



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA

**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"MARCO FANNO"**

DIPARTIMENTO DI DIRITTO PRIVATO E CRITICA DEL DIRITTO

CORSO DI LAUREA MAGISTRALE IN ECONOMIA E DIRITTO

TESI DI LAUREA

**ANALISI DEL RATING AMBIENTALE: LE AGENZIE DI RATING
ESG COME STRUMENTO DI PROMOZIONE DELLO SVILUPPO
SOSTENIBILE TRA LE IMPRESE**

RELATORE:

CH.MO PROF. MARCO CIAN

LAUREANDA: CHIARA GIANELLA

MATRICOLA N. 1241531

ANNO ACCADEMICO 2021 – 2022

Il candidato dichiara che il presente lavoro è originale e non è già stato sottoposto, in tutto o in parte, per il conseguimento di un titolo accademico in altre Università italiane o straniere.

Il candidato dichiara altresì che tutti i materiali utilizzati durante la preparazione dell'elaborato sono stati indicati nel testo e nella sezione "Riferimenti bibliografici" e che le eventuali citazioni testuali sono individuabili attraverso l'esplicito richiamo alla pubblicazione originale.

The candidate declares that the present work is original and has not already been submitted, totally or in part, for the purposes of attaining an academic degree in other Italian or foreign universities. The candidate also declares that all the materials used during the preparation of the thesis have been explicitly indicated in the text and in the section "Bibliographical references" and that any textual citations can be identified through an explicit reference to the original publication.

Firma del candidato

Chiara Gianella

INDICE

INTRODUZIONE	4
CAPITOLO I – LA SOSTENIBILITA’: L’EVOLUZIONE VERSO UN’ECONOMIA SOSTENIBILE	7
<i>1.1 IL CONCETTO DI SOSTENIBILITA’</i>	7
<i>1.2 ESIGENZA DI UNO SVILUPPO SOSTENIBILE</i>	15
<i>1.3 L’INTERVENTO DELL’UNIONE EUROPEA</i>	24
CAPITOLO II - IL RATING AMBIENTALE PER PROMUOVERE LO SVILUPPO SOSTENIBILE	35
<i>2.1 L’IMPATTO DELLE AGENZIE DI RATING ESG</i>	35
<i>2.2 I PRINCIPI SOSTENIBILI E LA LORO INTEGRAZIONE NELLE VALUTAZIONI DI SOSTENIBILITA’ DELLE AGENZIE DI RATING ESG</i>	44
<i>2.3 IL RUOLO DELLE AGENZIE DI RATING ESG E LE REAZIONI DELLE IMPRESE AI RATINGS</i>	53
CAPITOLO III – PERFORMANCE DI SOSTENIBILITA’ E INSICUREZZA NELLE VALUTAZIONI	63
<i>3.1 INDICATORI PER MISURARE LA PERFORMANCE SOCIO-AMBIENTALE</i>	63
<i>3.2 L’INCERTEZZA DEI RATING ESG</i>	76
CONCLUSIONI	89
RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI	92
<i>FONTI COMUNITARIE E INTERNAZIONALI</i>	97

INTRODUZIONE

Il concetto di sostenibilità si sviluppa in un contesto caratterizzato da problematiche che affliggono il sistema economico-sociale del mondo. L'impoverimento delle risorse naturali, l'aumento della popolazione, la povertà, la mancanza d'acqua, l'incremento delle discriminazioni sociali e i cambiamenti climatici necessitano di una soluzione rapida ed efficiente al fine di non compromettere il benessere della collettività presente e futura.

Sulla base di tali condizioni la sostenibilità ha iniziato ad assumere importanza come strumento fondamentale di intervento per poter fronteggiare queste problematiche.

Negli ultimi decenni il tema della sostenibilità ha riscosso un crescente interesse tra gli attori principali del mondo, dalle istituzioni governative alle aziende di piccola/media o grande dimensione. In merito le istituzioni europee hanno assunto un ruolo ancor più cruciale nell'integrazione della sostenibilità, grazie all'adozione di diverse politiche che consentono la transizione verso un'economia fondata sui criteri ESG (Environmental, Social and Governance).

In tale contesto è emersa la finanza sostenibile come strumento per rilanciare il sistema economico basato su percorsi sostenibili. Essa è diventata importante per affrontare le difficoltà ambientali e sociali, resi più gravi dalla diffusione del Covid-19 nei primi mesi del 2020.

Al crescere dell'interesse in investimenti sostenibili da parte di investitori e risparmiatori, è aumentata la necessità di controllare le performance ambientali, sociali e di governance di tali investimenti attraverso le agenzie di rating ESG.

Il rating ambientale – definito anche rating ESG – rappresenta una attività costante di monitoraggio sul comportamento ambientale di un'impresa o di un ente. È una attività svolta da un soggetto terzo specializzato (le cd. Agenzie di rating ESG) che forniscono al termine dell'analisi una valutazione qualitativa e quantitativa sul grado di esposizione ai fattori di rischio connessi ai criteri ESG. Oltre al giudizio sul rischio ambientale, forniscono anche una valutazione sul potenziale che l'impresa può avere in campo sociale e ambientale.

Questa forma di rating si differenzia dal tradizionale rating di credito in cui il giudizio, formulato sempre da un soggetto terzo e specializzato (le cd. Credit Rating Agencies, dette anche "CRA"), esprime una valutazione sulla solvibilità del debitore, ovvero sulla capacità di rimborsare il debito alla scadenza stabilita. Tramite il rating di credito, le CRA cercano di identificare i possibili eventi futuri delle imprese che possono ostacolare la solvibilità, tenendo conto degli aspetti economici e finanziari delle stesse.

Una differenza sostanziale tra il rating ESG e il rating di credito riguarda la modalità e gli strumenti di analisi adottati per compiere le valutazioni. Relativamente al rating di credito, il giudizio viene formulato esaminando la posizione economica-finanziaria e considerando i dati previsionali e la capacità di rimborso dell'emittente.

Per quanto riguarda il rating ESG, la valutazione viene svolta adottando metriche che considerano i profili di rischi ESG sulla base del settore di appartenenza dell'impresa e sul rischio legato alla localizzazione geografica dell'impresa.

Il presente elaborato si occupa di analizzare il ruolo della sostenibilità, studiando il suo sviluppo nel tempo e approfondendo la necessità di ricorrere al modello sostenibile per garantire la transizione verso un'economia sostenibile. Successivamente esamina il ruolo chiave delle agenzie di rating ESG nella finanza sostenibile, confrontandole con le agenzie di rating tradizionali, allo scopo di valutare le performance ambientali delle aziende e di verificare il contributo delle stesse allo sviluppo sostenibile. Il progetto è suddiviso in tre capitoli:

Nel primo capitolo viene esaminato il concetto di sostenibilità in ogni suo aspetto soffermandosi sulla definizione di "*sviluppo sostenibile*", introdotta all'interno dei quadri legislativi grazie al Rapporto Brundtland, e sul modello trilaterale di sostenibilità (economico, sociale, ambientale). Successivamente si pone l'attenzione al bisogno di ricorrere allo sviluppo sostenibile per contrastare le problematiche che affliggono il mondo, studiando anche l'impatto provocato dall'emergenza Covid-19 non soltanto a livello sanitario ma a livello economico e sociale. Sulla base di tale contesto, viene approfondito il ruolo degli investimenti sostenibili e della finanza come strategia di rilievo per garantire l'evoluzione dei valori economici, sociali ed ambientali. Un ulteriore punto di analisi riguarda l'intervento dell'Unione Europea nella tematica di sostenibilità, studiando le differenti normative e politiche adottate per orientare gli Stati membri dell'Unione Europea verso il modello di crescita sostenibile.

Nel secondo capitolo si valutano le agenzie di rating ESG, in quanto negli ultimi decenni si è riscontrata una pronunciata crescita delle stesse a seguito di un maggiore interesse degli investitori nei confronti delle imprese più attente ai rischi sociali ed ambientali. Tali agenzie costituiscono uno strumento utile per controllare il comportamento ambientale delle imprese e il loro impatto nei confronti delle aziende. Ulteriormente vengono analizzati i principi sostenibili e la modalità con cui le agenzie di rating ESG integrano tali principi durante le procedure di valutazione che essi compiono nei confronti delle aziende, per verificare se esse contribuiscono a diffondere il modello di sviluppo sostenibile. Infine, nell'ultimo paragrafo, viene approfondito il ruolo delle agenzie di rating ESG come attori di mercato che collaborano

alla creazione e alla diffusione di modelli di business sostenibili (SBM – Sustainable Business Model).

Nel terzo capitolo si discute dell'utilizzo degli "indicatori di performance sociale ed ambientale" al fine di misurare e controllare le prestazioni delle imprese affinché rispettino i principi e i rating di sostenibilità. La ricerca di tali indicatori mira a selezionarli e classificarli sulla base delle caratteristiche degli stakeholder di riferimento. Rappresentano uno strumento utile per poter trasmettere al meglio le strategie di sostenibilità ambientale agli investitori.

La seconda parte del capitolo si occupa invece di affrontare le problematiche e le responsabilità che riguardano le agenzie di rating ESG. Nonostante l'incremento delle stesse per monitorare i comportamenti ambientali delle aziende, stanno emergendo delle incertezze causate dalla confusione delle diverse metriche di valutazione che tali agenzie adottano. Ciò comporta incertezza e sfiducia da parte degli investitori e delle imprese.

CAPITOLO I – LA SOSTENIBILITA': L'EVOLUZIONE VERSO UN'ECONOMIA SOSTENIBILE

1.1 IL CONCETTO DI SOSTENIBILITA'

Negli ultimi decenni numerosi eventi affliggono il benessere della popolazione, cui seguono conseguenze drammatiche al sistema economico-sociale del mondo. La povertà, il cambiamento climatico, le discriminazioni sociali, la scarsità di acqua e cibo e la trasmissione di malattie sono alcuni degli avvenimenti che stanno configurando le problematiche globali attuali. Trattasi di sfide da affrontare che richiedono soluzioni celeri e valide, al fine di non incorrere in conseguenze irrimediabili.

In questo contesto il concetto di sostenibilità ha iniziato a diffondersi come approccio risolutivo per attenuare le eventuali ripercussioni a lungo termine. Tuttavia, la ricerca e l'analisi dello sviluppo sostenibile hanno mosso i primi passi nel XVIII secolo con l'intervento dell'economista tedesco Hans Carl Von Carlowitz¹ che, nell'occuparsi del problema di un uso sfrenato del legname utilizzato per le miniere e per la popolazione in costante crescita, elaborò un principio economico nella silvicoltura. Attraverso tale principio, Hans Carl Von Carlowitz raccomandò un uso sostenibile del legname, in cui prevedeva di prendere solamente il legno che mediante un progetto di riforestazione poteva ricrescere. Questo segnò l'inizio della sostenibilità.

Nonostante i primi segnali di interesse nei confronti di tale tematica, negli anni a seguire la scoperta dell'economista tedesco Hans Carl Von Carlowitz il concetto di sostenibilità rimase sottovalutato dai principali attori del mondo politico, sociale ed economico fino agli inizi degli anni Settanta del secolo scorso. Le crescenti problematiche inerenti al rischio di esaurimento delle risorse naturali non rinnovabili e l'inquinamento ambientale hanno richiamato l'attenzione di questi soggetti.

Queste preoccupazioni hanno portato ad un primo intervento nel 1972 da parte dell'Assemblea generale delle Nazioni Unite che, durante una conferenza sull'ambiente umano, ha elaborato la Dichiarazione di principi².

La Dichiarazione di principi rappresenta il primo documento ufficiale in cui viene presentato il tema della sostenibilità. Si focalizza sulla necessità di proteggere le risorse naturali, in special modo l'ambiente in cui l'uomo vive, per garantire condizioni ottimali di vita all'essere umano.

¹ VON CARLOWITZ H.C., *Sylvicultura Oeconomica*, Leipzig, 1713, p. 105.

² UNITED NATIONS ASSEMBLY, *Report of the United Nations Conference on the Human environment*, 1972. <http://www.un-documents.net/aconf48-14r1.pdf>

Il fondamento della Dichiarazione è l'ambiente, poiché raffigura lo sfondo per il benessere attuale e futuro della comunità³.

La pubblicazione di un documento che ponesse attenzione a problematiche scarsamente studiate e trattate in precedenza ha contribuito a rendere più chiaro e comprensibile al mondo le questioni relative alla povertà e al degrado ambientale.

Nel 1983 è stata creata la Commissione Mondiale sull'Ambiente e lo Sviluppo, conosciuta come la Commissione Brundtland, dal nome della presidente della Commissione Gro Harlem Brundtland. Nel 1987 suddetta Commissione ha predisposto e presentato il rapporto "Our common future", denominato anche Rapporto Brundtland⁴. Si tratta di un documento suddiviso in tre capitoli nominati rispettivamente: le preoccupazioni, le sfide e gli impegni. Attraverso il Rapporto Brundtland, la Commissione Mondiale sull'Ambiente e lo Sviluppo ha cercato di mettere in evidenza le difficoltà presenti in precise aree del mondo, come i modelli di produzione e consumo non sostenibili al nord del mondo e la povertà al sud del mondo che provoca disuguaglianze sociali e trasmissione di malattie. Sulla base di tale situazione difficile, il Rapporto Brundtland ha configurato la sostenibilità come strategia cruciale di intervento che cerca di porre sul medesimo piano l'esigenza dello sviluppo economico con l'esigenza della cura dell'ambiente.

In questo contesto emerge per la prima volta la definizione di sviluppo sostenibile. Nel Rapporto Brundtland viene definita come segue: *“Lo sviluppo sostenibile è quello sviluppo che consente alla generazione presente di soddisfare i propri bisogni senza compromettere la possibilità delle generazioni future di soddisfare i propri”*.

Il Rapporto Brundtland ha diffuso un concetto in grado di definire in modo più concreto il tema della sostenibilità, iniziando a mitigare il livello di incertezza creatosi fino a quegli anni⁵. La pubblicazione di questo documento ha innescato una approfondita e continua ricerca dello sviluppo sostenibile, non soltanto da parte dei singoli individui ma anche dalle organizzazioni, quali le istituzioni governative e le grandi aziende. Un concetto che è stato introdotto all'interno delle leggi negli anni a seguire la pubblicazione del documento.

Tuttavia, questo ha rappresentato solamente un primo passo verso l'approccio sostenibile poiché tra gli anni Novanta e Duemila diverse sono state le conferenze fra Stati che hanno

³ ALPA G., *Responsabilità degli amministratori di società e principio di «Sostenibilità»*, Contratto e Impr., 2021, p. 1.

⁴ WORLD COMMISSION ON ENVIRONMENT AND DEVELOPMENT, *The Brundtland Report "Our Common Future"*, 1987. <https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/5987our-common-future.pdf>

⁵ MONDINI G., *Valutazioni di sostenibilità: dal rapporto Brundtland ai Sustainable Development Goal*, Valori e Valutazioni, 2019, p. 129.

portato alla presentazione di numerosi documenti, in cui le nazioni hanno analizzato assieme l'argomento dello sviluppo sostenibile.

Invero nel 1992, alla conferenza ONU sull'Ambiente e lo Sviluppo a Rio de Janeiro, le varie nazioni hanno approvato un piano d'azione globale sullo sviluppo sostenibile, denominato Agenda 21, che ha fissato 27 principi sulla sostenibilità. Questo piano d'azione ha portato alla pubblicazione della Dichiarazione di Rio.

A distanza di un decennio, una nuova conferenza si è tenuta a Johannesburg su decisione dell'Assemblea generale dell'Onu, in cui è stata adottata una nuova Dichiarazione e un Piano d'attuazione.

Questo nuovo atto, denominato Dichiarazione di Johannesburg, ha posto delle riflessioni in merito ai risultati emersi a seguito delle decisioni assunte dieci anni prima durante la conferenza di Rio de Janeiro. Nel corso del summit, svoltosi dal 26 agosto al 4 settembre 2002, si è osservato come la Dichiarazione di Rio del '92 ha contribuito alla diffusione del concetto di sviluppo sostenibile, portando ad una maggiore consapevolezza e responsabilità non soltanto nei confronti dei singoli Stati ma anche degli altri gruppi sociali, quali i giovani, le autorità ed enti locali, i lavoratori e i sindacati, la comunità scientifica, gli agricoltori e l'industria.

Nondimeno sono stati affrontati anche aspetti più critici sulla sostenibilità relativi alle difficoltà riscontrate dai vari paesi nel seguire le indicazioni stabilite. Al fine di incoraggiare gli Stati ad impegnarsi di più, la Dichiarazione di Johannesburg ha ribadito la responsabilità di favorire il dialogo e la collaborazione tra Stati e di rafforzare i tre aspetti fondamentali dello sviluppo sostenibile: sviluppo sociale, sviluppo economico e protezione ambientale.

Ulteriormente, durante la conferenza è stato elaborato anche il Piano di attuazione di Johannesburg che si concentra sul quadro giuridico istituzionale e sulle modalità di attuazione della sostenibilità⁶. Nello stesso anno, il Summit Mondiale sulla Sostenibilità Ambientale tenutosi in Sud Africa ha messo in evidenza le varie dimensioni della sostenibilità, evidenziando non solamente la protezione nei confronti dell'ambiente e dello sviluppo economico ma anche l'aspetto dello sviluppo sociale.

Nel 2012, l'Assemblea generale dell'Onu ha deciso nuovamente di svolgere un'altra conferenza mondiale sullo sviluppo sostenibile, denominata "Rio +20" perché si è tenuta a vent'anni di distanza dalla conferenza di Rio de Janeiro del 1992.

⁶ TAMBURELLI G., *La conferenza di Johannesburg sullo sviluppo sostenibile*, Ambiente e sviluppo, 2003, pp. 1, 2 e 3.

Uno dei propositi del summit riguardava il maggior sforzo che le istituzioni governative dovevano compiere in merito alla diffusione dello sviluppo sostenibile e alla successiva verifica di attuazione degli obiettivi prefissati nell'ultimo ventennio.

