovere le pratiche ESG.

3.1 Il contesto europeo

3.1.1 Misure adottate

In Europa si registrò un'accelerazione delle pratiche ESG nel 2015, anno in cui l'Unione sottoscrisse gli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile dell'ONU e venne siglato l'Accordo di Parigi. È in queste circostanze che l'Unione Europea pose formalmente i temi della sostenibilità al centro delle proprie politiche.

Il vero punto di svolta si ebbe comunque qualche anno dopo, nel marzo 2018, con l'emanazione del Piano di Azione europeo sulla Finanza Sostenibile (*EU Action Plan on Sustainable Finance*). Il percorso tracciato da questo documento ha assunto una rilevanza ancora maggiore a seguito di due ulteriori normative varate dalla Commissione Europea (Forum per la Finanza Sostenibile, 2021). Tra queste ricordiamo il *Green Deal*, il cui obiettivo è quello di arrivare ad azzerare le emissioni entro il 2050, e il *Next Generation EU*, pacchetto di misure con il fine di sostenere la ripresa post COVID-19 “secondo un modello di crescita inclusiva e a ridotto impatto ambientale” (Forum per la Finanza Sostenibile 2021, p.4).

Torniamo ora ad approfondire l'*Action Plan* europeo.

Ad oggi, anzitutto, esso rappresenta l'insieme di disposizioni più avanzato adottato nel campo della finanza sostenibile da parte di un regolatore internazionale (Swiss Financial Institute, 2021). Con tale documento, infatti, l'Unione Europea si distingue per essere il continente con il quadro normativo più organico e completo in materia (Siani, 2021).

Il piano è frutto del lavoro di numerosi esperti del settore, tra cui i componenti del HLEG, ovvero *EU High-Level Expert Group on Sustainable Finance*, creato appositamente nel gennaio 2018 con l'obiettivo di delineare le priorità nel campo della finanza sostenibile (Swiss Financial Institute, 2021).

Esso si pone tre obiettivi di ampia portata:

- I) riorientare i flussi di capitali verso investimenti sostenibili al fine di realizzare una crescita sostenibile ed inclusiva;
- II) gestire i rischi finanziari derivanti dai cambiamenti climatici, l'esaurimento delle risorse, il degrado ambientale e le questioni sociali;
- III) promuovere la trasparenza e la visione a lungo termine nelle attività economico-finanziari (Siani 2021, p.3).

Ai fini di concretizzare tali obiettivi, la strategia proposta dalla Commissione Europea si fonda su tre "pilastri fondamentali" (Siani 2021, p.3).

Il primo, e forse più importante, è la definizione di una Tassonomia delle attività considerate sostenibili. Questa, come si vedrà in seguito, permette la condivisione di una definizione comune di sostenibilità (*ibidem*).

Il secondo punto fondamentale è l'introduzione di nuove informative sotto forma di obblighi di divulgazione (*disclosure*), sia per quanto riguarda le imprese finanziarie (SFDR) che le imprese non finanziarie (CSRD).

L'ultimo pilastro, infine, prevede l'introduzione di alcuni *benchmark* che siano in linea con le disposizioni degli Accordi di Parigi e la transizione climatica (Siani, 2021). Nel dettaglio, questi indici si distinguono in due categorie: *Climate Transition Benchmarks* e *Paris-aligned Benchmarks* (*ibidem*). Entrambi rappresentano per gli operatori finanziari dei parametri con cui confrontarsi in merito alle performance di sostenibilità ambientale e climatica dei propri portafogli (Forum per la Finanza Sostenibile, 2021). In particolare, mentre i primi selezionano i titoli in base alla riduzione delle emissioni di gas serra degli emittenti, i secondi offrono la possibilità di costruire portafogli compatibili con uno scenario di aumento della temperatura media globale inferiore a 1.5 °C (Forum per la Finanza Sostenibile, 2021).

Passiamo ora ad esaminare più nel dettaglio i requisiti di *disclosure* introdotti dall'Action Plan (secondo pilastro).

Il Regolamento UE 2019/2088, meglio conosciuto come *Sustainable Finance Disclosure Regulation* (SFDR), entrato in vigore nel marzo 2021, si pone come obiettivo primario quello di incrementare la trasparenza del mercato degli investimenti sostenibili, nonché contrastare l'adozione di pratiche di *greenwashing* (Forum per la Finanza Sostenibile, 2021).

Il Regolamento prevede, per la prima volta, una definizione normativa dettagliata di “investimento sostenibile” (art.2); inoltre, impone delle norme comuni sulla divulgazione di informazioni sostenibili presenti nei prodotti finanziari (*ibidem*). Come già asserito in precedenza, il SFDR è rivolto prettamente agli operatori e consulenti finanziari, i quali vengono chiamati a comunicare in modo dettagliato i modi attraverso i quali vengono considerati i fattori ESG nel processo di investimento e a livello di singolo prodotto.

In accordo con l’art. 4 del Regolamento 2019/2088, gli operatori finanziari devono comunicare come “analizzano e si impegnano a ridurre i principali impatti negativi delle politiche di investimento sui fattori di sostenibilità (*PAI – Principal Adverse Impact*)” (Forum per la Finanza Sostenibile 2021, p.6). Il PAI si sostanzia nel principio *comply or explain*: se un soggetto finanziario non considera gli impatti negativi delle sue attività (*comply*), è obbligato a spiegarne il motivo (*explain*) (*ibidem*).

Inoltre, il Regolamento fa chiarezza sui prodotti “sostenibili”, distinguendone due tipologie in base al livello di ambizione ESG:

- *light green* o prodotti art.8, ossia i prodotti che promuovono caratteristiche ambientali e/o sociali;
- *dark green* o prodotti art.9, ovvero i prodotti che hanno come obiettivo investimenti sostenibili. Esempio sono i fondi che puntano a ridurre le emissioni di CO₂ (*ibidem*).

Il secondo obbligo di informativa introdotto sull’onda dell’*Action Plan* sempre nel 2021 è il CSRD, ovvero la *Corporate Sustainability Reporting Directive*, direttiva che ha lo scopo di sostituire, aggiornandola, la precedente NFRD. Questa nuova direttiva entrerà effettivamente in vigore il 1° gennaio 2023 e si pone l’obiettivo di “incrementare quantità, qualità e comparabilità delle informazioni di sostenibilità delle imprese” (Forum per la Finanza Sostenibile 2021, p.7).

Esso prevede che tutte le imprese di grandi dimensioni²⁴ (quotate e non) con più di 250 dipendenti (prima il limite era 500) e tutte le PMI quotate nei mercati europei redigano la rendicontazione di sostenibilità sulla base di standard comuni di reporting (*ibidem*).

Tali standard saranno sviluppati in due periodi: standard più generali validi per tutte le imprese indistintamente entro a fine del 2022 e standard più specifici validi per singolo settore entro la fine del 2023 (*ibidem*). L’adozione di tali standard inizierebbe a risolvere alcuni dei problemi di comparabilità analizzati nel corso del secondo capitolo.

²⁴ La grandezza viene qui intesa mediante la sua accezione dimensionale, sottolineando una riduzione della soglia per considerare una azienda di “grandi dimensioni”.

È da sottolineare, inoltre, che tali criteri saranno sviluppati secondo il principio della doppia materialità: le imprese dovranno fornire informazioni chiare sia sui rischi a cui sono esposte, sia sull'impatto delle proprie attività sui fattori di sostenibilità (Forum per la Finanza Sostenibile, 2021).

3.1.2 La tassonomia dell'Unione Europea

La tassonomia europea delle attività economiche eco-compatibili (Regolamento UE 2020/852) rappresenta un ulteriore documento fondamentale nel panorama della finanza sostenibile in Europa.

La tassonomia è definita “una classificazione delle attività che possono essere considerate sostenibili in base all'allineamento degli obiettivi ambientali dell'Unione Europea e al rispetto di alcune clausole di carattere sociale” (Forum per la Finanza Sostenibile 2021, p.2).

Essa stabilisce, per ciascuna attività economica, i criteri tecnici in base ai quali l'attività contribuisce agli obiettivi ambientali stabiliti dall'Unione (*ibidem*).