La conferenza di Rio +20 ha racchiuso quanto definito in precedenza dalle varie dichiarazioni e ha ribadito di *“sradicare la povertà, cambiando i modelli insostenibili e promuovendo quelli sostenibili di consumo e produzione, e proteggendo e gestendo le risorse naturali alla base dello sviluppo economico e sociale”*. Con tale affermazione ha introdotto un nuovo elemento mai considerato prima: la green economy. È uno strumento che permette di poter raggiungere l'obiettivo di sostenibilità attraverso la ricerca e le valutazioni delle tre dimensioni: economica, ambientale e sociale⁷.

Tre anni dopo il summit di “Rio +20”, l'Assemblea generale Onu ha fissato una nuova conferenza a New York per l'adozione della Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile.

L'Agenda 2030 rappresenta un programma utile per le persone e per l'ambiente. Attraverso tale programma, le Nazioni Unite hanno individuato 17 obiettivi di sostenibilità, definiti Sustainable Development Goals (SDG), i quali illustrano le dimensioni dello sviluppo sostenibile. Questi 17 obiettivi mirano a contrastare alcune delle problematiche globali: l'inquinamento globale, la carenza di cibo ed acqua, la trasmissione di malattie, la povertà e le disuguaglianze sociali. Si tratta di obiettivi comuni, legati tra loro, che fanno rinvio alla multidimensionalità della sviluppo sostenibile⁸.

Dall'Agenda 2030 stipulata durante il summit per lo sviluppo sostenibile svolto a New York nel 2015, si desume come i paesi si sono focalizzati sulle diverse dimensioni della sostenibilità in maniera omogenea, dando la stessa importanza ad ogni ambito per non creare ulteriori disuguaglianze.

Le conferenze internazionali eseguite negli ultimi decenni hanno contribuito ad accrescere l'attenzione per questa tematica, non solamente nei confronti degli Stati ma anche delle imprese e dei singoli individui.

Nonostante l'impegno delle istituzioni governative che attraverso le pubblicazioni delle varie dichiarazioni con i rispettivi piani di attuazione si sono impegnate a far conoscere la tematica a livello globale, ancora oggi il concetto di sviluppo sostenibile rimane indecifrabile. Molto spesso tale termine viene confuso o non correttamente interpretato.

⁷ FERRERO E., *Lo sviluppo sostenibile tra etica e diritto*, Ambiente e sviluppo, 2021, p. 3.

⁸ MONDINI G., *Valutazioni di sostenibilità: dal rapporto Brundtland ai Sustainable Development Goal*, Valori e Valutazioni, 2019, p. 130.

Nel linguaggio comune viene associato ai termini quali ambiente, cambiamento climatico, biodiversità ed ecologia, tralasciando gli altri ambiti multidimensionali del concetto (economico, sociale e politico).

Con il Rapporto Brundtland è stata definita la locuzione “sustainable development”, tradotta in italiano “sviluppo sostenibile”, che nasce come conseguenza di un compromesso tra due linee di pensiero contrastanti: da un lato uno schieramento con una visione semplice e selvaggia della natura che sogna il ritorno “al giardino dell’Eden” e dell’altro lato uno schieramento incline all’idea di sviluppo senza confini, ma con l’unico obiettivo di realizzare profitti a breve termine⁹.

È essenziale fornire un significato preciso, chiaro, semplice e comune per tutti, ossia eguale per tutti i paesi, al fine di non indurre alla confusione. Un concetto che necessita di essere trasformato per diventare accessibile alla popolazione comune, in particolari nei paesi più poveri dove si rileva un’elevata presenza di analfabetismo.

Pertanto, al fine di risolvere il problema della indecifrabilità del concetto di sviluppo sostenibile è necessario analizzare e approfondire le sue multi-dimensioni.

Ogni dimensione presenta degli obiettivi precisi: sociale (eliminare le disuguaglianze sociali, creare coesione sociale e identità culturale); ambientale (ridurre l’inquinamento ambientale, fronteggiare il problema della scarsità di cibo, biodiversità); economica (uso razionale ed efficiente delle risorse). Questi tre ambiti sono fortemente correlati tra loro, quindi considerare solo due dimensioni può condurre ad una visione ristretta e conservatrice dello sviluppo sostenibile.

Per quanto concerne la *sostenibilità sociale*, fa espresso richiamo alla *equità sociale* tra individui e gruppi e pone come obiettivo una equa distribuzione dei benefici dell’essere umano, quali la salute, l’istruzione e la sicurezza, cercando di garantire un accesso ai servizi eguale a tutta la popolazione. Ciò per evitare il nascere di situazioni che possono creare ulteriori disuguaglianze sociali tra i soggetti. La direzione che si sta cercando di adottare negli anni più recenti è di sviluppare una *equità infragenerazionale* e una *equità intergenerazionale*. La prima tipologia di equità mira ad assicurare un uguale accesso alle risorse per gli abitanti del pianeta, mentre la seconda cerca di garantire la possibilità di sviluppo non soltanto per le generazioni attuali ma anche per le generazioni future. Tuttavia, l’idea di realizzare una etica sociale attenta alla tematica della sostenibilità richiede un processo lungo e faticoso.

⁹ ROBASTO G., *Un po' di chiarezza sullo sviluppo "sostenibile"*, Ambiente e sviluppo, 1995, p. 1.

La *sostenibilità economica* invece punta a coordinare il capitale economico con quello umano e naturale, al fine di sottolineare l'importanza di porre dei limiti alla crescita economica per impedire un uso sfrenato e irrazionale delle risorse non rinnovabili.

La *sostenibilità ambientale* si dirige sulle problematiche ambientali attuali più importanti, come la biodiversità e il cambiamento climatico. L'azione umana condiziona fortemente l'ambiente, poiché porta alla formazione di disequilibri naturali. Dunque, questa dimensione della sostenibilità mira a diffondere il compito di utilizzare in modo consapevole le risorse naturali al fine di ridurre gli sprechi, in quanto la natura non è una fonte inesauribile¹⁰.

L'analisi delle tre dimensioni principali dello sviluppo sostenibile serve per far capire, in particolare ai cittadini e alle imprese, che serve una maggiore coscienza e conoscenza da parte di tutti affinché i cambiamenti si realizzino.

Fondamentale è la partecipazione dei paesi in via di sviluppo per evolvere la multidimensionalità dello sviluppo sostenibile. Tuttora, a seguito dei recenti problemi di carattere socioeconomico causati dalla emergenza Covid-19, questo compito non risulta tra le priorità.

Il ruolo delle imprese nell'adottare un approccio basato non soltanto sulla massimizzazione del profitto ma fondato anche su principi e valori guida orientati allo sviluppo sostenibile è essenziale. Esse sono i soggetti chiave tra gli attori di mercato che possono contribuire alla diffusione del concetto di sostenibilità, in quanto sviluppano valori e strategie che colpiscono in modo diretto la società di oggi e del futuro.

Lo sviluppo sostenibile è in continua mutazione grazie alle diverse ricerche e analisi compiute in campo economico. Tali studi hanno portato alla nascita di un archetipo di business. Un esempio è delineato dal modello *sustainable corporation*, definito anche modello delle "Tre P" (Planet, Profit e People).

Attraverso questo archetipo è possibile valutare la sostenibilità di un'impresa, perché verifica se i profitti realizzati dalla stessa rispettano i vincoli ambientali e il benessere della popolazione. Planet, Profit e People rappresentano le tre dimensioni a fondamento del concetto dello sviluppo sostenibile. Le ricerche compiute per la creazione del modello *sustainable corporation* basato sulle "Tre P" hanno posto come pilastri fondanti dello stesso le multi-dimensioni della sostenibilità: sostenibilità ambientale, sostenibilità economica e sostenibilità sociale.

Si può osservare come la dimensione Profit sia legata alla sostenibilità economica, in quanto il fine dell'azienda di realizzare ricchezza deve essere collegato all'obiettivo di utilizzare tale

¹⁰ SILVESTRI M., *Sviluppo sostenibile: un problema di definizione*, Gentes, 2015, pp. 217 e 218.

profitto per creare nuovi posti di lavoro, remunerare il personale e, in particolare, impiegare in maniera responsabile le risorse non rinnovabili.

La dimensione People è correlata alla sostenibilità sociale. All'obiettivo dell'impresa di produrre beni e servizi per ottenere profitti, la dimensione People pone l'attenzione su come l'impresa, per realizzare il suo obiettivo, deve allo stesso tempo assicurare tutela e sicurezza sul luogo di lavoro per i dipendenti e rispettare le richieste degli altri stakeholder (consumatori, investitori, clienti, fornitori).

La dimensione Planet si allaccia alla sostenibilità ambientale. Questa dimensione pone invece l'attenzione sui processi di produzione dei beni e servizi che l'impresa adotta. Si riferisce al fatto che l'impresa deve sempre valutare le conseguenze delle procedure che utilizza e dei beni e servizi che offre.

Un'impresa che adotta il modello delle "Tre P" si presenta come un'impresa in grado di realizzare i propri profitti, di remunerare in modo soddisfacente gli azionisti e di rispondere alle richieste degli stakeholder interni ed esterni dell'impresa nel rispetto delle tre multi-dimensioni (sociale, ambientale ed economico)¹¹.

Questo prototipo di azienda rispecchia l'impresa sostenibile che pone sullo stesso piano la redditività, l'ambiente e il benessere dell'individuo e della collettività.

Visto il crescente consenso negli ultimi anni nei confronti delle politiche sostenibili, le imprese stanno acquistando maggiore consapevolezza in merito a questa tematica. Esse sono disposte a investire nel modello delle "Tre P" approcciandosi alla sostenibilità e a promuovere la stessa al fine di ottimizzare la propria reputazione. Questa nuova concezione di impresa ha sviluppato un ulteriore termine nel lessico della sostenibilità: la responsabilità sociale d'impresa.

Tra le diverse definizioni di responsabilità sociale, quella più condivisa è contenuta nel Libro Verde¹² pubblicato dalla Commissione Europea nel 2001, nei termini di *"integrazione volontaria delle preoccupazioni sociali ed ecologiche delle imprese nelle loro operazioni commerciali e nei rapporti con le parti interessate. Essere socialmente responsabili significa non solo soddisfare pienamente gli obblighi giuridici applicabili ma anche andare al di là, investendo di "più" nel capitale umano, nell'ambiente e nei rapporti con le parti interessate"*. Sulla base di questa definizione, l'impresa per assumere un comportamento responsabile deve considerare le problematiche sociali e ambientali nello svolgimento delle proprie operazioni.

¹¹ SIANO A., *La comunicazione per la sostenibilità nel management delle imprese*, Sinergia, Rivista di studi e ricerche, 2012, pp. 5, 6, 7 e 8.

¹² COMMISSIONE EUROPEA, *Il libro verde*, 2001.

[https://www.europarl.europa.eu/meetdocs/committees/deve/20020122/com\(2001\)366_it.pdf](https://www.europarl.europa.eu/meetdocs/committees/deve/20020122/com(2001)366_it.pdf)

Ad oggi questo comportamento è maggiormente integrato nelle imprese di grandi dimensioni, a seguito dell'emanazione di normative in cui impongono alle stesse di accogliere una visione sostenibile nelle loro operazioni.

Le disposizioni rivolte alle grandi imprese operano a discapito delle piccole e medie imprese, perché queste ultime non dispongono di una conoscenza approfondita legata alla sostenibilità e conseguentemente presentano un comportamento ostile nell'accettare una visione imprenditoriale improntata su un'economia sostenibile. Ciò ha portato alla nascita delle imprese *coesive* e delle imprese *scettiche*.

Le imprese coesive sono quelle che adottano la sostenibilità nella cultura dell'azienda, e manifestano comportamenti responsabili nei confronti dei propri stakeholders e della comunità in cui esse operano. Le imprese scettiche sono quelle che ignorano i temi della sostenibilità. Esse svolgono qualche intervento raro per rispondere alle esigenze dei propri portatori di interesse e si dimostrano caute nel ricorrere verso comportamenti socialmente responsabili¹³.

Dall'analisi compiuta sul termine di sviluppo sostenibile, si può evincere che la definizione più dinamica prescinde dalla convinzione che l'equilibrio tra la tutela dell'ambiente, l'equità sociale e lo sviluppo economico possa migliorare le condizioni di vita degli essere umani ed evitare l'impiego di modelli di sviluppo non sostenibili. Lo studio di questa nozione, esaminata nelle sue specifiche dimensioni (ambientale, sociale ed economico), vuole evidenziare come lo sviluppo sostenibile deve essere garantito alle generazioni presenti e alle generazioni future offrendogli uguali opportunità.

Attraverso questi precetti e gli approfondimenti contenuti nelle diverse Dichiarazioni e Piani d'Azione redatti durante le conferenze compiute nel corso degli anni, è possibile desumere che per poter adottare un approccio sostenibile nelle attività quotidiane dell'uomo fondamentale è la partecipazione di tutti i soggetti (cittadino, imprese, enti locali ecc.), in quanto essi giocano un ruolo chiave nell'equilibrio sociale, ambientale ed economico presente e futuro.

¹³ MARCHEGIANI L., *Piccole e medie imprese societarie con scopo lucrativo e responsabilità sociale. Spunti per una riflessione*, Rivista delle società, 2020, pp. 1489, 1490, 1491, 1492 e 1494.

1.2 ESIGENZA DI UNO SVILUPPO SOSTENIBILE

Negli ultimi tempi, diversi sono i fatti verificati che hanno destabilizzato e aggravato le problematiche inerenti al clima, la povertà e le discriminazioni sociali.

Tra i principali fatti vi è l'emergenza Covid-19 che ha aumentato l'instabilità economica, ambientale e sociale del mondo, accrescendo il divario tra i ricchi e i poveri e provocando la peggiore contrazione globale dopo la Grande Depressione.

Con la pandemia è diventata lampante la necessità di fronteggiare tutte le problematiche che minano la salute della popolazione mondiale.

Secondo delle stime svolte dalle Nazioni Unite, l'attacco pandemico provocherà nei prossimi anni circa 60 milioni di nuovi poveri, considerando che già 4 miliardi di persone sono prive di protezioni sociali. Inoltre, l'aumento del numero di persone povere potrebbe verificarsi anche nei paesi più avanzati. Tutto ciò annullerà i progressi compiuti finora¹⁴.

Il periodo di arresto globale provocato dal lockdown ha ulteriormente danneggiato il processo di lenta uscita dalla crisi finanziaria del 2008. Questo provocherà altri effetti negativi come l'aumento della disoccupazione e la chiusura di diverse piccole e medie imprese.

Tra le conseguenze della pandemia si aggiungono gli effetti dei cambiamenti climatici, i quali delineano un continuo innalzamento delle temperature provocando gravi fenomeni naturali (siccità, incendi, inondazioni e uragani).

Malgrado la situazione che stiamo vivendo, il desiderio di normalità ha dato una scossa alla popolazione, in particolare al mondo imprenditoriale, nel fronteggiare tali minacce ricercando nuove soluzioni volte all'attuazione di politiche economiche in grado di equilibrare gli interessi di produttività con la tutela dell'ambiente e la salvaguardia dei diritti fondamentali della persona¹⁵.

Sulla base di tali azioni mosse dalle imprese e dai singoli individui, risultano necessarie delle strategie politiche che non siano limitate da vincoli di bilancio e che, allo stesso tempo, non danneggino i valori fondamentali dell'uomo. Trattasi di scelte in linea con il principio di sviluppo sostenibile, atte a garantire l'equilibrio tra la sostenibilità sociale, la sostenibilità ambientale e la sostenibilità economica.

L'idea di porre a fondamento di tale scelta la sostenibilità, risponde all'esigenza di valorizzare il capitale umano e ambientale per mettere sullo stesso piano tutti gli interessi.

¹⁴ FAIELLA I. e NATOLI F., *Il COVID-19 ha infettato la transizione verde*, Energia, pp. 16, 17, 18, 21 e 22.

¹⁵ CAPRIGLIONE F., *Il dopo covid-19: esigenza di uno sviluppo sostenibile*, Nuova Giur. Civ., 2020, pp. 1, 2 e 3.

Per adottare strategie innovative orientate allo sviluppo sostenibile è indispensabile provvedere a dei criteri che disciplinano i comportamenti orientati alla crescita.

Con l'emergenza Covid-19 si diffuse inizialmente la convinzione che la crisi distogliesse lo sguardo dalle problematiche relative al clima e alle disuguaglianze sociali. Fortunatamente si è verificato l'effetto contrario. Durante la pandemia è accresciuto il senso di responsabilità nei confronti di tale tematiche, in special modo da parte della popolazione giovanile, e ciò ha originato una cultura contrapposta agli effetti di quelle politiche che, allo scopo di incrementare i profitti, non considerano i bisogni della popolazione.

In tal senso sembrano disposti i paesi europei che, in presenza di nuove modifiche alla spesa pubblica per indirizzarla verso una visione ampia che consideri le dinamiche sostenibili, stanno accogliendo i comportamenti che risultino in linea con gli obiettivi del Green Deal Europeo (o Patto Verde Europeo).

Tra le possibili soluzioni per uscire dalla crisi causata dal Covid-19 che ha diffuso insicurezza e destabilizzato i risparmi delle famiglie e il fatturato delle imprese, gli investimenti sostenibili rappresentano un ruolo chiave per raggiungere tale obiettivo.

Allo scopo di lanciare un'economia basata sulla sostenibilità, le istituzioni governative d'Europa stanno predisponendo dei programmi che consentono di accedere a nuove risorse (monetarie e non) per investire nel capitale umano e nell'ambiente.

Nell'ambito degli investimenti sostenibili emerge la *finanza sostenibile* che integra i criteri ESG (Environmental, Social and Governance), ossia i principi ambientali, sociali e di governance nelle procedure di investimento.

Nelle decisioni di investimento, i criteri ESG permettono di esaminare i dati finanziari, ambientali, sociali e di governance della proposta e di valutare i possibili rischi derivanti.