Questi obiettivi, propriamente denominati ‘*technical screening criteria*’, sono sei:

1) mitigazione del cambiamento climatico; 2) adattamento al cambiamento climatico; 3) uso sostenibile e protezione delle risorse idriche e marine; 4) transizione verso l'economia circolare; 5) prevenzione e controllo dell'inquinamento; 6) protezione della biodiversità (Forum per la Finanza Sostenibile 2021, p.5).

Per essere quindi qualificata come “sostenibile”, un'attività deve:

- contribuire positivamente ad almeno uno di questi sei obiettivi;
- non produrre impatti negativi su nessun altro obiettivo (in accordo al principio DNSH, ovvero *Do Not Significant Harm*);
- essere svolta nel rispetto di garanzie sociali minime (es. Linee guida OCSE (...) e i Principi guida della Nazioni Unite su imprese e diritti umani) (Forum per la Finanza Sostenibile 2021, p.5).

La tassonomia diviene pertanto una guida per una molteplicità di attori. In particolare, assume rilevanza per tre specifiche categorie di attori: le imprese, gli investitori e le istituzioni pubbliche (*ibidem*). Per quanto riguarda le aziende, esse la utilizzano per valutare le proprie attività e definire politiche aziendali in ottica sostenibile, nonché per rendicontare in modo corretto le questioni di sostenibilità ai vari stakeholders. Dall'altro lato, gli investitori la prendono a riferimento per integrare la sostenibilità nei propri investimenti e per comprendere l'impatto ambientale delle attività economiche in cui investono. Per concludere, le istituzioni pubbliche la usano per definire e migliorare le proprie politiche (*ibidem*). Secondo quanto stabilito dall'art. 8 del Regolamento UE 2020/852, “le organizzazioni soggette alla direttiva

sulla rendicontazione non finanziaria (NFRD) e, successivamente, alla nuova direttiva [...] CSRD saranno tenute a divulgare informazioni in merito all'allineamento alla tassonomia utilizzando [tre specifici indicatori]: fatturato, spese in conto capitale e spesa operativa” (Forum per la Finanza Sostenibile 2021, p.2).

Più specificatamente, le imprese non finanziarie sono chiamate a comunicare sia la quota di fatturato derivante da attività allineate alla tassonomia sia le quote di spese in conto capitale (Capex) e spese operative (Opex) relative a processi allineati alla tassonomia (*ibidem*). Le imprese finanziarie, diversamente, sono tenute a pubblicare indicatori chiave di performance (KPI) che esprimano la percentuale di allineamento alla tassonomia dei diversi asset in gestione (*ibidem*). Tra i requisiti previsti dalla TR (Taxonomy Regulation) è di centrale importanza il Capex, ovvero la quota di investimenti in conto capitale allineati alla tassonomia. Esso si qualifica come un “indicatore dinamico e prospettico che, a differenza del fatturato (più statico e retrospettivo), si riferisce ai piani strategici definiti dalle aziende ai fini di realizzare una progressiva decarbonizzazione in un determinato lasso di tempo” (Forum per la Finanza Sostenibile 2021, p.6). L’Opex, invece, fornirebbe una visione sulla misura in cui l’azienda sta perseguendo gli obiettivi intermedi fissati nel proprio piano strategico (*ibidem*).

Complessivamente, come si è appena notato, l’obiettivo primario della tassonomia, del CSRD e del SFDR è incrementare la trasparenza del mercato, ovvero migliorare ed aumentare la qualità, quantità e comparabilità delle informazioni sostenibili riguardanti imprese, prodotti ed operatori finanziari (*ibidem*).

Un riassunto molto schematico di quanto presentato fino ad ora è offerto dalla *tabella 5*.

Tabella 5 – CSRD, TR, SFDR: destinatari, informazioni e tempistiche

Atto normativo	A chi è rivolto	Quali informazioni fornisce	Quando saranno disponibili i dati
Corporate Sustainability Reporting Directive - CSRD ³	imprese UE di grandi dimensioni ⁴ , sia quotate, sia non quotate, e PMI quotate (a eccezione delle microimprese). Imprese extra-UE quotate sui mercati regolamentati UE e filiali UE di società extra-UE	informazioni sull'organizzazione caratteristiche di sostenibilità delle attività aziendali: informazioni ambientali e sociali, attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani e alla lotta contro abuso d'ufficio e corruzione	<i>per le imprese di grandi dimensioni:</i> dal 2024 (dati relativi all'esercizio finanziario 2023) <i>per le PMI quotate:</i> dal 2026 (dati relativi all'esercizio finanziario 2025)
Taxonomy Regulation - TR	imprese soggette alla NFRD (in futuro, CSRD): sia imprese non finanziarie, sia operatori finanziari	informazioni sull'organizzazione (art. 8 TR ⁵) <i>per le imprese non-finanziarie:</i> fatturato, Capex e Opex allineati alla tassonomia <i>per le imprese finanziarie:</i> % di allineamento alla tassonomia di investimenti e attivi informazioni sui prodotti (artt. 5 e 6 TR) <i>per i prodotti art. 8 e art. 9 SFDR che investono in obiettivi ambientali:</i> % di allineamento alla tassonomia ⁶	art. 8 TR <i>per le imprese non-finanziarie:</i> dal 2022 % di attività comprese (<i>eligible</i>) nella tassonomia ⁷ dal 2023 % di attività allineate (<i>aligned</i>) alla tassonomia ⁸ <i>per gli operatori finanziari:</i> dal 2022 % di esposizione alle attività comprese (<i>eligible</i>) nella tassonomia dal 2024 % di esposizione alle attività conformi (<i>aligned</i>) alla tassonomia e, dunque, % di allineamento alla tassonomia artt. 5 e 6 TR da luglio 2022 informazioni sull'allineamento a obiettivi di mitigazione e adattamento dal 2023 informazioni sugli altri quattro obiettivi ambientali della tassonomia ⁹
Sustainable Finance Disclosure Regulation - SFDR	operatori e consulenti finanziari	informazioni sull'organizzazione rischi legati ai fattori ESG e impatti sui temi di sostenibilità ¹⁰ informazioni sui prodotti dati relativi all'integrazione dei rischi legati ai fattori ESG e agli impatti ESG per tutti i prodotti e informazioni specifiche per i prodotti che promuovono caratteristiche ambientali o sociali (art. 8 SFDR) e che hanno come obiettivo investimenti sostenibili (art. 9 SFDR)	da marzo 2021 informazioni ESG a livello di organizzazione e di prodotto secondo il Livello 1 del Regolamento da luglio 2022 le informazioni dovranno essere divulgate secondo i Regulatory Technical Standards - RTS

Fonte: Forum per la Finanza Sostenibile 2021

3.2 Rafforzare le pratiche ESG

Ciascuno dei tre atti normativi appena analizzati risulta funzionale alla produzione di informazioni e di dati che servono per soddisfare i requisiti di trasparenza degli altri (Forum per la Finanza Sostenibile, 2021). Alla luce di ciò, tre temi diventano cruciali per un buon sviluppo del mercato della finanza sostenibile. Essi sono: I) l'impiego della tassonomia per finanziare la transizione da parte del più ampio pubblico; II) la disponibilità e comparabilità di dati ESG di qualità; III) una più semplice accessibilità alle informazioni sui prodotti sostenibili (Forum per la Finanza Sostenibile 2021, p.5).

Da quanto evidenziato, risultano ancora necessari importanti sforzi per rafforzare le pratiche ESG. Boffo e Patalano (2020) individuano cinque aree chiave cui ricondurre le diverse problematiche.

La prima area di intervento menzionata è la “(...) consistency, comparability and quality of core metrics in reporting frameworks for ESG disclosure” (Boffo, Patalano 2020, p.62). Infatti, nonostante i numerosi progressi nell'ambito, la questione della standardizzazione delle metriche rimane ancora un punto critico nel panorama ESG. Inoltre, si dovrebbero unificare le varie reportistiche presenti, in modo da raggiungere in futuro un livello di comparabilità tale a quello dei principi IFRS ad esempio.

In secondo luogo, appare necessario intervenire sul tema della rilevanza finanziaria (*materiality*), ai fini di individuare tutte le categorie che possono essere considerate come base per la costruzione delle metriche (*ibidem*).