Tuttavia, le imprese, le banche, le istituzioni governative e la comunità per dare esecuzione al processo di transizione verso un'economia sostenibile devono assimilare questi criteri nelle loro decisioni quotidiane. Ad esempio, le imprese nel perseguire lo scopo di massimizzazione del profitto devono tenere in considerazione i fattori ESG mentre effettuano le decisioni di investimento, cioè devono svolgere le valutazioni finanziarie assieme alle valutazioni ambientali, sociali e di governance. Questi criteri presentano diversi benefici, in quanto da un lato permettono agli investitori di individuare i rischi di lungo periodo nelle loro decisioni, mentre dall'altro lato stimolano le imprese a adottare strategie d'azienda migliori¹⁶.

¹⁶ CAPRIGLIONE F., *Il dopo covid-19: esigenza di uno sviluppo sostenibile*, Nuova Giur. Civ., 2020, pp. 7 e 8.

Di conseguenza per poter utilizzare i fattori ESG, essenziali sono le disposizioni legislative nazionali ed europee che trasmettono le nozioni e le informazioni più importanti agli attori di mercato per far conoscere la tematica al fine di evitare di agire in modo errato.

In merito si evidenzia il Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 (nominato Regolamento Disclosure) che ha definito i fattori ESG nel seguente modo: *“le problematiche ambientali, sociali e concernenti il personale, il rispetto dei diritti umani e le questioni relative alla lotta alla corruzione attiva e passiva”*.

Il medesimo Regolamento ha delineato ugualmente i concetti di investimento sostenibile e rischio sostenibile. Secondo tale disposizione europea rientrano tra gli investimenti sostenibili quelli che *“contribuiscono ad un obiettivo ambientale (in termini di uso dell’energia, energie rinnovabili, materie prime, acqua e territorio, produzione di rifiuti, emissioni di gas a effetto serra e di impatto sulla biodiversità e sull’economia circolare) o che contribuiscono ad un obiettivo sociale (ad esempio lotta alla disuguaglianza, promozione della coesione sociale, dell’integrazione sociale e dei rapporti di lavoro)”*. Per quanto concerne il rischio di sostenibilità, tale normativa europea lo ha qualificato come *“un evento o una condizione di tipo ambientale, sociale o di governance che, se si verifica, potrebbe provocare un significativo impatto negativo effettivo o potenziale sul valore dell’investimento”*.

Come per i criteri ESG, ulteriori disposizioni europee sono intervenute negli ultimi anni per disciplinare la sostenibilità in ogni suo aspetto, con l’obiettivo di individuare ed eliminare le lacune in materia. In particolare, l’Unione Europea sta cercando di armonizzare la tematica per rimuovere maggiormente le disuguaglianze tra i diversi Stati e creare una tassonomia comune sulla sostenibilità, nonché degli investimenti sostenibili per perseguire le finalità stabilite a livello europeo e a livello internazionale durante le conferenze fissate dall’Assemblea generale dell’Onu. Svolgono un ruolo principale per l’adozione di decisioni improntate sullo sviluppo sostenibile gli intermediari finanziari, in quanto agiscono in qualità di “promotori delle informazioni” nei confronti degli attori di mercato. Lo shock causato dal Covid-19 ha dato vita ad una nuova funzione della finanza, dove la prospettiva della stessa non si fonde unicamente sulla rimozione delle asimmetrie distributive presenti nell’economia reale, ma su finalità incentrate sulla crescita delle società con uno “sguardo sostenibile”. Questa versione aggiornata della finanza, conosciuta comunemente finanza sostenibile, non dispone però di un chiarimento come per il termine sviluppo sostenibile, il quale viene definito già alla fine degli anni Ottanta nel Rapporto Brundtland¹⁷.

¹⁷ LINCiano N., CAFIERO E., CIAVARELLA A., DI STEFANO G., LEVANTINI E., MOLLO G., NOCELLA S., SANTAMARIA R., TAVERNA M., *La finanza per lo sviluppo sostenibile. Tendenze, questioni in corso e*

Nonostante l'Onu e le istituzioni governative degli Stati non riconoscono esplicitamente l'importanza della finanza con un'ottica incentrata sulla sostenibilità, identificano negli investimenti un elemento chiave per favorire un'economia sostenibile.

Nel conferire un compito basilare agli investitori istituzionali nella crescita dello sviluppo sostenibile sono state modificate le normative regolanti le attività di investimento. Infatti, il quadro giuridico della disciplina della gestione del risparmio e d'impresa ha subito dei cambiamenti per indurre gli investitori a decidere sulla base di un'ottica orientata alla sostenibilità. Quando alla fine del secolo scorso i temi sociali ed ambientali hanno iniziato ad essere trattati a livello globale, il loro successivo inserimento nelle politiche di investimento è stato caratterizzato dall'assenza di doveri giuridici in merito.

All'inizio del secolo scorso invece, l'introduzione di diversi codici di autoregolamentazione hanno esortato gli investitori istituzionali a perseguire non solo lo scopo di profitto nel lungo periodo ma di integrare i fattori sociali, ambientali e di governance nelle attività di investimento. A configurare tale situazione sono stati i *Principles for Responsible Investment* (PRI) introdotti nel 2006 dalle Nazioni Unite con l'obiettivo di trasmettere i criteri ESG agli investitori e di utilizzarli durante le diverse fasi di analisi finanziaria degli investimenti¹⁸.

Tramite i codici di autoregolamentazione, la concezione del valore sostenibile si è diffusa con maggiore facilità nei processi di investimento.

Dunque, gli investitori istituzionali (banche, società assicurative, gestori di fondi di investimento o fondi pensione, società di gestione del risparmio), secondo la Direttiva 2017/828/UE recepita in Italia con il d.lgs. n. 49/2019, devono adottare e sviluppare delle politiche nell'ambito delle loro attività atte ad oltrepassare la visione di un investimento a breve periodo, per promuovere quelli con valori a medio-lungo termine che integrano i fattori ESG e forniscono informazioni relative alle scelte compiute. In merito l'art. 3 octies, comma 1°, della Direttiva 2017/828/UE precisa che *“Gli investitori istituzionali e i gestori di attivi sviluppano e comunicano al pubblico una politica di impegno che descriva le modalità con cui integrano l'impegno degli azionisti nella loro strategia di investimento. La politica descrive le modalità con cui monitorano le società partecipate su questioni rilevanti, compresi la strategia, i risultati finanziari e non finanziari nonché i rischi, la struttura del capitale, l'impatto sociale e ambientale e il governo societario, dialogano con le società partecipate, esercitano i diritti di*

prospettive alla luce dell'evoluzione del quadro regolamentare dell'Unione europea, Finanza Sostenibile, 2021, p. 14.

¹⁸ LINCiano N., CAFIERO E., CIAVARELLA A., DI STEFANO G., LEVANTINI E., MOLLO G., NOCELLA S., SANTAMARIA R., TAVERNA M., *La finanza per lo sviluppo sostenibile. Tendenze, questioni in corso e prospettive alla luce dell'evoluzione del quadro regolamentare dell'Unione europea*, Finanza Sostenibile, 2021, pp. 42 e 43.

voto e altri diritti connessi alle azioni, collaborano con altri azionisti, comunicano con i pertinenti portatori di interesse delle società partecipate e gestiscono gli attuali e potenziali conflitti di interesse in relazione al loro impegno”.

A livello europeo diverse sono le normative che negli ultimi anni sono state introdotte per regolamentare l'attività di investimento, allo scopo di convincere gli investitori istituzionali a adottare una prospettiva che tenga in considerazione non soltanto le tematiche economiche, anche le tematiche ambientali e sociali.

In seguito, i criteri ESG hanno cominciato a estendersi anche nei confronti di un'altra categoria di investitori, ossia gli investitori non istituzionali comunemente nominati investitori retail. La crescita di questa categoria di investitori, i quali spesso non possiedono l'esperienza, la conoscenza e la competenza che invece dispongono gli investitori istituzionali, si rileva particolarmente nella classe dei giovani. Questi ultimi dimostrano una crescente attrazione nei confronti delle problematiche ambientali, sociali e di governance.

Nonostante gli investitori retail non fruiscono di tutte le conoscenze inerenti, l'istruzione rappresenta un elemento chiave al fine di disporre delle competenze necessarie per operare un investimento. Ciò si sta verificando in ambito della sostenibilità, in cui l'interessamento alle problematiche riguardanti il clima, la scarsità di cibo e le disuguaglianze sociali hanno scosso la popolazione giovanile stimolandola ad individuare delle soluzioni.

Ulteriore motivo dell'interessamento degli investitori retail risiede nei profili finanziari degli investimenti sostenibili. Diversi autori sostengono che questi investimenti portano ad ottenere una performance superiore rispetto agli investimenti tradizionali¹⁹. Al contrario altri autori affermano invece che gli investitori propensi a considerare la sostenibilità nelle loro decisioni, accettano di pagare commissioni più elevate allo scopo di ridurre il rischio d'investimento, ottenendo performance più basse rispetto a quelle derivanti da un investimento in un fondo che non segue i criteri ESG²⁰.

La bassa conoscenza degli investitori retail legata alla materia dello sviluppo sostenibile rappresenta una difficoltà che limita la progressione verso un'economia sostenibile. Questa situazione può favorire, in presenza di asimmetrie informative, la diffusione del fenomeno *greenwashing* (definito ecologismo di facciata). A fronte di tale circostanza svolgono un ruolo

¹⁹ BAUER R. e SMEETS P., *Social identification and investment decisions*, Journal of Economic Behavior and Organization 117, 2015, pp. 125, 126 e 127.

²⁰ RIEDL A. e SMEETS P., *Why Do Investors Hold Socially Responsible Mutual Funds?*, Journal of Finance, 2017, pp. 2510, 2511 e 2512.

sostanziale i consulenti finanziari, i quali hanno il compito di colmare le asimmetrie informative presenti.

I consulenti finanziari, nei confronti di questa categoria di investitori, svolgono l'incarico di fornire tutte le indicazioni necessarie per far accrescere l'interesse nei prodotti ESG. Tuttavia, accade spesso che i consulenti finanziari non propongono di investire in tali prodotti, in quanto non dispongono di conoscenze inerenti al prodotto stesso, ovvero di informazioni poco dettagliate. Pertanto, non distinguendo le caratteristiche dell'investimento ritengono che non sia adeguato al cliente ostile al rischio²¹.

Affinché i consulenti finanziari forniscano, durante lo svolgimento della rispettiva attività di consulenza, corrette indicazioni agli investitori, sono necessari dei corsi di formazione sulle tematiche ESG che preparino in modo competente tali soggetti per consentirgli di offrire prodotti legati alla sostenibilità.

Diversi sono gli interventi richiesti per rimuovere queste inefficienze. In merito la Commissione Europea sta operando su questo fronte, attraverso la predisposizione di informative specifiche per gli investitori (istituzionali e non) e i consulenti finanziari in conformità al Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 (Regolamento Disclosure). Mediante questo atto legislativo, la Commissione Europea sottolinea l'importanza di transigere verso un'economia sostenibile *“a basse emissioni di carbonio, più sostenibile, efficiente in termini di risorse e circolare”* e precisa che tali soggetti devono conformarsi al Regolamento in esame allo scopo di integrare i rischi di sostenibilità e i criteri ESG durante le procedure di investimento. Nondimeno si evidenzia come pur rispettando la disposizione europea volta a rimuovere le asimmetrie informative tra investitori e consulenti finanziari, a volte si adottano a livello nazionale diverse misure per la trasmissione di dati e informazioni a causa della mancanza di norme europee armonizzate che disciplinano uniformemente l'informativa sulla sostenibilità.

Si può evincere che la transizione dalla finanza tradizionale alla finanza sostenibile è un passaggio che presenta varie complessità. Sulla base delle ricerche condotte negli anni dalle istituzioni pubbliche e private, le difficoltà principali derivano dalla mancanza di comunicazione tra imprese, consulenti finanziari e investitori e, in particolare, dalla assenza di una classificazione tra i prodotti e le attività sostenibili. In merito a quest'ultimo punto, l'Unione Europea è intervenuta con il Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento Europeo e del

²¹ LINCiano N., CAFIERO E., CIAVARELLA A., DI STEFANO G., LEVANTINI E., MOLLO G., NOCELLA S., SANTAMARIA R., TAVERNA M., *La finanza per lo sviluppo sostenibile. Tendenze, questioni in corso e prospettive alla luce dell'evoluzione del quadro regolamentare dell'Unione europea*, Finanza Sostenibile, 2021, pp. 48 e 49.

Consiglio del 18 giugno 2020 che ha introdotto la tassonomia delle attività sostenibili sulla base degli obiettivi ambientali dell'UE. Tali obiettivi sono regolati all'art. 9 del Regolamento sulla Tassonomia dell'UE e sono i seguenti:

- Mitigazione del cambiamento climatico;
- Adattamento al cambiamento climatico;
- Uso sostenibile e protezione delle risorse idriche e marine;
- Transizione verso l'economia circolare;
- Prevenzione e riduzione dell'inquinamento;
- Protezione della biodiversità e della salute degli ecosistemi.

La possibilità di classificare le attività sostenibili permette di fornire agli attori di mercato una maggiore chiarezza sull'argomento. Mediante la tassonomia, le istituzioni pubbliche possono orientare le proprie politiche verso una economia che identifichi lo sviluppo sostenibile. Per quanto concerne le imprese, esse possono specificare le proprie politiche d'azienda adottando una visione volta ad allinearsi alla sostenibilità e alla soddisfazione dei bisogni dei vari stakeholders. Per gli investitori istituzionali e non istituzionali invece possono integrare i criteri ESG nelle politiche di investimento e identificare in quali attività o prodotti investire le proprie risorse. Attraverso il Regolamento sulla Tassonomia, l'Unione Europea ha elaborato un sistema di classificazione basato su dati scientifici in grado distinguere le attività economiche sostenibili da quelle che non seguono i criteri ESG e di fornire protezione contro la pratica del greenwashing.

La considerazione dei fattori ambientali, sociali e di governance (ESG – Environmental, Social and Governance) nella finanza consente di favorire la trasformazione verso una economia incentrata sullo sviluppo sostenibile. Gli investimenti per essere riconosciuti sostenibili devono inserire nel relativo processo decisionale i criteri ESG. Così facendo risulterebbe chiaro agli attori di mercato quali tra i prodotti o tra le attività economiche sono favorevoli al conseguimento delle finalità di governance, sociali e ambientali. Precisare un investimento sostenibile come strumento di intervento per affrontare le numerose problematiche che affliggono la nostra quotidianità, facilita l'accesso al mercato internazionale dei capitali.

Per il conseguimento degli obiettivi posti dall'Unione Europea e previsti all'art. 9 del Regolamento (UE) 2020/852 sono richiesti investimenti ingenti. Si rileva che la maggior parte dei flussi finanziari devono provenire dal settore privato a causa delle difficoltà del settore pubblico nel sostenere investimenti così considerevoli. In tal modo si indirizzano i flussi

finanziari dei privati verso le attività economiche improntate sulla sostenibilità. Tuttavia, il settore privato richiede chiarezza e semplicità nel definire il “quadro della finanza sostenibile”, al fine di operare al meglio nei processi decisionali di investimento.

In tale circostanza l’Unione Europea è intervenuta predisponendo un gruppo di soggetti esperti di alto livello sulla finanza sostenibile (High-Level Experts Group on Sustainable Finance – HLEG) con il compito di elaborare una strategia d’unione in merito allo sviluppo sostenibile e agli investimenti sostenibili. Il gruppo ha formulato una relazione finale²² in cui ha evidenziato due requisiti fondamentali per istituire un sistema finanziario europeo basato sui fattori ESG. Tali requisiti sono:

- 1) contributo della finanza alla crescita dello sviluppo sostenibile;
- 2) integrare i fattori ambientali, sociali e di governance nelle decisioni di investimento.

In aggiunta alle diverse raccomandazioni presenti nella relazione, il gruppo consiglia alle istituzioni europee di specificare quali sono le caratteristiche affinché una attività economica si consideri sostenibile. La relazione elaborata dal gruppo HLEG ha permesso alla Commissione Europea di individuare ed esaminare gli aspetti su cui elaborare un programma per migliorare il ruolo del sistema finanziario in ambito sostenibile a livello europeo.

Un ulteriore elemento introdotto dall’Unione Europea per delineare il “quadro della finanza sostenibile” riguarda il regime obbligatorio di informativa per gli istituti finanziari e non finanziari. Questo regime stabilisce di comunicare agli investitori tutte le informazioni fondamentali per indurli a compiere decisioni di investimenti sostenibili. In merito la Commissione Europea ha emanato il Regolamento delegato della Commissione che integra il Regolamento (UE) 2020/852 in cui specifica quali informazioni devono essere comunicate dalle imprese.

Altro elemento cardine nel “quadro della finanza sostenibile” sono gli strumenti di investimento. Trattasi di strumenti (indici di riferimento, norme e marchi) rivolti agli operatori di mercato finanziario (società, consulenti finanziari e investitori) il cui compito consiste nell’identificazione e nell’analisi di soluzioni di investimento sostenibili.

I numerosi interventi delle istituzioni europee per garantire la transizione verso un’economia allineata alla crescita sostenibile sono dovuti dall’interesse limitato avuto per diversi anni dal settore finanziario. L’idea di conciliare il mondo finanziario con la sostenibilità coinvolgeva solamente gli investitori con fini etici e filantropici. Negli ultimi anni la situazione si è evoluta

²² HLEG, *Final Report*, 2018. https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/180131-sustainable-finance-final-report_en.pdf.

e l'Accordo di Parigi costituisce un esempio di questa nuova visione. Grazie all'Accordo di Parigi stipulato nel 2015 tra gli Stati membri della Convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici (UNFCCC) è stato riconosciuto a livello internazionale l'incarico essenziale del mondo finanziario sullo sviluppo sostenibile.

Il percorso di transizione dell'economia reale verso la sostenibilità si realizza in un contesto caratterizzato da forti problematiche, aggravate ulteriormente dall'attacco pandemico verificatosi a inizio 2020. Nonostante l'Unione Europea recentemente abbia intensificato l'attività di regolamentazione, sono necessari ancora molti sforzi per mitigare i cambiamenti climatici, le disuguaglianze sociali, la trasmissione di malattie e la mancanza di cibo. I percorsi impiegati dagli operatori economici per seguire una economia sostenibile possono risultare differenti, ma devono ugualmente rispettare gli obiettivi della sostenibilità ambientale, sociale e di governance fissati dall'UE.

La scossa provocata dal Covid-19 nel 2020 ha destabilizzato gli equilibri economici, sociali e ambientali a livello mondiale. A fronte di questa situazione, l'intervento della finanza sostenibile costituisce una innovazione rilevante per porre il sistema finanziario a disposizione del benessere della collettività. In questo ambito l'Unione Europea ha dimostrato di essere leader internazionale nella normativa della finanza sostenibile.

Ridisegnare una nuova economia improntata sui valori ambientali, etici e sociali consente di trasformare la crisi attuale in una opportunità di progresso, contrastando gli effetti dei cambiamenti climatici sulla temperatura e sulla biodiversità e rilanciando la crescita verso percorsi orientati alla sostenibilità.

1.3 L'INTERVENTO DELL'UNIONE EUROPEA

Dall'inizio del nuovo secolo è accresciuto l'interesse per una nuova economia circolare e sostenibile che soddisfi i bisogni della generazioni presenti e future e affronti le problematiche inerenti al clima e alla povertà, creando nuove occupazioni ed effettuando investimenti per garantire una crescita globale sostenibile. Numerosi sono stati gli interventi compiuti a livello internazionale attraverso le Conferenze delle Nazioni Unite e a livello europeo tramite l'emanazione di nuove norme e Piani d'Azione.

Le operazioni di maggior rilievo compiute dalle Nazioni Unite riguardano l'adozione dell'Accordo di Parigi nel 2015 e l'introduzione dell'Agenda 2030. L'Agenda 2030 delle Nazioni Unite, sottoscritta il 25 settembre 2015 da 193 paesi, si fonda su 17 obiettivi di sostenibilità (Sustainable Development Goals – SDG) e 169 sotto-obiettivi ad essi associati da raggiungere in ambito sociale, ambientale ed economico entro il 2030. Tali obiettivi rappresentano le tre dimensioni della sostenibilità (ambientale, sociale ed economica) e cercano di contrastare la povertà, la fame, assicurare il benessere e l'istruzione, ridurre le disuguaglianze, accedere a fonti di energia rinnovabile e creare una società che rispetti i diritti umani²³. Si tratta di un programma che si pone l'obiettivo di assicurare benessere alla popolazione mondiale, protezione all'ambiente e garanzia dello sviluppo economico.

L'Accordo di Parigi, firmato nel dicembre 2015 da 195 paesi, costituisce un trattato internazionale sul clima mondiale. Mediante questo accordo i diversi stati si sono posti il fine di ridurre il riscaldamento globale ad un valore inferiore di 2°C rispetto ai livelli preindustriali. L'Accordo di Parigi rappresenta un pilastro del processo di cambiamento climatico perché riunisce tutte le nazioni a raggiungere un obiettivo comune.

A livello europeo sono stati attuati diversi interventi negli ultimi dieci anni dove la sostenibilità è stata posta al centro di numerosi progetti. Le azioni che la Commissione Europea sta elaborando sono volte a perseguire i 17 obiettivi di sviluppo sostenibile (OSS) fissati nell'Agenda 2030 e a rispettare le condizioni stipulate nell'Accordo di Parigi per ridurre il riscaldamento globale. Inoltre, l'organo esecutivo dell'UE sta definendo il documento "Verso un'Europa sostenibile entro il 2030" per individuare le migliori prassi da adottare allo scopo di attuare gli OSS. Al fine di assicurare competitività nel lungo periodo per l'economia, l'Unione Europea sta adottando delle misure in grado di garantire la transizione verso un'economia più sostenibile.

²³ MONDINI G., *Valutazioni di sostenibilità: dal rapporto Brundtland ai Sustainable Development Goal*, Valori e Valutazioni, 2019, pp. 130 e 131.

Le strategie attuate finora dall'UE hanno dimostrato la sua leadership a livello mondiale nel perseguire gli incarichi prestabiliti negli interventi delle Nazioni Unite. Dalla presentazione nel 2001 della Comunicazione della Commissione per il Consiglio Europeo di Göteborg della strategia per lo sviluppo sostenibile²⁴ e le relative modifiche effettuate nel 2006 e nel 2009, e successivamente nel 2010 con la realizzazione della strategia "Europa 2020" che stabiliva cinque misure (occupazione, ricerca e innovazione, istruzione, povertà, cambiamento climatico) da rispettare per garantire una crescita inclusiva e sostenibile, l'UE si è impegnata a diffondere il valore della sostenibilità tra i paesi membri dell'Unione.

I provvedimenti promossi dalle istituzioni governative mondiali fino ad oggi sono stati fondamentali per mitigare le conseguenze relative all'esaurimento delle risorse e gli effetti del cambiamento climatico. In questa circostanza il settore finanziario si presenta come una possibile soluzione per lenire tali conseguenze. Infatti, già nel 1992 è stato instaurato un partenariato tra il settore della finanza e il Programma delle Nazioni Unite per l'ambiente con il compito di incentivare gli investimenti ecosostenibili. Dalla introduzione del partenariato instaurato nel 1992 fino oggigiorno è stato difficile diffondere l'idea alle imprese, ai consulenti finanziari e agli investitori di effettuare decisioni di investimento considerando gli aspetti ambientali e sociali. Il motivo di tale incertezza deriva dai rischi che possono verificarsi in un tempo più lungo rispetto ai rischi derivanti da investimenti a breve termine che non perseguono i criteri ESG.

Dunque, essenziali sono stati gli interventi compiuti dall'Unione Europea e dalle altre istituzioni internazionali nel fare comprendere a questi soggetti l'importanza di orientare il capitale privato in investimenti sostenibili. Un eventuale inerzia da parte delle istituzioni governative e degli altri attori di mercato potrebbero far aumentare i rischi finanziari, in quanto un ritardo nella gestione della situazione attuale potrebbe costare molto in termini monetari nel prossimo futuro.

A intervenire per diffondere la strategia europea focalizzata sullo sviluppo sostenibile e sulla finanza sostenibile è stato il gruppo di esperti di alto livello sulla finanza sostenibile (HLEG). Tramite il report finale²⁵ da loro redatto e pubblicato nel 2018 hanno evidenziato l'importanza di valorizzare la finanza sostenibile attraverso otto raccomandazioni:

²⁴ COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione Sviluppo sostenibile in Europa per un mondo migliore: strategia dell'Unione europea per lo sviluppo sostenibile (Proposta della Commissione per il Consiglio europeo di Göteborg)*, 2001.

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52001DC0264&from=IT>

²⁵ HLEG, *Final Report*, 2018. https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/180131-sustainable-finance-final-report_en.pdf.

1. *Sviluppare una tassonomia comune in ambito di finanza sostenibile allo scopo di classificare i prodotti e le operazioni finanziarie considerate sostenibili;*
2. *Includere i criteri ESG e l'orizzonte temporale di lungo periodo nel definire i doveri fiduciari degli investitori istituzionali al fine di agire nell'interesse del beneficiario;*
3. *Rendere funzionale ed efficiente il sistema di regole per la rendicontazione delle attività non finanziarie delle imprese;*
4. *Promuovere una maggiore consapevolezza dei cittadini e dei risparmiatori europei in materia di finanza sostenibile. L'obiettivo è di incoraggiare la conoscenza dei criteri ESG per fornire informazioni corrette.*
5. *Introdurre standard e certificazione di qualità per i prodotti SRI;*
6. *Istituire il SIE (Sustainable Infrastructure Europe) per stimolare gli investimenti in infrastrutture sostenibili;*
7. *Promuovere una riforma dei sistemi di governo delle società finanziarie;*
8. *Includere i criteri Esg nei mandati delle autorità di vigilanza europee che vigilano sul funzionamento dei mercati finanziari.*

Le raccomandazioni formulate nel report finale dal gruppo HLEG hanno costituito la base per la redazione del Piano d'Azione²⁶ pubblicato a marzo 2018 dalla Commissione Europea. Si tratta di piano istituito per attuare l'Accordo di Parigi e l'Agenda 2030 in cui viene presentata la strategia per la creazione di un sistema finanziario che aderisca ai vari programmi europei per lo sviluppo sostenibile. Tramite questo documento l'UE cerca di promuovere maggiore trasparenza e stabilità del sistema finanziario.

I motivi alla base dell'impegno assunto dall'Europa nel creare un piano con regole diverse risiede nell'esigenza di ricorrere all'economia sostenibile per ridurre l'impatto ambientale.

Il Piano d'azione ha delineato tre obiettivi da perseguire allo scopo di collegare il settore finanziario ai bisogni dell'economia. Gli obiettivi proposti sono:

- Ridefinire i flussi di capitale verso un'economia circolare e sostenibile: questo obiettivo mira ad eliminare il divario verificatosi negli ultimi anni tra gli investimenti nei diversi settori (trasporto, energia, infrastrutture);

²⁶ COMMISSIONE EUROPEA, *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*, 2018. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0097&from=IT>

- Gestire i rischi finanziari causati dai cambiamenti climatici, disuguaglianze sociali e impoverimento delle risorse: integrare i criteri ESG nelle scelte di investimento aiuta a limitare l'impatto dei rischi finanziari;
- Promozione della trasparenza e della visione a lungo termine dell'attività economica finanziaria: fondamentale è la trasparenza delle attività economiche per il funzionamento del sistema finanziario. È un requisito che facilita gli investitori a scegliere opportunamente l'investimento.

La strategia definita nel Piano d'Azione sviluppata in tre obiettivi definisce dieci azioni che i paesi membri dell'UE devono realizzare per dare esecuzione al piano stesso. Nella *prima azione*, la Commissione Europea propone di elaborare un “*sistema di classificazione UE per le attività sostenibili*” al fine di diffondere maggiore chiarezza sulle attività che possono essere considerate sostenibili. Tuttavia, la Commissione Europea consiglia di proseguire in modo graduale nel definire quali attività rientrano in tale classificazione, a causa delle difficoltà tecniche nella formulazione di suddetto sistema. Nella *seconda azione*, la Commissione Europea prevede di “*creare norme e marchi per i prodotti finanziari verdi*” utili per consentire un migliore accesso al mercato finanziario sostenibile per gli investitori che ricercano tali prodotti.

Nella *terza azione*, la Commissione Europea prescrive di “*incentivare gli investimenti sostenibili*” sviluppando nuovi progetti che integrano i fattori ESG, in particolare per le infrastrutture in quanto secondo una ricerca condotta dall'OCSE (Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico) esse facilitano le emissioni di gas serra per circa il 60%.

La *quarta azione* consiste nella “*integrazione della sostenibilità nella consulenza finanziaria*”. Con tale misura la Commissione Europea vuole inserire la sostenibilità durante l'attività di consulenza svolta dagli intermediari finanziari per indirizzare al meglio i clienti nelle loro scelte di investimento. Nella *quinta azione* prevista dal piano, la Commissione Europea stabilisce di “*individuare degli indici di riferimento in materia di sostenibilità*” necessari agli investitori per misurare le prestazioni delle attività ecosostenibili. Inoltre, la Commissione Europea precisa che tali indici devono risultare trasparenti per non inficiare l'affidabilità degli stessi e contribuire al fenomeno del greenwashing. Con la *sesta azione*, la Commissione Europea stabilisce di “*includere la sostenibilità nei rating e nelle ricerche di mercato*” poiché negli anni è accresciuta l'importanza del ruolo delle agenzie di rating e dei providers di dati. Tali soggetti nel valutare le prestazioni sostenibili delle imprese contribuiscono ad assegnare il capitale in

modo efficiente verso attività ecosostenibili e a migliorare la trasmissione delle informazioni agli investitori.

Attraverso la *settima azione*, la Commissione Europea chiarisce gli “*obblighi degli investitori istituzionali e dei gestori di attività*” affinché essi integrino nei loro processi decisionali di investimento i principi ambientali, sociali e di governance e aumentino la trasparenza nei confronti degli investitori finali rispetto al modo in cui utilizzano tali principi nelle decisioni di investimento.

Nella *ottava azione*, la Commissione Europea stabilisce di “*inserire la sostenibilità nei requisiti prudenziali*” allo scopo di introdurre i principi sostenibili nel regolamento prudenziale degli investimenti. Per quanto riguarda la *nona azione*, la Commissione Europea propone di “*accrescere la comunicazione in materia di sostenibilità e la regolamentazione contabile*” per comunicare le questioni attinenti alla sostenibilità agli attori di mercato interessati a realizzare valore a lungo termine negli investimenti ecosostenibili. L’*ultima azione* del piano invece mira a “*promuovere un governo societario sostenibile e attenuare la visione a breve termine nei mercati dei capitali*” in quanto l’UE ritiene che i governi societari delle imprese possano contribuire in modo efficiente alla evoluzione della economia sostenibile²⁷.

L’impostazione alla base del Piano d’Azione del 2018 si riferisce alla crescita sostenibile che i paesi membri dell’UE devono perseguire, specificando attraverso le dieci azioni l’impegno che ciascun attore della società deve assumere per contribuire al raggiungimento degli obiettivi prefissati. Con il Piano d’Azione, l’Europa ha sottolineato il contributo fondamentale che il settore finanziario può dare nel perseguire gli obiettivi ambientali e sociali, ma ha precisato la necessità d’aiuto di altri soggetti, quali gli organismi di vigilanza, i paesi membri e le istituzioni governative internazionali per la promozione e la realizzazione del cambiamento verso la sostenibilità. L’attuazione del presente Piano d’Azione e la conseguente verifica dell’esecuzione dei tre obiettivi richiede una cooperazione tra i diversi attori di mercato che contribuiscono alla crescita sostenibile.

Successivamente alla pubblicazione del Piano d’Azione, la Commissione Europea ha agito nuovamente con la pubblicazione di nuovi regolamenti:

- *Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo all’istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili*, COM (2018) 353/978670, 24 maggio 2018;

²⁷ SIRI M. e ZHU S., *L’integrazione della sostenibilità nel sistema europeo di protezione degli investitori*, Banca Impresa Società, 2020, pp. 6 e 7.

- *Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo all'informativa relativa agli investimenti sostenibili e ai rischi per la sostenibilità e che modifica la direttiva, (UE) 2016/2341, COM (2018) 354/978576, 24 maggio 2018;*
- *Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica il Regolamento (UE) 2016/2011 relativo ai parametri di riferimento a basse emissioni di carbonio e ai parametri di impatto positivi sul carbonio, COM (2018) 355/978587, 24 maggio 2018*

Con la pubblicazione delle proposte di regolamento, la Commissione Europea ha inteso rafforzare ulteriormente la trasformazione dell'economia circolare e sostenibile ponendo i criteri ESG al centro del sistema finanziario. L'obiettivo principale di tali proposte consiste nel collocare le considerazioni ambientali, sociali e di governance nei processi interni di consulenza svolti dagli intermediari finanziari e di informare i clienti su ogni aspetto dell'investimento sostenibile, al fine di indurli nella corretta decisione. Altresì le proposte di regolamento indicano quali sono i criteri comuni per definire una attività ecosostenibile. Questa precisione permette di aiutare gli investitori a individuare gli investimenti sostenibili e agevolare l'accesso al mercato internazionale dei capitali per questa nuova categoria di investimenti.

A fronte delle proposte pubblicate dalla Commissione Europea, il Consiglio dell'UE e il Parlamento UE sono intervenuti sottoscrivendo un accordo politico in cui hanno predisposto il testo finale del Regolamento che istituisce il quadro per facilitare gli investimenti sostenibili e successivamente, in relazione alla ultime due proposte, hanno emanato il Regolamento (EU) 2019/2088 del 27 novembre 2019 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore finanziario e il Regolamento (UE) 2019/2089 del 27 novembre 2019 che modifica il Regolamento (UE) 2016/1011 riguardante gli indici di riferimento UE di transizione climatica.

Tra i vari interventi, l'organo esecutivo dell'UE ha incaricato un gruppo di esperti - composto da 35 tecnici con oltre 100 specialisti sulla finanza sostenibile, denominati TEG (Technical Expert Group on Sustainable Finance) - a collaborare nella applicazione del Piano d'Azione, a fornire delle raccomandazioni riguardanti le nuove normative sulla finanza sostenibile e a individuare le attività economiche in grado di raggiungere l'obiettivo di emissione zero entro il 2050. Il gruppo TEG ha aiutato la Commissione Europea analizzando le seguenti tematiche:

- Sistema di classificazione europeo per determinare se un'attività sia ecosostenibile;
- Certificazione di qualità europea per le obbligazioni verdi (Green Bond Standard);
- Criteri per individuare i benchmark europei climatici allo scopo di ridurre il fenomeno del greenwashing;

- Linee guida sulla rendicontazione delle imprese legate al cambiamento climatico.

Al termine dei lavori il gruppo ha pubblicato tre rapporti finali - la relazione sulla tassonomia dell'UE, le relazioni sui Green Bond Standard e la relazione finale sulla metodologia dei benchmark climatici – utili alla Commissione Europea per formulare l'atto delegato relativo agli aspetti climatici UE.

A seguito della pandemia, il gruppo TEG ha dichiarato che la tassonomia sostenibile, il green bond standard e i benchmark climatici possono aiutare a indirizzare i programmi pubblici e privati per il risanamento della crisi economica e sociale innescata dal Covid-19²⁸.

Infine, un'altra iniziativa proposta dalla Commissione Europea riguarda il Green Deal europeo²⁹. Si tratta di una strategia volta a modificare l'Europa in una nuova società, basata su una economia sostenibile, circolare e competitiva. Ciò richiede numerosi interventi in diversi settori economici, quali l'agricoltura, l'energia, i trasporti e in particolare il settore finanziario. Tuttavia, il Patto Verde europeo specifica che la transizione verso una società eticamente sostenibile richiede di porre particolare attenzione nei confronti dei cittadini e delle imprese, in quanto le modifiche porteranno dei cambiamenti radicali. La partecipazione attiva di tali soggetti risulterà un elemento chiave affinché le politiche economiche possano operare correttamente. Allo scopo di rafforzare la fiducia nei confronti dei propri cittadini e delle imprese, l'UE sta sfruttando la sua posizione di leader mondiale in ambito dello sviluppo sostenibile.