Il terzo campo di intervento è stato individuato nel cercare di ridurre il *bias* nei punteggi ESG, i quali risultano sbilanciati e a favore delle aziende a larga capitalizzazione. Le aziende a ridotta capitalizzazione (*SMEs*) risentirebbero del fatto di non possedere sufficienti risorse finanziarie per comunicare correttamente i propri impegni in ambito sostenibile (*ibidem*). La standardizzazione negli usi delle metriche contribuirebbe anche a questo problema (*ibidem*).

Il quarto punto che necessita attenzione riguarda il modo con cui le diverse agenzie di rating creano le metodologie per ideare i propri indici (*ibidem*). Anche qui diviene fondamentale che sia garantita una maggiore trasparenza nel processo di creazione.

Infine, l'ultima area chiave individuata dall'OECD è quella riguardante la classificazione e il processo di comunicazione dei prodotti sostenibili (*ibidem*). In questo ambito, diviene imperativo che si considerino questioni quali, ad esempio, l'utilizzo di un lessico comune per le pratiche ESG e i diversi approcci di investimento oppure la chiarificazione di come le strategie di investimento interagiscono tra loro e con le diverse tipologie di fondi.

CONSIDERAZIONI FINALI

Nelle pagine precedenti si è cercato di offrire una panoramica a tutto tondo degli investimenti ESG, altresì definiti investimenti socialmente responsabili (SRI).

Abbiamo anzitutto evidenziato come risulti complicato fornire una definizione puntuale di tale tipologia di investimenti, sebbene in Europa sia ormai condivisa dai principali attori finanziari la definizione offerta dalla Commissione Europea. Un investimento si qualifica come sostenibile, pertanto, se nel processo di valutazione che porta all'assunzione di una determinata decisione nel settore finanziario si considerano le questioni ambientali, sociali e di governance. Inoltre, gli investimenti sostenibili si caratterizzano per basarsi su un orizzonte temporale più lungo rispetto ai comuni investimenti (Commissione Europea, s.d.).

Si è altresì visto come l'origine dei criteri ESG affondi le proprie basi nei primi anni Duemila, anche se evidenze di fondi sostenibili se ne ebbero già negli anni '90 del secolo scorso. L'accelerazione allo sviluppo di questi criteri fu favorita da alcuni eventi, tra i quali, i principali sono gli Accordi di Parigi e la definizione dell'Agenda 2030 (Bellini, 2021)

Proseguendo nell'analisi, è emerso che gli approcci di finanza sostenibile non sono mai cresciuti così tanto come nel periodo 2014-2020, con una unica e temporanea riduzione nel periodo del Covid-19 (GSIA, 2021). Ciononostante, in questa congiuntura negativa i fondi ESG si dimostrarono più performanti rispetto ai loro omologhi non sostenibili, sottolineando di conseguenza la maggiore capacità di tali investimenti di mitigare i rischi.

Il maggior impegno per costruire un futuro migliore investendo in attività rispettose del sistema economico e sociale è confermato dalle numerose ricerche: secondo il GSIA (2021), l'ammontare di investimenti responsabili al 2020 ha superato quota 35 trilioni di dollari.

In seguito, sono state brevemente richiamate le sette strategie attraverso le quali gli investitori possono declinare le loro scelte nel settore. A conclusione di ciò, si è riscontrato come le strategie maggiormente adottate odiernamente sono l'integrazione ESG e l'esclusione (*ibidem*). In ogni modo, l'industria finanziaria che si è costruita intorno ai criteri ESG nel corso degli ultimi due decenni non è scevra di problematiche. Come si è constatato, le principali difficoltà risiedono nel fatto che i dati raccolti sono raramente comparabili tra di loro e le numerose agenzie di rating presenti utilizzano metodologie non univoche per valutare la performance delle aziende, creando una discordanza tra le metriche piuttosto accentuata.

Inoltre, la pluralità di standard presenti rende difficoltoso il tema delle *disclosure* aziendali (SFI, 2021).

Tra i vari problemi individuati, la perdurante, talora ampia divergenza tra i rating costituisce, a nostro avviso, uno dei principali problemi per un ulteriore e convincente sviluppo della finanza

sostenibile. Gli investitori, infatti, non riescono a comprendere con certezza quali siano realmente le aziende che integrano meglio i temi di sostenibilità nelle proprie strategie.