Per poter attuare le politiche del Green Deal europeo, l'UE sta cercando di coinvolgere i paesi confinanti a seguire un percorso sostenibile assieme, poiché le problematiche relative al cambiamento climatico, la scarsità di acqua e cibo e disuguaglianze tra ricchi e poveri hanno una dimensione mondiale.

Con il Green Deal europeo, la Commissione Europea intende attuare l'Agenda 2030 e gli OSS (obiettivi di sviluppo sostenibile) delle Nazioni Unite. In tal modo cerca di porre la sostenibilità e il benessere presente e futuro della popolazione al primo posto nelle politiche economiche.

Dunque, risulta essenziale la cooperazione tra la Commissione Europea e gli Stati membri nel mettere in pratica le numerose politiche elaborate per attuare la transizione verso una economia sostenibile, in quanto essi devono garantire la corretta applicazione delle stesse. Infatti, il

²⁸ SIRI M. e ZHU S., *L'integrazione della sostenibilità nel sistema europeo di protezione degli investitori*, Banca Impresa Società, 2020, pp. 8 e 9.

²⁹ COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione Della Commissione Al Parlamento Europeo, Al Consiglio, Al Comitato Economico E Sociale Europeo E Al Comitato Delle Regioni, Il Green Deal europeo*, 2019. <https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri>

riesame di tali politiche è importante per valutare la situazione specifica nei vari Stati membri. In merito, la Commissione Europea ha predisposto un programma d'azione che introduce un meccanismo di controllo per evitare che gli Stati membri non rispettino gli obiettivi ambientali e sociali stipulati.

Oltre a ciò, essa deve assicurare la disponibilità degli strumenti di pianificazione per il Green Deal europeo, in modo che gli Stati membri attraverso i loro piani nazionali garantiscano l'attuazione della politica comune. Grazie al *semestre europeo* la Commissione Europea si assicurerà se, effettivamente, gli Stati membri parteciperanno attivamente a perseguire gli scopi fissati dai numerosi interventi legislativi europei.

Le complesse strategie realizzate dalla Commissione Europea hanno richiesto una salda collaborazione con le Autorità Europee di Vigilanza – *European Supervisory Authorities “ESA”*, ossia EBA (European Banking Authority), ESMA (European Securities and Markets Authority, e EIOPA (European Insurance and Occupational Pensions Authority) - e il gruppo TEG.

La collaborazione con le Autorità Europee di Vigilanza deriva dall'incarico che essi svolgono in ambito finanziario. EBA, ESMA e EIOPA sono le tre Autorità di Vigilanza dell'eurozona che si occupano di vigilare, rispettivamente, il settore bancario, il settore dei mercati finanziari e il settore delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali. Tali Autorità di Vigilanza, assieme all'organismo di vigilanza macroprudenziale ESRB (European Systemic Risk Board) che individua e previene il rischio sistematico, costituiscono il Sistema di Vigilanza Finanziaria Europea (SEVIF) istituito nel 2010. Alle tre Autorità di Vigilanza dell'eurozona è stato assegnato l'incarico di armonizzare le pratiche di vigilanza allo scopo di allinearle alle normative europee³⁰. L'obiettivo generale che ha portato a istituire queste Autorità di Vigilanza emerge dal bisogno di garantire stabilità ed efficacia del sistema finanziario in ambito europeo. EBA, ESMA e EIOPA sono state introdotte, rispettivamente, dal Regolamento (UE) n. 1093/2010, dal Regolamento (UE) n. 1094/2010 e dal Regolamento (UE) n. 1095/2010.

Dunque, la Commissione Europea richiede la collaborazione delle Autorità Europee di Vigilanza, poiché il loro contributo può rivelarsi un elemento chiave per la trasformazione del sistema finanziario verso un nuovo concetto di finanza e per l'attuazione del Patto Verde europeo.

Il Green Deal europeo rappresenta una rinnovata strategia della finanza sostenibile e di crescita dell'Unione Europea. Trattasi di un accordo che aiuta la trasformazione verso una nuova società

³⁰ POLITI F., *La vigilanza della BCE nelle dinamiche fra istituzioni europee e nei rapporti fra Unione Europea e Stati membri*, Diritto pubblico comparato ed europeo, 2018, 4, pp. 1041, 1042 e 1043.

eticamente sostenibile, capace di affrontare i cambiamenti legati al clima e alle altre problematiche attuali che affliggono il mondo.

Al tempo stesso l'Unione Europea si sta occupando di un'altra questione rilevante relativa al tema dello sviluppo sostenibile e del sistema finanziario improntato sulla sostenibilità, ossia la mancanza di educazione finanziaria e di conoscenza dei principi sostenibili. Secondo una ricerca condotta nel 2009 dal Gruppo di esperti in Educazione Finanziaria, la scarsa alfabetizzazione inerente alla finanza e alla crescita sostenibile ha aggravato gli effetti provocati dalla crisi finanziaria verificatasi nel 2008 in Europa.

Ciononostante, differenti iniziative sono state elaborate a livello europeo e internazionale per fronteggiare tale problematica. In ambito internazionale, l'OCSE (Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico) ha pubblicato una indagine condotta in circa 30 paesi in cui ha dimostrato che circa il 60% della popolazione dispone delle conoscenze minime per comprendere i principi della finanza. Tale ricerca ha aiutato a comprendere come sia importante l'educazione dei cittadini nelle questioni finanziarie e nei fondamenti dell'economia sostenibile. Questo ha permesso di attribuire all'educazione finanziaria un ruolo fondamentale per conseguire i Sustainable Development Goals.

In ambito europeo invece, sono stati assegnati diversi incarichi alle Autorità Europee di Vigilanza allo scopo di formulare delle azioni di intervento per diffondere l'alfabetizzazione finanziaria. È intervenuto nella questione anche il gruppo HLEG affermando l'esigenza di coinvolgere maggiormente i cittadini rispetto alle tematiche di sostenibilità. Nel report finale che il gruppo ha redatto, sono descritte delle raccomandazioni alla Commissione Europea da seguire: supportare gli Stati membri nel promuovere la finanza sostenibile; agevolare l'accesso alle informative sulla sostenibilità e sulla finanza sostenibile; introdurre delle linee guida per facilitare il coinvolgimento dei cittadini.

Dare ai cittadini un adeguato livello di conoscenza in ambito finanziario e sostenibile permette di offrire loro dei benefici in termini di reddito, e di consentire contemporaneamente benefici anche per l'economia stessa. Inoltre, l'educazione finanziaria aiuta gli investitori nei processi decisionali ad individuare l'investimento sostenibile migliore.

Secondo la Commissione Europea, il raggiungimento di una buona educazione finanziaria fornisce la possibilità di realizzare gli obiettivi previsti nelle varie strategie europee³¹.

L'educazione finanziaria può consentire una buona protezione per i consumatori, in quanto aiuta a ridurre le asimmetrie informative presenti tra gli stessi e gli intermediari finanziari.

³¹ SIRI M. e ZHU S., *EU Investor*, Dictionary of Statuses within EU Law, 2019, p. 215

Tuttavia, un aspetto da considerare riguarda la facilità con cui al giorno d'oggi si riescono ad ottenere informazioni relative alla finanza sostenibile grazie alla digitalizzazione e molto spesso queste informazioni risultano speculative.

Questi errori derivano da fattori quali la scarsa attenzione alle fonti delle informazioni, alla propensione di dare maggiore importanza alle notizie che confermano opinioni tradizionali, nonché a sopravvalutare le proprie conoscenze. Pertanto, la diffusione di errate informazioni e il classico metodo di insegnamento dell'educazione finanziaria possono condurre gli investitori alla scelta di investimenti sostenibili poco efficaci.

Quanto analizzato evidenzia la necessità di adottare un metodo per l'insegnamento dell'educazione finanziaria sostenibile che prenda in considerazione anche i fattori distorsivi sopra elencati.

Il bisogno di dare rilievo alla formazione della finanza sostenibile per la popolazione globale rappresenta un'esigenza in costante crescita negli ultimi vent'anni causata da diverse fattispecie, ossia dalla maggiore responsabilità acquisita dalle famiglie per quanto concerne il finanziamento dell'assistenza sanitaria, dalle nuove riforme pensionistiche che inducono a individuare forme di deposito di ricchezza per la pensione e dalla crescente domanda di acquisto di prodotti previdenziali e assicurativi a seguito di un aumento delle quote di risparmio³².

Il tema dello sviluppo sostenibile ha influenzato le politiche internazionali ed europee, diventando nel corso del tempo tra i principali argomenti da trattare. Numerosi sono gli interventi eseguiti finora per affrontare le sfide ambientali e per garantire una ragionevole introduzione del valore di un'economia sostenibile sui settori tradizionali, attraverso il coordinamento verticale dei livelli territoriali di governo e il coordinamento orizzontale delle politiche economiche che vengono adottate dalle istituzioni governative.

In ambito europeo, i recenti interventi relativi all'introduzione del Piano d'Azione e del Green Deal europeo (o Patto Verde europeo) raffigurano non solamente l'impegno dell'UE nel passaggio verso una economia improntata sulla sostenibilità, ma l'esigenza di riformulare il ruolo fondamentale dei poteri pubblici.

Dall'analisi compiuta sul contributo della finanza sostenibile emerge la consapevolezza della necessità di una forte cooperazione tra le istituzioni governative e gli altri attori di mercato per l'attuazione degli obiettivi stabiliti dai programmi internazionali ed europei orientati verso percorsi sostenibili. Questa esigenza deriva anche dagli effetti provocati dalla pandemia che ha

³² TRIFILIDIS M., *L'educazione finanziaria: le iniziative a livello internazionale*, Consumatori, diritti e mercato, 2009, pp. 58 e 59.

colpito il mondo intero e ha compromesso la crescita economica, sociale e ambientale. Per questa ragione gli investimenti sostenibili hanno assunto un ruolo chiave dopo il Covid-19, perché possono contribuire ad attenuare la crisi attuale e ad individuare un'uscita dalla stessa.

L'Unione Europea ha dimostrato forte sensibilità in questa tematica, in particolare nell'ultimo decennio, consapevole della difficile sfida da affrontare per realizzare i cambiamenti per tutelare i principi ambientali, sociali e di governance. Le azioni compiute dalle istituzioni europee sono volte ad offrire maggiore chiarezza sui doveri in capo ai consulenti finanziari, agli investitori, alle istituzioni nazionali, alle imprese e ai cittadini al fine di guidarli verso una nuova economia improntata sui criteri ESG.

Il Piano d'Azione e il Green Deal Europeo rappresentano l'impegno assunto dall'Unione Europea nel passaggio verso un sistema economico sostenibile, seguendo contemporaneamente gli obiettivi fissati a livello internazionale dall'Agenzia 2030 per lo Sviluppo Sostenibile delle Nazioni Unite e dall'Accordo di Parigi del 2016.

CAPITOLO II - IL RATING AMBIENTALE PER PROMUOVERE LO SVILUPPO SOSTENIBILE

2.1 L'IMPATTO DELLE AGENZIE DI RATING ESG

Gli interventi compiuti in ambito internazionale ed europeo per promuovere la sostenibilità e orientare i principali attori di mercato verso investimenti sostenibili sono stati intrapresi allo scopo di favorire la transizione verso un'economia a zero emissioni.

L'aggravarsi delle condizioni ambientali, sociali ed economiche e il bisogno di una nuova economia improntata sullo sviluppo sostenibile richiedono un cambiamento rapido da parte di governi, imprese, intermediari finanziari e investitori, affinché la transizione climatica raffiguri una opportunità di investimento.

Il ricorso agli investimenti sostenibili costituisce una concreta soluzione per affrontare gli attuali effetti derivanti dai rischi ambientali e sociali. In tale contesto emerge con rilevanza il ruolo chiave delle imprese. Esse dispongono non soltanto di una posizione significativa nel mercato, ma anche di una forte influenza in ambito sociale, in quanto operano a contatto con numerosi stakeholders (clienti, fornitori, dipendenti, finanziatori e comunità locale relativamente al luogo dove l'azienda opera).

La necessità riscontrata nel primo capitolo di ridisegnare una economia capace di integrare e coordinare le questioni ambientali e sociali allo sviluppo economico rappresenta una alternativa valida per trasformare l'attuale crisi, aggravata dalla pandemia nel 2020, in una opportunità di progresso. Il senso di responsabilità verso le tematiche sostenibili, accresciuto nell'ultimo decennio, ha spinto le imprese a riconoscere le problematiche attuali e a considerare gli investimenti sostenibili una buona occasione di crescita.

Tuttavia, l'adozione dei nuovi investimenti sostenibili ha comportato diversi ostacoli per le imprese durante la fase di attuazione dei criteri ESG nelle strategie interne inerenti alle loro attività. Per tale ragione, l'Unione Europea negli anni più recenti è intervenuta con numerose politiche rivolte alle imprese, allo scopo di dare loro un forte impulso verso una cultura sostenibile. Queste politiche hanno promosso una revisione del ruolo delle aziende in termini di compiti da realizzare per integrare nelle strategie aziendali i criteri ESG. Ciò ha portato alla diffusione del principio di responsabilità sociale d'impresa in cui le aziende hanno iniziato ad applicare una visione prospettica con finalità non solo economiche, ma ambientali e sociali utili per definire le questioni relative alla gestione imprenditoriale.

Le diverse norme europee in vigore sulla finanza sostenibile e la maggiore consapevolezza acquisita sulla sostenibilità dagli stakeholders hanno aumentato la responsabilità che le imprese

devono assumere nell'integrare i rischi ESG nelle scelte produttive dell'azienda. Esse devono conciliare i risultati economici con i risultati connessi allo sviluppo sostenibile, prendendo in considerazione anche i bisogni derivanti dai portatori d'interesse dell'azienda. Tuttavia, è richiesta una maggiore trasparenza e condivisione delle azioni che compiono in ambito sostenibile.

Questa circostanza ha portato allo sviluppo delle agenzie di rating ESG, le quali eseguono una attività di controllo sul comportamento ambientale delle imprese mediante l'utilizzo di propri strumenti di ricerca. In poco tempo tali soggetti hanno acquisito una funzione chiave nel settore della finanza sostenibile, diventando un punto di riferimento per molte aziende.

Il mercato del rating ambientale è cresciuto rapidamente nell'ultimo decennio, grazie alla sua funzione di monitorare le performance ambientali e sociali di un'azienda. Trattasi di un procedimento utile per verificare se l'impresa adotta efficacemente nelle proprie decisioni di gestione i fattori ESG a fondamento dei propri interventi.

Il rating ambientale (o etico) indirizza gli investitori istituzionali e i consulenti finanziari nella giusta direzione per individuare l'investimento sostenibile più opportuno. L'attività di rating etico viene svolta da soggetti esterni specializzati in tema di finanza sostenibile. Questi soggetti sono le agenzie di rating ESG. Sono agenzie qualificate nella raccolta dati e informazioni e successivamente, attraverso propri strumenti di monitoraggio, esaminano gli aspetti di sostenibilità nell'attività svolta dall'emittente. Al termine dell'analisi forniscono un giudizio sintetico qualitativo e quantitativo che certifica se l'emittente abbia integrato la sostenibilità ambientale, sociale ed economica nelle strategie operative. Inoltre, il giudizio finale presenta un'ulteriore valutazione sulle capacità dell'emittente in campo sostenibile.

Il rating ambientale consente alle imprese, mediante il giudizio sintetico, di individuare la loro posizione sul mercato per confrontarsi con le altre imprese che operano nel medesimo settore e comparare le migliori soluzioni ambientali, e di raffrontare negli anni i giudizi sintetici per individuare nuove migliorie³³.

Le principali fasi per lo svolgimento del rating ambientale sono:

- Raccolta dati e documentazione dal soggetto in esame;
- Identificazione delle aree di rischio e delle potenzialità ambientali dell'emittente;
- Valutazione delle aree di rischio e delle potenzialità ambientali dell'emittente;
- Verifica dei risultati emersi dall'analisi dei rischi e delle potenzialità;

³³ RIGHI S., *Il rating ambientale: uno strumento al servizio della sostenibilità*, Ambiente e Sviluppo, 2007, pp. 1 e 2.

- Svolgimento del rating, ossia individuazione del valore sintetico da attribuire all'emittente;
- Classificazione dell'emittente nella scala di valori per il conseguente confronto con gli altri soggetti operanti nello stesso settore.

Tuttavia, il rating ambientale è un procedimento che non è rivolto soltanto alle imprese ma anche ad altri soggetti, i quali possono essere interessati a controllare le performance ambientali e sociali delle proprie attività. Tali soggetti corrispondono a banche, assicurazioni, pubblica amministrazione e altri enti ed istituzioni.

Durante lo svolgimento della procedura di controllo, gli ambiti esaminati per individuare le possibili aree di rischio o potenzialità inerenti alle strategie gestionali dell'emittente riguardano la sfera ambientale, la sfera sociale e la sfera governance.

Nella prima sfera, le agenzie di rating ESG valutano gli ambiti relativi alla riduzione delle emissioni di gas serra, al buon utilizzo delle risorse naturali e alla promozione delle fonti di energia rinnovabile. Per quanto concerne la seconda sfera, gli ambiti considerati sono le relazioni con i propri dipendenti, la sicurezza dell'ambiente di lavoro, la tutela dei diritti umani e l'erogazione di servizi primari necessari per soddisfare i bisogni delle classi sociali più deboli. Nella sfera governance, le agenzie di rating ESG analizzano invece gli ambiti relativi alle finalità, ai compiti e alle politiche di composizione del Consiglio di Amministrazione e alle politiche di remunerazione del top management connesso ai principi sostenibili.

Per la corretta esecuzione delle principali fasi di rating etico risulta molto importante la procedura di raccolta dati dal soggetto in esame. L'informazione costituisce per l'iter operativo una variabile determinante, poiché i dati raccolti e utilizzati condizionano in modo rilevante i risultati del procedimento. Le fonti delle informazioni ambientali provengono prevalentemente dalle imprese rispetto agli altri soggetti che possono usufruire del rating etico, grazie al bilancio d'impresa e ai report periodici sui criteri ESG che devono redigere³⁴. Tuttavia, questa fase presenta delle criticità a causa delle differenze presenti tra le grandi imprese e le piccole e medie imprese. In merito, le imprese di grande dimensione presentano degli obblighi normativi non previsti per le imprese di piccola e media dimensione, in quanto sulla base del d.lgs. n. 254/2016 attuativo della direttiva 2014/95/UE esse devono redigere un documento in cui comunicano le informazioni di carattere non finanziario³⁵.

³⁴ RIGHI S., *Il rating ambientale: uno strumento al servizio della sostenibilità*, Ambiente e Sviluppo, 2007, p. 3.

³⁵ MARCHEGIANI L., *Piccole e medie imprese societarie con scopo lucrativo e responsabilità sociale. Spunti per una riflessione*, Rivista delle società, 2020, 5-6, pp. 1491 e 1492.

Oltre alla differenza normativa, si riscontrano altre problematiche nelle fasi di raccolta delle informazioni delle piccole e medie imprese, perché esse non dispongono di conoscenze e competenze specifiche per esibire i dati ambientali e sociali in appositi report.

Per mitigare queste problematiche, le agenzie di rating ESG hanno ampliato nel corso degli anni le proprie ricerche sull'acquisizione di dati utilizzando altre fonti informative. Per analizzare i rischi ESG delle imprese, le agenzie individuano le informazioni effettuando sopralluoghi in azienda, interviste agli esperti del settore, oppure consultando gli studi geologici e idrogeologici condotti nelle comunità locali, i dati ISTAT e i benchmark settoriali e territoriali.

Fondamentale è la trasparenza delle informazioni che le agenzie di rating ESG acquisiscono. Dati e notizie falsificate e inesatte non corrispondenti alla realtà dell'impresa possono contribuire ad accrescere le asimmetrie informative tra l'impresa e l'agenzia, e inficiare il risultato dell'analisi. Questo è dovuto dalla difficoltà per le agenzie di verificare la veridicità e l'affidabilità della documentazione e dei dati a disposizione.

Tale trasparenza deve essere presente anche dal lato delle agenzie quando, nello svolgimento del procedimento di rating ambientale, utilizzano metriche di valutazione alternative. L'impresa che decide di sottoporsi al rating ambientale dovrebbe disporre di chiare informazioni inerenti agli strumenti adottati per formulare il giudizio sintetico. Invece, accade spesso che le agenzie di rating ESG non forniscono alcun chiarimento in merito per evitare di diffondere notizie rilevanti e creare competizioni con le altre agenzie di rating ambientale.

Per evitare questa situazione, il legislatore italiano è intervenuto nel 2005 con una disposizione (L. n. 262/2005: "*Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari*") in cui richiede trasparenza nella formulazione dei giudizi eseguiti dagli esperti delle agenzie di rating ESG. In tale settore, il legislatore è intervenuto in anticipo rispetto alle disposizioni internazionali³⁶.

La L. n. 262/2005 ha rappresentato un primo passo per la risoluzione del problema e al tempo stesso ha stimolato il settore del rating ambientale a svolgere nuove ricerche volte a garantire maggiore omogeneità sugli strumenti di monitoraggio delle performance ambientali. Ciò ha creato l'insorgere di pareri contrastanti tra i ricercatori, in quanto alcuni di essi sostengono che armonizzando le pratiche di monitoraggio risulterebbe più complicato sintetizzare in un unico giudizio il comportamento ambientale delle imprese.

³⁶ TONELLO M., *Le agenzie di rating finanziario. Il dibattito su un modello economico esposto al rischio di conflitto di interessi. Verso un sistema pubblico di controllo?*, Contratto e Impr., 2005, p. 2.

Nonostante l'incremento delle agenzie di rating ESG verificatosi negli anni più recenti, tali agenzie hanno mosso i primi passi già all'inizio del secolo scorso. Diverse società europee e nordamericane svolgevano l'incarico di elaborare giudizi per aziende quotate utilizzando indicatori non finanziari, ossia indicatori che considerano i fattori sociali e ambientale, la salute e la sicurezza.

Il rating ambientale non è l'unica forma di rating esistente. L'esigenza di fronteggiare il rischio di credito nelle attività degli intermediari finanziari e delle imprese ha richiesto l'implementazione di uno strumento in grado di valutare tale rischio e determinare la probabilità di insolvenza. Trattasi del rating creditizio, definito comunemente credit rating.

Come per il rating ESG, il rating creditizio è un procedimento svolto da professionisti qualificati (le cd. Credit Rating Agencies, dette anche "CRA") che esprimono un giudizio sintetico, formulato in una scala prestabilita di lettere, sul merito creditizio di un soggetto o sulla capacità dello stesso di far fronte sistematicamente alle proprie obbligazioni. La procedura di analisi svolta dalle agenzie di rating creditizio presenta degli aspetti in comune con la procedura adottata dalle agenzie di rating ESG. Dopo la prima fase di raccolta dati e informazioni derivanti da documenti contabili (bilancio) o da altri documenti di supporto (budget futuri, simulazioni di flussi di cassa, dichiarazioni fiscali), le CRA proseguono con l'individuazione e la valutazione dei rischi di credito dell'emittente. Terminata l'analisi procedono con l'assegnazione del giudizio sintetico che deriva non solo da valutazioni soggettive ma dalla combinazione con i dati quantitativi a disposizione. Nello specifico, durante le fasi di monitoraggio dei rischi, le CRA possono adottare tre approcci di intervento:

- Modello *Statistical Based*: Si fonda su elementi quantitativi e qualitativi standardizzati, ma a causa delle specifiche competenze richieste e delle problematiche nella determinazione delle variabili è un approccio scarsamente diffuso;
- Modello *Judgement Based*: un approccio qualitativo che si basa sulla valutazione soggettiva compiuta da un'analista con sofisticate competenze. L'aspetto negativo di questo modello riguarda il rischio di non omogeneità nella formulazione del giudizio su soggetti che presentano le stesse caratteristiche.
- Modello *Constraint Expert Judgement Based*: trattasi di un approccio che utilizza modelli statistici formali con il successivo intervento di analisti che possono apportare delle modifiche al giudizio finale.

Nell'elaborare un giudizio, l'agenzia di rating di credito oltre a considerare la situazione economica-finanziaria del soggetto deve valutare qualsiasi possibile evento che possa compromettere la solvibilità del credito.

Questo modello di rating si fonda sull'idea di delineare una distinzione tra i clienti solventi e i clienti insolventi. Da questa distinzione, le agenzie durante il procedimento di monitoraggio del rischio di insolvenza del credito dovrebbero riuscire a individuare le situazioni di difficoltà, in modo tale da prevenire con le opportune azioni correttive³⁷.

Un altro aspetto in comune con il rating ambientale riguarda l'affidabilità delle informazioni fornite dagli emittenti, dagli advisor o dalle società di revisione alle agenzie di rating del credito. Esse nella formulazione del giudizio non dispongono di mezzi utili per verificare la correttezza dei dati. Ciò significa che le loro valutazioni dipendono dalla esattezza delle notizie e dei dati che ricevono dagli emittenti. Ugualmente le agenzie di rating creditizio devono formulare giudizi credibili e attendibili al fine di evitare il sorgere di pregiudizi nei confronti dei soggetti emittenti, commettendo errori nelle analisi della solvibilità dei creditori.

Il ruolo che le agenzie di rating ambientale e le agenzie di rating creditizio svolgono risulta fondamentale. Negli anni infatti è aumentato l'impatto dei loro giudizi sul mercato, diventando tra i principali attori di mercato.

Oltre al tradizionale rating di credito e al rating improntato sui criteri ESG sono presenti differenti tipologie di rating nel mercato. Si rilevano il *rating di credito internazionale*, il *rating sul debito delle nazioni* e il *country ceiling rating*. Presentano lo stesso procedimento previsto per il tradizionale rating creditizio ma i rischi da esaminare sono differenti.

Nel *rating di credito internazionale* le agenzie valutano i rischi di cambio e i costi che un investitore può sostenere a seguito del trasferimento nella valuta della propria nazione i titoli indicati in valuta di un altro Stato.

Nel *rating sul debito delle nazioni* le agenzie esaminano i titoli di debito dello Stato in base alla sua competenza e volontà di rimborsare il debito pubblico. Esse adottano una misura qualitativa fondata sulla eventualità dello Stato di risanare le proprie obbligazioni nei termini stabiliti. Lo svolgimento di questa tipologia di rating mette in primo piano l'incidenza del compito eseguito dalle agenzie. Il motivo di tale attenzione si individua sul fatto che il rating sul debito di uno Stato rappresenta un elemento importante per definire il tasso di interesse che influisce sui

³⁷ MODINA M. e QUINTILIANI A., *L'importanza dell'analisi territoriale nel processo di assegnazione del rating*, Conference: XXIII Rencontres de l'Arethuse association des rencontres économiques thématiques des universités du sud de l'Europe, "Il Governo delle risorse locali", 2007, pp. 5 e 6.

rating di banche, imprese nazionali e investitori e con cui lo Stato stesso si indebita nei mercati finanziari,³⁸.

Nel *country ceiling rating* le agenzie valutano i rischi derivanti da un investimento in uno Stato estero, il quale può adottare delle misure stringenti per impedire l'uscita di capitale dai propri confini nazionali³⁹.

Inoltre, il rating viene impiegato per conseguire anche fini "regolamentari", allo scopo di conformarsi alle disposizioni comunitarie. Il procedimento è volto a misurare il comportamento degli agenti per spingerli verso il rispetto delle norme. Relativamente, per indurre le agenzie di rating ad operare in ottemperanza alle normative comunitarie e favorire la qualità dei rating emessi nel mercato interno è intervenuta l'Unione Europea con il Regolamento Europeo (CE) n. 1060/2009, in cui stabilisce la "registrazione" delle agenzie che operano all'interno del territorio comunitario e pubblicano le valutazioni di rating. Non sono soggette alla registrazione le agenzie che adottano rating privati e rating relativi ai sistemi di credit scoring⁴⁰.

L'insieme di questi strumenti hanno portato alla creazione di una vera e propria *industria del rating*. Un settore di mercato composto da poche società con ridotta concorrenza, che favorisce una maggiore acquisizione del potere di mercato da parte delle stesse. Rilevano infatti tre principali agenzie di rating operanti in questo settore: *Moody's*, *Standard & Poor's* e *Fitch*. Queste tre agenzie detengono la maggiore quota di mercato globale. *Moody's* e *Standard & Poor's* sono due agenzie private americane, sorte nei primi anni del Novecento del secolo scorso. *Moody's* è controllata con una quota maggioritaria dalla società Berkshire Hathaway che fa capo a Warren Buffet e da altre società finanziarie, quali Capital World Investment, Vanguard, State Street e BlackRock, mentre *Standard & Poor's* è posseduta dal gruppo McGraw-Hill, il cui azionista di maggioranza è il gestore di fondi Capital Investment. Per quanto riguarda la società *Fitch*, nel 2012 era posseduta per il 50% dall'impresa francese Fimalac e il restante 50% dal gruppo Hearst Corporation. Ad oggi, *Fitch* è controllata interamente dal gruppo Hearst Corporation.

Oltre alla presenza di queste tre principali agenzie, un ulteriore ostacolo all'entrata nell'industria del rating è rappresentato dal capitale di reputazione. Tale capitale si fonda sulla presunzione che l'obiettivo prioritario delle agenzie di rating consiste nella formulazione di un

³⁸ LANGIULLI M., *Il possibile impatto dei rating emessi dalle agenzie e un'analisi dei giudizi sul debito sovrano emessi da Standard & Poor's*, Moneta e Credito, 2014, p. 431.

³⁹ FERRI G. e LIU L., *How Do Global Credit-Rating Agencies Rate Firms from Developing Countries?*, Asian Economic Papers, 2003, pp. 30 e 32.

⁴⁰ SCARONI C., *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, Contratto e Impr., 2011, p. 2.

giudizio di elevata qualità in cui si rileva un basso margine di errore. In questo modo, disporre di un'ottima reputazione da parte delle agenzie, in termini di buona qualità di rating, permette di ridurre le ripetizioni di informazioni e di accedere ad informazioni esclusive. Dunque, la minaccia di perdita del capitale di reputazione incentiva queste ultime a rendere sempre più efficienti i propri giudizi finali. Trattasi di un'attività intangibile che rappresenta una barriera per le nuove agenzie di rating che vogliono entrare sul mercato⁴¹.

Tuttavia, negli ultimi vent'anni sono aumentate le tipologie e gli strumenti finanziari che richiedono il bisogno del rating, in particolare in ambito della finanza sostenibile. La domanda di rating è accresciuta notevolmente, grazie all'incremento degli investimenti sostenibili verificatosi recentemente a seguito delle attenzioni rivolte dal mondo sull'aggravarsi delle problematiche sociali e ambientali. Nonostante la presenza delle differenti tipologie di rating, l'impatto globale verificatosi negli ultimi due decenni è stato significativo.

Il bisogno e il desiderio di uno strumento in grado di rispondere alle richieste degli investitori e dei risparmiatori di adottare decisioni sugli investimenti sostenibili in piena consapevolezza ha determinato un aumento delle agenzie di rating ESG. L'attenzione che tali agenzie hanno assunto finora dagli attori di mercato e dai media ha creato delle ripercussioni positive, in quanto ha permesso di definire le condotte da seguire per avere una buona performance ambientale e non considerare solamente le prestazioni economiche-finanziarie.

Tale considerazione nei confronti delle agenzie di rating ESG deriva da una crescente sensibilizzazione sul tema della sensibilità, diventato ormai un argomento di ricerca per manager d'azienda, intermediari finanziari, risparmiatori ed investitori.

Essendo ancora oggi una tematica in fase di studio, le questioni relative alla sostenibilità ambientale, sociale e di governance sono al centro di numerosi dibattiti politici internazionali, ma al tempo stesso gli istituti finanziari e gli intermediari hanno agito integrando i criteri ESG nei processi decisionali degli investimenti, allo scopo di dare una scossa allo sviluppo degli investimenti etici, del microcredito e degli investimenti socialmente responsabili⁴².

Alla luce degli interventi compiuti per la diffusione dei criteri ambientali, sociali e di governance da parte delle istituzioni governative internazionali ed europee e degli altri attori di mercato, la popolazione sta accettando di considerare i criteri ESG nelle proprie decisioni di investimento. Infatti, per soddisfare le esigenze sostenibili della clientela le agenzie di rating

⁴¹ FERRI G. e LACITIGNOLA P., *Concorrenza e agenzie di rating: il dibattito economico*, Analisi Giuridica dell'Economia, 2012, pp. 302 e 304.

⁴² DEVALLE A., FIANDRINO S., CANTINO V., *The linkage between Esg performance and credit ratings: a firm-level perspective analysis*, International Journal of Business and Management, 2017, pp. 53 e 54.

ESG si impegnano a valutare le performance sociali di imprese, degli istituti di credito e degli istituti finanziari. Ciò per dare maggiore sicurezza ai clienti sui possibili rischi che possono incontrare in un investimento sostenibile e per individuare quali soggetti invece presentano delle potenzialità in campo ambientale su cui investire.

Il ricorso a suddette agenzie sottolinea la speranza della popolazione a prendere delle decisioni di investimento che comportino benessere anche per l'intera collettività.

Tuttavia, un aspetto da prendere in considerazione riguarda l'effettiva capacità delle imprese di rivoluzionarsi per perseguire gli obiettivi sostenibili. Molto spesso alcune imprese decidono di investire parzialmente sulla sostenibilità, solo per dimostrare l'attenzione nei confronti di questa tematica, quando nella realtà non hanno alcun interesse di impegnarsi. Ciò ha portato all'aumento del fenomeno del greenwashing.

Per contrastare queste situazioni, le agenzie di rating ESG durante le procedure di analisi cercano di valutare quanto l'impresa possa risultare propensa a perseguire i fini sostenibili nella propria attività economica, ossia se intende intraprendere delle scelte in termini di introduzione di tecnologie pulite oppure di ottimizzazione dei processi produttivi.

Le agenzie di rating ESG sono state sviluppate con l'obiettivo di fornire analisi non finanziarie per orientare le decisioni di investitori istituzionali e non istituzionali e di consumatori. Rafforzare il sistema di valutazione delle agenzie di rating ESG per renderlo più affidabile e uniforme contribuisce a soddisfare i bisogni delle imprese stesse, degli investitori, degli intermediari finanziari e dei risparmiatori⁴³.

⁴³ SCALET S. e KELLY T., *CSR rating agencies: what is their global impact*, Journal of Business Ethics, 2010, pp. 70 e 71.

2.2 I PRINCIPI SOSTENIBILI E LA LORO INTEGRAZIONE NELLE VALUTAZIONI DI SOSTENIBILITA' DELLE AGENZIE DI RATING ESG

Il termine *sostenibilità*, definito nel Rapporto Brundtland come lo sviluppo sostenibile in grado di soddisfare i bisogni della generazione presente senza pregiudicare i bisogni della generazione futura, ha perso nel corso degli anni il suo significato. Molto spesso ci troviamo di fronte a situazioni in cui tale termine viene travisato e utilizzato in modo errato.

La conoscenza inesatta del concetto può indurre ad una maggiore confusione sulla tematica, sulla comprensione degli ostacoli che affliggono il mondo e sugli obiettivi e interventi posti in essere finora dalle istituzioni internazionali ed europee.

Oggi giorno il termine *sostenibilità* viene utilizzato come una parola chiave da accostare in qualsiasi occasione possibile. Dalle varie definizioni - finanziamenti sostenibili, *sostenibilità* aziendale e politiche economiche sostenibili - impiegate dai soggetti (investitori, imprese, risparmiatori, intermediari finanziari, agenzie di rating ESG) durante lo svolgimento delle proprie attività economiche, si rileva come a volte tali concetti siano connotati dalla mancanza di considerazione e di analisi rivolta all'attuale crisi globale, aggravata dallo scoppio della pandemia che ha destabilizzato il benessere della collettività.