Il percorso all'interno del panorama degli investimenti ESG si è concluso nel terzo capitolo, in cui è stata analizzata la normativa europea sul tema. Grazie ai numerosi regolamenti approvati, l'Europa si distingue per essere il continente con il quadro normativo più completo e avanzato sulla finanza sostenibile (Forum per la Finanza Sostenibile, 2021).

L'impegno europeo è diventato evidente in modo particolare con l'emanazione dell'*Action Plan*, insieme di misure attraverso le quali l'Unione Europea si è impegnata e si impegna tutt'ora ad attuare tutto ciò che ritiene necessario al fine di “realizzare una crescita sostenibile ed inclusiva” (Siani 2021, p.3).

Sulla scia di questo Piano di Azione, sono state molte le normative prodotte, e tra esse non tutte sono ancora completamente entrate in vigore.

In sintesi, molta strada è stata percorsa negli ultimi anni in termini di dati raccolti e di leggi prodotte all'interno della finanza sostenibile. Tuttavia, le istituzioni e i vari attori coinvolti sono chiamati ad ulteriori sforzi tesi, soprattutto, a migliorare la comparabilità e standardizzazione delle metriche. Solo così facendo, sarà possibile reindirizzare i capitali dei diversi attori verso realtà davvero sostenibili e contribuire, di conseguenza, ad un miglioramento sostanziale della società.

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

ANON, 2022. *Investimenti ESG: cosa sono e quali scegliere* [online], 6 marzo. ESG News. Disponibile su: <<https://esgnews.it/focus/analisi-e-approfondimenti/investimenti-esg/>> [Data di accesso: 11/04/2022]

BELLINI, M., 2021. *ESG: tutto quello che c'è da sapere per orientarsi su Environmental, Social, Governance* [online]. Network digital 360. Disponibile su: <<https://www.esg360.it/environmental/esg-tutto-quello-che-ce-da-sapere-per-orientarsi-su-environmental-social-governance/>> [Data di accesso: 11/04/2022]

BERG, F., KÖLBEL, J., RIGOBON, R., 2022. *Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings*, pp 1-10. SSRN Electronic Journal. Disponibile su: <<https://deliverypdf.ssrn.com/delivery.php?ID=268002121029093118121021109127097072036003073064003042025006117081029123095115002076041124028101103055098074031120124127124095051045002046054002102095029111016125127088020020066077104074024089099102105074109074100097027113006029096111083100066104127029&EXT=pdf&INDEX=TRUE>>

BLACKROCK, 2020. *Sustainability goes mainstream. 2020 Global Sustainable Investing Survey*. Disponibile su: <<https://img.lalr.co/cms/2021/05/28202727/blackrock-sustainability-survey.pdf>>

BOFFO, R., PATALANO R., 2020. “*ESG Investing: Practices, Progress and Challenges*”. OECD Paris. Disponibile su: <<https://www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-Challenges.pdf>>

BORSA ITALIANA, S.D. *Gli investimenti ESG ne hanno fatta di strada* [online]. Disponibile su: <<https://www.borsaitaliana.it/speciali/fisherinvestments/italia/gli-investimenti-esg.htm>> [Data di accesso: 27/04/2022]

BOS, J., 2017. *Sustainability Scores for Investment Funds* [online]. CFA Institute Magazine. Disponibile su: <<https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/article/cfa-magazine/2017/cfm-v28-n1-13.pdf>> [Data di accesso: 21/04/2022]

CAFFARATTI, R., 2021. *Fondi ESG: perché cresce l'interesse. Come investire* [online]. Online sim, 19 novembre. Disponibile su: <<https://www.onlinesim.it/blog/fondi-esg-perche-cresce-interesse-come-investire/>> [Data di accesso: 25/04/2022]

EUROPEAN COMMISSION, S.D. *Overview of sustainable finance* [online]. Disponibile su: <https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/overview-sustainable-finance_en> [Data di accesso:11/04/2022]

FORUM PER LA FINANZA SOSTENIBILE, 2021. *Tassonomia UE e altre normative sulla finanza sostenibile: implicazioni e prospettive per gli operatori finanziari*. Disponibile su: <https://finanzasostenibile.it/wp-content/uploads/2021/09/Tassonomia-europea_WEB.pdf>

FORUM PER LA FINANZA SOSTENIBILE, 2021. *Gli investimenti sostenibili in Italia. Tendenze e prospettive di mercato*. Disponibile su: <<https://finanzasostenibile.it/wp-content/uploads/2021/11/Investimenti-sostenibili-Italia-WEB.pdf>>

GAMBA, A, 2018. *Lo sviluppo nel tempo e le tipologie di fondi e strategie ESG*. In CFA Society Italy (a cura di), *Investimenti ESG*, ottobre 2018, pp. 7-9. Disponibile su: <<https://cfasi.it/download/20181010132900.pdf>>

GIORDANO, E., 2021. *Finanza sostenibile, ecco la babele delle metriche e dei rating ESG* [online]. Disponibile su:<<https://formiche.net/2021/04/finanza-sostenibile-rating-esg/>> [Data di accesso: 11/04/2022]

GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT ALLIANCE, 2021. *Global Sustainable Investment Review 2020*, pp. 2-13. Disponibile su: <<http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/08/GSIR-20201.pdf>>

KOTSANTONIS, S., PINNEY, C., SERAFEIM, G., 2016. *ESG Integration in Investment Management: Myths and Realities*. Journal of Applied Corporate Finance, Volume 28 No.2. Disponibile su: <<https://www.highmeadowsinstitute.org/wp-content/uploads/2019/11/JACF-ESG-Integration-Myths-and-Realities.pdf>>

MANGILLI, D., SALVIATO, R., 2022. *IMPact SGR, ecco le differenze tra ESG e impatto* [online]. ESG News, intervista. Disponibile su: <<https://esgnews.it/investimenti/societa-di-asset-management/impact-sgr-ecco-le-differenze-tra-esg-e-impatto/>> [Data di accesso: 11/04/2022]

OGLETREE, C., 2021. *A brief look at ESG data providers* [online]. Disponibile su: <<https://www.gobyinc.com/esg-data-providers-brief-look/>> [Data di accesso: 14/07/2022].

PUCA, A., 2018. *Metriche di performance per gli investimenti ESG*. In CFA Society Italy (a cura di), *Investimenti ESG*, ottobre 2018, pp. 53-57. Disponibile su: <<https://cfasi.it/download/20181010132900.pdf>>

SIANI, G., 2021. *L'impatto del processo di attuazione dell'Action Plan sulla Finanza sostenibile*. Banca d'Italia, 6 ottobre 2021. Disponibile su: <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2021/Siani_intervento_ASVIS_06102021.pdf>

SWISS FINANCE INSTITUTE (SFI), 2021. *Metriche di finanza sostenibile*. SFI Public Discussion Note. Disponibile su: <https://www.sfi.ch/resources/public/dtc/media/pdn_sfm_2021-italian.pdf>

TOCCHINI, F., CAFAGNA G., 2022. *L'ABC del reporting ESG* [online]. Disponibile su: <<https://www.wolterskluwer.com/it-it/expert-insights/the-abcs-of-esg-reporting>> [Data di accesso: 03/06/2022]

UNITED NATIONS GLOBAL COMPACT, 2021. *Principles for Responsible Investment* [online]. Disponibile su: <https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&ved=2ahUKewjxyp-u-q73AhUVS_EDHRc8DM8QFnoECACQAQ&url=https%3A%2F%2Fwww.unpri.org%2Fdownload%3Fac%3D10948&usg=AOvVaw352TOz5nu-rLaT2KoSSlry>

WHELAN, T., et al., 2021. *ESG and financial performance: Uncovering the Relationships by Aggregating Evidence from 1000 Plus Studies Published between 2015 – 2020*, pp 2-4. Disponibile su: <https://www.stern.nyu.edu/sites/default/files/assets/documents/NYU-RAM_ESG-Paper_2021%20Rev_0.pdf>

WORLD ECONOMIC FORUM, 2019. *Seeking Return on ESG: Advancing the Reporting Ecosystem to Unlock Impact for Business and Society* p.22. Disponibile su: <https://www3.weforum.org/docs/WEF_ESG_Report_digital_pages.pdf>