Questo evidenzia come, nonostante il concetto sia stato approfondito e ribadito in numerosi provvedimenti e documenti ufficiali, non sia presente una conoscenza comune dell'argomento. In merito, l'attuazione degli obiettivi SDG (Sustainable Development Goals) nel contesto vigente, caratterizzato ancora da paesi frammentati, limitati investimenti in nuove tecnologie, dalla predominanza di concetti economici e dallo scarso interesse delle piccole e medie imprese di adottare soluzioni sostenibili, potrebbe risultare un procedimento più complesso e lungo rispetto a quanto prefissato, peggiorando ulteriormente i divari presenti fra i paesi⁴⁴.

Nel corso degli anni, gli studiosi hanno osservato che la visione sostenibile deve essere ricondotta alle varie circostanze in esame, a causa del complesso processo di adozione e di introduzione della *sostenibilità* nella vita quotidiana di ogni soggetto.

A fronte di questa discrepanza, diversi autori hanno svolto numerose ricerche e sono intervenuti introducendo ciascuno dei principi sostenibili per guidare al meglio i principali attori di

⁴⁴ BEN-ELI MICHAEL U., *Sustainability: definition and five core principles, a systems perspective*, Sustainability Science, 2018, pp. 1337 e 1338.

mercato, i cittadini (in quanto quest'ultima categoria presenta forti difficoltà in termini di educazione finanziaria) e, in particolare, le agenzie di rating ESG nello svolgimento delle proprie azioni. L'intervento degli studiosi nel formulare dei principi teorici idonei a spiegare cosa denota il concetto di sostenibilità e le sue dimensioni (ambientale, sociale ed economico) risulta fondamentale per costituire un quadro di azioni sostenibili.

In merito, l'elaborato dei ricercatori Munoz-Torres et al.⁴⁵ presenta quattro principi associati al concetto di sviluppo sostenibile e predisposti considerando le dimensioni della sostenibilità, gli studi e gli interventi compiuti dai ricercatori e dalle istituzioni internazionali ed europee nei vari decenni.

Questi principi sono definiti nel seguente modo:

- *“Sustainability dimensions and the balance among them”*: il primo principio pone un riferimento esplicito alle multi-dimensioni della sostenibilità con l'obiettivo di fornire una migliore interpretazione del concetto di sviluppo sostenibile. Le tre dimensioni sono la sostenibilità ambientale, la sostenibilità sociale e la sostenibilità economica. Queste dimensioni sono tra loro correlate allo scopo di garantire gli obiettivi di benessere economico, equità sociale e tutela ambientale. Nonostante l'interconnessione, questo principio evidenzia che i risultati positivi in alcune dimensioni non possono occultare i risultati negativi nelle altre. Per tal motivo viene sottolineata l'importanza di raggiungere un equilibrio tra le tre dimensioni sostenibili;
- *“Inter-generational perspective”*: questo principio è stato introdotto allo scopo di esaminare gli effetti a breve e a lungo termine delle decisioni che vengono assunte dalle istituzioni relativamente all'introduzione di norme, dalle imprese durante i processi decisionali, dai consulenti finanziari quando propongono investimenti sostenibili e dalle agenzie di rating ESG nel corso delle valutazioni sui comportamenti ambientali e sociali;
- *“Stakeholder approach”*: il terzo principio rivolge l'attenzione ai bisogni degli stakeholders. Questo principio vuole evidenziare il compito delle imprese di considerare le esigenze dei portatori d'interesse, poiché essi influenzano i risultati dell'attività economica. Dunque, applicare un approccio che consideri gli interessi degli stakeholders durante le decisioni che l'impresa compie, permette a quest'ultima di rispettare la dimensione sociale della sostenibilità;

⁴⁵ MUNOZ-TORRES M., FERNANDEZ-IZQUIERDO M., RIVERA-LIRIO J., FERRERO-FERRERO I., ESCRIG-OLMEDO E., GISBERT-NAVARRO J., MARULLO M., *An Assessment Tool to Integrate Sustainability Principles into the Global Supply Chain*, Sustainability, 2018, pp. 2 e 3.

- “*Life-cycle thinking (LCT)*”: il quarto e ultimo principio si occupa di esaminare la responsabilità in capo ai soggetti che compiono delle decisioni capaci di risultare in contrasto con il tema dello sviluppo sostenibile. In particolare, tale principio si rivolge alla responsabilità delle agenzie di rating ESG e delle imprese. Esse devono assumere l’approccio LCT allo scopo di risultare responsabili nei confronti di tutti gli stakeholders con cui vengono a contatto.

Questi principi possono aiutare le imprese, gli intermediari finanziari e le agenzie di rating ESG a formulare le proprie decisioni o giudizi considerando gli aspetti più importanti della sostenibilità. Inoltre, trattasi di principi che possono essere utilizzati come semplici linee guida per educare la popolazione a adottare nella propria vita quotidiana una visione sostenibile. Porre chiarezza al concetto di sostenibilità mediante dei principi comuni da applicare globalmente aiuta i vari paesi ad avere una uguale concezione dei criteri ambientali, sociali e di governance ed evitare ulteriori differenze⁴⁶.

Tuttavia, a livello istituzionale non sono stati previsti dei principi collettivi da seguire, ma solo degli obiettivi da raggiungere entro una determinata scadenza per evitare il peggioramento di alcune delle problematiche mondiali. Questa situazione deriva dalla difficoltà nella elaborazione di principi uguali, a causa degli enormi divari economici e sociali tra i paesi. Ciò spiega i recenti interventi dei ricercatori nello stabilire i principi sostenibili.

Altresì, l’esigenza di porre dei criteri da rispettare deriva dalla necessità di verificare che alcuni soggetti, specificatamente le imprese e le agenzie di rating ESG, integrino gli stessi nelle proprie attività.

In merito, un altro studio condotto dai ricercatori Risdale e Noble⁴⁷ ha individuato sette possibili principi sostenibili da utilizzare per guidare il procedimento decisionale verso la sostenibilità. Questi autori hanno predisposto dei principi basilari allo scopo di applicarli in modo omogeneo ai segmenti della società, cercando di favorire la diffusione della prospettiva sostenibile tra tutti gli attori di mercato. Essi vogliono dimostrare tramite gli studi compiuti che l’elaborazione di principi guida può aiutare gli attori di mercato a compiere maggiori sforzi per raggiungere i risultati sostenibili prefissati.

Le numerose ricerche compiute negli anni più recenti hanno contribuito a dare numerosi chiarimenti su questa tematica. I principi elaborati finora si focalizzano sullo sviluppo e

⁴⁶ LINDSEY TIMOTHY C., *Sustainable principles: common values for achieving sustainability*, Journal of Cleaner Production, 2010, p. 561.

⁴⁷ RIDSDALE D. e NOBLE B., *Assessing sustainable remediation frameworks using sustainability principles*, Journal of Environmental Management, 2016, pp. 37 e 38.

sull'attuazione di metodi sostenibili in grado di ottimizzare l'utilizzo delle risorse delle imprese, di fornire una migliore istruzione agli intermediari finanziari nonché ai cittadini e aiutare le agenzie di rating ESG a valutare i rischi ambientali dei soggetti emittenti.

In particolare, la formulazione di questi principi è cruciale per le agenzie di rating ESG, in quanto possono contribuire ad evitare quelle situazioni in cui esse elaborano dei giudizi non attendibili e non credibili⁴⁸.

Il bisogno di principi sostenibili per guidare le agenzie di rating ESG e le imprese durante la conduzione delle relative attività deriva anche dalla presenza di strumenti non più adeguati e conformi alla normative vigenti. Relativamente, le agenzie di rating ESG nello svolgimento dell'attività di valutazione della performance ambientale del soggetto in esame devono integrare i criteri sostenibili allo scopo di fornire agli investitori socialmente responsabili uno strumento affidabile di misurazione delle informazioni ambientali e sociali delle imprese.

A seguito del consolidamento delle agenzie di rating ESG verificatosi nell'ultimo decennio, il ruolo che essi compiono nella tematica sostenibile ha assunto un valore notevole. Ciò evidenzia come essi devono utilizzare in modo efficiente i criteri sostenibili durante le varie fasi di valutazione dei rischi. Un'errata valutazione può comportare dei danni considerevoli nei confronti dell'investitore. Questa rappresenta una ragione che ha spinto nel corso degli anni gli studiosi a elaborare delle linee guida utili da seguire per garantire validi strumenti di verifica. Inoltre, la necessità di esaminare e adottare i criteri sostenibili deriva dal fatto che non tutte le agenzie di rating ESG valutano le dimensioni ambientali, sociali e di governance in modo equilibrato. Infatti, diverse agenzie attribuiscono pesi differenti alle tre dimensioni, creando un disequilibrio tra questi ambiti che portano alla formulazione di giudizi sintetici non coerenti con principi sostenibili. Un ulteriore aspetto riguarda la possibilità che tali agenzie non siano trasparenti nell'attribuzione di tali pesi e ciò rende più complesso la verifica dei giudizi risultanti⁴⁹.

La responsabilità delle agenzie è significativa, perché condizionano il comportamento degli operatori finanziari e il comportamento della società stessa. Trattasi di una responsabilità che eccede i confini del settore della finanza sostenibile, in quanto gli effetti che essi producono quando valutano la sostenibilità di un'impresa coinvolgono tutti i soggetti appartenenti alla società, dai cittadini alle istituzioni governative. Considerando quindi l'influenza di tali

⁴⁸ ESCRIG-OLMEDO E., FERNANDEZ-IZQUIERDO M., FERRERO-FERRERO I., RIVERA-LIRIO J., MUNOZ-TORRES M., *Rating the raters: Evaluating how ESG rating agencies integrate sustainability principles*, 2019, pp. 5, 6 e 8.

⁴⁹ VEENSTRA E. e ELLEMERS N., *ESG Indicators as Organizational Performance Goals: Do Rating Agencies Encourage a Holistic Approach?*, Sustainability, 2020, pp. 1, 2, 4 e 5.

agenzie, la verifica delle modalità di integrazione dei principi sostenibili che essi adottano rappresenta un nuovo ostacolo. Questa difficoltà deriva dal fatto che le agenzie per risultare più competitive all'interno dell'industria di rating utilizzano metodi di analisi differenti.

Una domanda che gli studiosi si sono posti durante le ricerche che hanno compiuto sugli impatti e sulle conseguenze che le agenzie generano nel corso del procedimento di rating ambientale riguarda la concreta possibilità che le stesse integrino i principi sostenibili nelle loro attività di misurazione dei rischi.

Diversi sono in punti da esaminare. Il primo fattore da considerare riguarda la mancanza di principi sostenibili comuni per tutti, affinché le agenzie di rating ambientale possano applicarli e ridurre in questo modo le differenze presenti nei metodi di valutazione. Ciò evidenzia come, nonostante il contributo dei ricercatori nel fornire dei principi sostenibili semplici, non vi sia un'armonizzazione degli stessi. Le conferenze internazionali istituite dall'Onu durante gli anni e gli interventi della Commissione Europea hanno portato alla formazione di programmi e piani d'azione volti ad intervenire sulle problematiche più urgenti relative alla sostenibilità, ma non hanno predisposto dei principi sostenibili da rispettare in modo uniforme nei processi decisionali da parte degli attori di mercato.

A fronte di questa situazione le agenzie di rating ESG risultano poco incentivate a utilizzare dei principi sostenibili standard, contribuendo così ad incrementare le disuguaglianze tra i metodi di misurazione delle performance ambientali e sociali.

Il secondo fattore riguarda l'assenza di trasparenza delle agenzie di rating ESG. Verificare se hanno integrato nelle fasi di lavoro i principi risulta complicato, in quanto molto spesso non sono propense a comunicare i metodi che utilizzano quando valutano i comportamenti sostenibili delle aziende. La mancanza di volontà nel fornire informazioni in riferimento alle metodologie praticate dipende dalla struttura che presenta il settore del rating, ossia un settore concentrato in cui prevalgono soltanto tre agenzie (Moody's, Standard & Poor's e Fitch), le quali complessivamente detengono la maggiore quota di mercato.

Il terzo fattore si riferisce alla mancanza di elaborazione di giudizi complessivi sulle tre dimensioni (ambientale, sociale e di governance) dalle agenzie di rating. Esse sono solite a formulare i tassi per ogni dimensione ma non forniscono un giudizio complessivo sulla sostenibilità.

Il quarto fattore tratta del trade-offs dei criteri. Questo fattore evidenzia la presenza di compromessi inerenti alle scelte delle metriche e delle metodologie utilizzate. Significa che le agenzie possono compensare i punteggi più alti di una dimensione della sostenibilità con il

punteggio più basso ottenuto in un'altra dimensione. Ad esempio tra i principali trade-offs coinvolti, quello relativo alle metodologie di screening negative (in cui identificano le imprese con pessimi risultati di performance sostenibile oppure le imprese appartenenti a settori critici che presentano un forte impatto sull'ambiente) o positive (in cui identificano le imprese con buoni risultati in termini di performance sostenibile) si focalizza sul penalizzare quelle imprese che presentano scarse prestazioni sostenibili, premiando invece quelle imprese con buone prestazioni sostenibili⁵⁰.

Il quinto fattore si riferisce alla possibilità per le agenzie di rating di valutare lo stesso concetto in modi differenti. Conseguentemente, se le valutazioni dei rating ambientali non risultano coerenti, i benefici ipotizzati dall'impresa valutata non si realizzano. Ciò evidenzia l'importanza di individuare e di integrare dei principi sostenibili per le agenzie di rating ESG da utilizzare in modo uniforme.

L'ultimo fattore da analizzare per verificare l'attenzione effettiva delle agenzie di rating ESG alla sostenibilità, si riferisce alla capacità delle stesse di rispondere alle aspettative dei portatori d'interesse delle imprese nei processi di valutazione. Il giudizio finale che esse emettono sulle imprese aiuterebbe gli stakeholders a comprendere l'impegno che le aziende rivolgono ai propri bisogni⁵¹.

Lo studio di questi fattori è fondamentale, poiché aiutano ad individuare i limiti attuali delle attività di rating ambientale che impediscono di valutare correttamente i rischi e contribuiscono a determinare i principi sostenibili in modo da garantire dei metodi di misurazione standard, facilitando così il lavoro delle agenzie di rating ESG.

In merito, l'Unione Europea nonostante non abbia predisposto specifici principi sostenibili come linee guide per le agenzie, gli interventi compiuti finora e l'emanazione di numerosi regolamenti hanno contribuito a definire una soluzione capace a ridurre le differenze inerenti alle metriche di valutazione presenti tra le agenzie di rating ESG.

Pertanto, a gennaio 2021 la Commissione Europea ha pubblicato lo "Studio sulla Sostenibilità in relazione ai Rating, Data e Ricerca"⁵² in cui menziona il bisogno di disporre di rating ambientali trasparenti, confrontabili e attendibili. Attraverso questo studio, la Commissione

⁵⁰ DELMAS M. e DOCTORI BLASS V., *Measuring Corporate Environmental Performance: the Trade-Offs of Sustainability Ratings, Business Strategy and the Environment*, 2010, pp. 247 e 248.

⁵¹ ESCRIG-OLMEDO E., FERNANDEZ-IZQUIERDO M., FERRERO-FERRERO I., RIVERA-LIRIO J., MUNOZ-TORRES M., *Rating the raters: Evaluating how ESG rating agencies integrate sustainability principles*, 2019, p. 7.

⁵² COMMISSIONE EUROPEA, *Study on Sustainability Related Ratings, Data and Research. Executive summary*, 2021. <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/897bee11-509d-11eb-b59f-01aa75ed71a1/language-en>

Europea ha elaborato alcune raccomandazioni da seguire e rispettare, in cui l'obiettivo principale riguarda l'implementazione della trasparenza, della completezza e della credibilità delle informazioni raccolte dai providers specializzati delle agenzie di rating ESG. Queste raccomandazioni sono state istituite allo scopo di migliorare l'inclusione dei criteri ESG (Environmental, Social and Governance) nelle procedure di ricerche e raccolta dati e conseguentemente nei procedimenti di rating ambientali.

Relativamente, la Commissione Europea per la stesura delle raccomandazioni si è avvalsa della collaborazione degli stakeholders e di altri attori di mercato, dei providers, delle imprese quotate e degli esperti del settore.

Le raccomandazioni predisposte dalla Commissione Europea si sviluppano nei seguenti otto punti:

1. *“Divulgazione delle metodologie di rating relative alla sostenibilità”*: attraverso questa raccomandazione, la Commissione Europea introduce degli obblighi sulla comunicazione delle pratiche di rating utilizzate e sulla divulgazione degli standard presi in considerazione e dei dati raccolti per svolgere le valutazioni. Questo primo punto si focalizza sull'obiettivo di garantire maggiore trasparenza nei procedimenti di rating ESG;
2. *“Sviluppo e applicazione di standard omogenei per le agenzie di rating ESG”*: nella seconda raccomandazione la Commissione Europea stabilisce l'istituzione di standards per i dati, le ricerche e i giudizi di rating concernenti lo sviluppo sostenibile con l'ulteriore intento di istituire un sistema di certificazione per gli stessi e di nominare un organismo di vigilanza opportuno in grado di monitorare la loro applicazione. Queste norme dovrebbero riferirsi agli obiettivi di rating ambientali, alla trasparenza delle metodologie, alla procedura di correzione degli eventuali errori e agli strumenti di raccolta delle informazioni;
3. *“Attuazione della divulgazione dei rating, dati e ricerca”*: lo scopo di questa raccomandazione è di consentire la comunicazione gratuita delle informazioni raccolte e utilizzate per la valutazione della performance ESG dell'impresa target, con l'obbligo di non divulgare i risultati prima della pubblicazione del rating ambientale;
4. *“Implementazione della comunicazione sugli obiettivi e sulle limitazioni relative ai rating, ai dati e alla ricerca”*: nella quarta raccomandazione la Commissione Europea chiede ai providers delle agenzie di rating ESG di pubblicare le dichiarazioni di finalità e di limitazioni, allo scopo di fornire chiarimenti sugli obiettivi e i limiti dei rating, sui

- dati e le ricerche utilizzati nelle pratiche di misurazione dei rischi delle attività ecosostenibili;
5. *“Attuazione della divulgazione pubblica della gestione dei conflitti d’interesse”*: questa raccomandazione indirizzata ai fornitori di dati delle agenzie di rating ESG stabilisce che tali soggetti dovrebbero pubblicare le rispettive scelte politiche e procedurali, al fine di prevenire le possibili situazioni di conflitti d’interesse tra providers;
 6. *“Implementazione della divulgazione attraverso dichiarazioni sulla sostenibilità dei gestori patrimoniali”*: la Commissione Europea, attraverso tale raccomandazione, richiede la redazione di dichiarazioni sulla sostenibilità ai gestori patrimoniali, per diffondere maggiori informazioni inerenti all’impegno e alle spese derivanti dalla conduzione delle ricerche e relativi all’applicazione dei fattori sostenibili nelle procedure degli investimenti sostenibili;
 7. *“Rafforzare la comunicazione delle informazioni sostenibili delle imprese”*: l’obiettivo di questa raccomandazione si individua nella necessità di migliorare la comparazione e l’uniformità dei dati trasmessi dalle imprese ai providers;
 8. *“Chiarezza nei termini e supporto alla finanza sostenibile”*: questa raccomandazione pone l’obiettivo di incentivare le agenzie di rating ESG e gli intermediari finanziari a chiarire i termini che utilizzano durante le loro attività, al fine di promuovere gli investimenti sostenibili. Tale supporto è previsto allo scopo di trasmettere maggiore consapevolezza dei prodotti e dei servizi sostenibili agli stakeholder delle imprese e agli altri attori di mercato.

Trattasi di raccomandazioni e non di principi sostenibili, e l’indagine promossa dalla Commissione Europea sottolinea l’attiva partecipazione della stessa nel contribuire a integrare i criteri ESG nelle scelte di valutazioni adottate nei rating ambientali.

Il lavoro promosso dalle istituzioni governative e dai ricercatori negli anni più recenti per promuovere un sistema di raccolta ed elaborazione dati attendibile rappresenta un importante passo per la promozione di investimenti sostenibili sicuri.

L’impegno riscontrato recentemente da tali soggetti deriva dalle preoccupazioni che gli investitori, le società e i gestori di fondi hanno sollevato relativamente alla correttezza dei giudizi ottenuti dai rating.

L’incertezza derivante dai procedimenti di rating ambientale costituisce un ostacolo allo sviluppo della sostenibilità e ciò ha promosso una forte richiesta generale di trasparenza sulla raccolta di dati da parte dei providers, sugli obiettivi e sulle metodologie di analisi scelte dalle agenzie. Tale richiesta deriva dalla poca fiducia riposta dagli attori di mercato, alimentata dalla

presenza di pochi providers di dati che pubblicano le informazioni raccolte. Inoltre, essendo il giudizio di rating sostenibile un parere formulato da soggetti specializzati che operano nelle agenzie risulta complicato verificare se esse hanno valutato in modo efficace le aziende.

Negli ultimi decenni, le numerose modifiche all'industria del rating hanno ridefinito l'intero settore con l'introduzione di nuove agenzie di rating ESG più professionali, associate sempre più al settore finanziario. Attraverso l'introduzione della sostenibilità per effettuare le valutazioni sui possibili rischi o sulle potenzialità in campo ambientale e sociale dell'azienda, si è verificato un incremento delle agenzie di rating ESG. A seguito dell'intervento della Commissione Europea con la pubblicazione delle raccomandazioni e dell'intervento di ricercatori e di professionisti che hanno predisposto dei principi sostenibili, le agenzie di rating ESG si stanno impegnando a fornire delle valutazioni sulle performance ambientali corrette e robuste.

Tuttavia, non tutte le agenzie di rating ESG integrano in modo corretto i principi sostenibili. Per tal motivo si è registrata una notevole richiesta da parte degli attori di mercato della necessità di disporre di informazioni veritiere. Pertanto, fondamentale è il bisogno di un'informativa standardizzata da parte delle aziende in modo che le agenzie possano esaminare più approfonditamente le performance⁵³.

⁵³ ESCRIG-OLMEDO E., FERNANDEZ-IZQUIERDO M., FERRERO-FERRERO I., RIVERA-LIRIO J., MUNOZ-TORRES M., *Rating the raters: Evaluating how ESG rating agencies integrate sustainability principles*, Sustainability, 2019, p. 14.

2.3 IL RUOLO DELLE AGENZIE DI RATING ESG E LE REAZIONI DELLE IMPRESE AI RATINGS

Il ruolo della finanza in ambito dello sviluppo sostenibile ha contribuito alla crescita delle agenzie di rating ambientali, sociali e di governance (ESG). Altresì, il supporto della finanza ha indotto le imprese all'adozione di nuove strategie aziendali sostenibili. Dunque, a seguito della forte sensibilizzazione sulla tematica ambientale e sociale, i consumatori, gli investitori e le istituzioni governative hanno richiesto alle imprese di integrare il modello di business sostenibile (SBM – Sustainable Business Model). Attraverso questo modello, la concezione di sviluppo sostenibile per gli imprenditori e i manager si focalizza sulla formulazione di soluzioni in grado di fronteggiare le problematiche sociali e ambientali⁵⁴.

Tuttavia, predisporre una nuova visione fondata sulla sostenibilità ambientale, sociale e di governance richiede un lungo processo di cambiamento del contesto operativo delle imprese. La difficoltà nell'integrare una nuova concezione di impresa attenta agli ambiti sociali e ambientali dipende dall'incidenza rilevante delle istituzioni finanziarie e delle agenzie di rating ESG sull'ecosistema. Le agenzie di rating ESG raccolgono numerose informazioni per adempiere ai loro compiti, ma non sempre utilizzano tali informazioni relative alla sostenibilità nei rispettivi processi di valutazione. I rischi che ne derivano incidono in modo rilevante sugli attori di mercato, principalmente sulle aziende e sugli investitori⁵⁵.

Infatti, gli investitori qualora non dispongano di dati ESG corretti, difficilmente riescono a compiere decisioni di investimento.

La sostenibilità d'azienda rappresenta uno strumento fondamentale per favorire lo sviluppo sostenibile, in quanto l'attuazione di un SBM crea valore per l'impresa e, in particolare, per i suoi stakeholders. Il Sustainable Business Model utilizza un'ottica improntata sulle reazioni degli attori di mercato che emergono dalla correlazione tra il valore dell'azienda, il valore creato per i clienti e il valore per l'ambiente⁵⁶.

Influenzare le imprese verso un approccio di business sostenibile è un compito che viene svolto in modo rilevante dalle agenzie di rating ESG, perché i giudizi risultanti dalle loro attività di

⁵⁴ SENGE P., LICHTENSTEIN B., KAEUFER K., BRADBURY H., *Collaborating for systemic change*, MITSloan Management Review, 2007, pp. 44 e 45.

⁵⁵ SCHOLTENS BERT, *Why Finance Should Care about Ecology*, Trends in Ecology & Evolution, 2017, pp. 500 e 501.

⁵⁶ ABDELKAFI N. e TAUSCHER K., *Business Models for Sustainability From a System Dynamics Perspective*, Organization & Environment, 2016, pp. 74 e 75.

valutazione rappresentano delle informazioni determinanti per i soggetti che desiderano intraprendere un investimento socialmente responsabile.

I rating derivanti dalle valutazioni compiute dalle agenzie di rating ESG sono un utile strumento per verificare la responsabilità sociale delle aziende. Tuttavia, le difficoltà riscontrate recentemente in merito alla possibilità che le agenzie emettano dei risultati poco attendibili, possono comportare la formazione di ostacoli che impediscono di diffondere un modello di business diverso da quello tradizionale. Sebbene siano sorte delle critiche, diversi accademici utilizzano i rating per favorire lo sviluppo sostenibile tra le organizzazioni imprenditoriali. Poche sono le conoscenze sull'effettivo sostegno che i rating formulati dalle agenzie di rating ambientali, sociali e di governance (ESG) apportano alle imprese⁵⁷.

Alcune ricerche hanno mostrato come, nonostante le perplessità esistenti, le metriche di valutazione hanno influenzato il comportamento delle imprese.

Uno studio condotto dai ricercatori Collison et al.⁵⁸ ha evidenziato come l'inclusione delle metriche e dei criteri ESG nelle strategie d'azienda hanno migliorato la reputazione delle imprese e le loro relazioni con gli stakeholders. Molti sforzi sono stati compiuti dalle imprese nel corso degli anni, allo scopo di partecipare attivamente allo sviluppo della sostenibilità aziendale.

Per comprendere il ruolo delle agenzie di rating ESG nel favorire tra le imprese nuovi modelli di business basati sui criteri sostenibili, necessaria è l'analisi sulla sostenibilità aziendale (CS – Corporate Sustainability). La Corporate Sustainability è definita dalla Commissione Europea come un concetto in base al quale le imprese considerano le problematiche ambientali e sociali nelle loro strategie operative e nelle relazioni con i propri stakeholders. Si riferisce alle azioni e alle pratiche che le imprese devono seguire per promuovere la sostenibilità, nel rispetto degli interessi dei soggetti con cui vengono a contatto durante lo svolgimento dell'attività economica. Tuttavia, numerose imprese adottano questa condotta mostrando interessamento ai bisogni degli stakeholders, allo scopo di accrescere la propria reputazione aziendale e i risultati economici⁵⁹.

Sulla base di questa prospettiva viene delineata la necessità di individuare quali aziende intendono perseguire un approccio sostenibile nella vita della loro impresa. In tale ambito le

⁵⁷ SLAGER R., *SRI Indices and Responsible Corporate Behavior: A Study of the FTSE4Good Index*, Business & Society, 2015, pp. 386 e 387.

⁵⁸ COLLISON D., COBB G., POWER D., STEVENSON L., *FTSE4Good: exploring its implications for corporate conduct*, Accounting, Auditing & Accountability Journal, 2009, pp. 35, 36, 37, 38, 43, 44, 52, 53 e 54.

⁵⁹ BOCCIA F. e SARNACCHIARO P., *The Impact of Corporate Social Responsibility on Consumer Preference: A Structural Equation Analysis*, Corporate Social Responsibility and Environmental Management, 2018, pp. 151 e 152.

agenzie di rating ESG svolgono un ruolo cruciale, perché riescono a misurare quanto le imprese si impegnano nell'apportare modifiche significative all'interno delle proprie organizzazioni. Il giudizio finale servirà successivamente agli investitori, ai risparmiatori e ai consulenti finanziari per capire quali imprese risultano socialmente responsabili e quali invece non perseguono alcun obiettivo sostenibile. Dunque, per rispondere a questa esigenza sono opportuni strumenti di misurazione maggiormente attendibili.

In merito alla forte pressione che la società e le istituzioni stanno ponendo sulle imprese, queste ultime stanno assumendo maggiore consapevolezza sulla influenza che ricoprono sul mercato nel perseguire la sostenibilità attraverso una riorganizzazione delle proprie attività economiche. L'adozione di un modello di business sostenibile consentirebbe loro di ottenere maggiori vantaggi competitivi e di differenziarsi dai loro competitors. Pertanto, se le imprese decidono di intraprendere strategie sostenibili da applicare nei processi produttivi e nelle relazioni con gli stakeholders allo scopo di far diventare la sostenibilità una fonte di valore, dovrebbero misurare la propria Corporate Sustainability.

La valutazione deve essere eseguita osservando tutti le dimensioni della sostenibilità, per evitare che la considerazione di una sola dimensione impedisca di fornire un giudizio finale corretto. In tale contesto nel condurre le analisi sui rischi e sulle potenzialità dell'impresa, le agenzie di rating ESG devono utilizzare gli indicatori economici, ambientali e sociali⁶⁰.

A fronte della crescente richiesta delle aziende di valutare la CS, le agenzie di rating ESG hanno acquisito una notevole posizione.

Nell'adempimento del proprio incarico, le agenzie di rating ESG raccolgono i dati e le informazioni necessarie attraverso questionari posti ai manager, documenti e database aziendali e successivamente svolgono le relative ricerche e verifiche integrando i criteri ESG. L'assenza di un metodo standard per tutte le agenzie ha contribuito alla formulazione di risultati diversi e altresì in contrasto. Ciò ha portato alla nascita di differenze nella valutazione del procedimento di formazione del valore sostenibile dell'impresa⁶¹.

La moltiplicazione delle metodologie di valutazione richiede una attenzione specifica alle metriche utilizzate dalle agenzie. Trattasi di una esigenza rilevante visto il ruolo che esse ricoprono sul mercato. L'incarico che tali agenzie svolgono, indica una stretta correlazione con

⁶⁰ LOPEZ M., GARCIA A., RODRIGUEZ L., *Sustainable Development and Corporate Performance: A Study Based on the Dow Jones Sustainability Index*, Journal of Business Ethics, 2007, pp. 287, 288 e 289.

⁶¹ MUNOZ-TORRES M., FERNANDEZ-IZQUIERDO M., RIVERA-LIRIO J., ESCRIG-OLMEDO E., *Can environmental, social, and governance rating agencies favor business models that promote a more sustainable development?*, Corp Soc Resp Env Ma., 2019, pp. 439 e 440 e 442.

il concetto di SBM, in quanto i procedimenti applicati per individuare il valore sostenibile creato dalle imprese incoraggiano queste ultime ad attuare strategie sempre più innovative.

L'impresa che integra nella propria attività economica un modello di business improntato sulla sostenibilità permette di creare valore economico, sociale ed ambientale volto a costituire dei legami solidi e trasparenti con i rispettivi stakeholders e, in una prospettiva più ampia, con la società stessa. Altrettanto le agenzie di rating ESG partecipano alla catena di trasformazione del valore aziendale, fornendo informazioni utili agli investitori sulle imprese socialmente responsabili⁶².

La questione in esame pone conseguentemente l'accento sulla distinzione tra le grandi imprese e le piccole e medie imprese (PMI), in riferimento alla reale opportunità che aderiscano alla sostenibilità aziendale e collaborino con le agenzie di rating ESG per ottenere dei giudizi sulla rispettiva CS.

La letteratura inerente allo sviluppo sostenibile si focalizza prevalentemente verso le grandi imprese, tralasciando la posizione fondamentale che dovrebbe ricoprire ugualmente nelle PMI. Sono diverse le procedure da attuare per integrare il modello di business sostenibile nelle piccole e medie imprese rispetto alle grandi imprese, come le multinazionali. Infatti, le strategie e gli strumenti di attuazione della CS previste nelle imprese di grande dimensione non conducono le PMI ai medesimi risultati e ciò evidenzia la necessità di porre distinzione tra le due dimensioni. L'esigenza di definire le differenze esistenti deriva dalla presenza significativa delle PMI nei paesi dell'OCSE (Organizzazione per la Sicurezza e lo Sviluppo Economico).

Le strategie d'innovazione sostenibili delle PMI prevedono un procedimento di integrazione approfondito e graduale e nonostante esse dispongono di minori risorse da investire nello sviluppo sostenibile, presentano buone competenze organizzative e di leadership in grado di colmare le carenze presenti⁶³.

Sebbene la letteratura sulla sostenibilità sia concentrata principalmente sulle grandi imprese, sono stati compiuti degli studi anche nei confronti delle PMI. In merito, la Commissione Europea ha più volte rilevato l'importanza del ruolo che esse svolgono nell'adozione di nuovi modelli di business sostenibili, poiché compiono investimenti nel capitale umano e ambientale. Tuttavia, le PMI presentano molto spesso delle carenze relative alla scarsa conoscenza specifica sulla gestione della trasformazione verso un business innovativo e sostenibile.

⁶² CIASULLO M. e TROISI O., *Sustainable value creation in SMEs: a case study*, The TQM Journal, 2013, pp. 44, 45 e 47.

⁶³ BOS-BROUWERS H., *Corporate Sustainability and Innovation in SMEs: Evidence of Themes and Activities in Practice*, Business Strategy and the Environment, 2010, pp. 431 e 432.

Questo rappresenta una lacuna considerevole in quanto limita le stesse PMI a non appoggiare nuove prospettive aziendali fondate sui i criteri ambientali, sociali e di governance. L'assenza di una formazione specifica che fornisca competenze alle imprese, impedisce loro di svilupparsi e di partecipare alla creazione di un nuovo valore sostenibile.

Oltre alla mancanza di informazioni e conoscenze riguardanti la tematica ambientale e sociale, ulteriori aspetti negativi che impediscono alle PMI di elaborare politiche sostenibili sono i costi elevati che esse devono sostenere per raggiungere gli obiettivi prefissati. Relativamente, alcuni ricercatori hanno osservato come eventuali alleanze tra le imprese possono fornire degli aiuti in grado di superare questi ostacoli.

Alcuni tra gli attori di mercato, specialmente le istituzioni locali e le agenzie di rating ESG, possono aiutare le PMI a oltrepassare i limiti presenti che non permettono loro di adottare misure sostenibili. Attraverso il loro contributo, le PMI risultano maggiormente incoraggiate ad applicare politiche economiche che includono i criteri ESG⁶⁴.

Pertanto, le piccole e medie imprese rivestono una posizione significativa, poiché l'impatto che producono collettivamente sul mercato con le nuove strategie sostenibili è maggiore rispetto a quello realizzato quando intervengono singolarmente.

Una differenza tra le grandi e le PMI riguarda l'affidamento alle agenzie di rating ESG nel valutare le performance ambientali. Nelle imprese di grandi dimensione, i manager investono in modo considerevole in attività sostenibili e in rating in grado di valutare gli sforzi che stanno eseguendo. Ciò a causa della forte pressione che ricevono dagli stakeholders affinché implementino la responsabilità sociale⁶⁵.

Invece, le PMI presentano diffidenza nei confronti delle agenzie di ratings ESG, soprattutto quelle imprese in cui non dispongono di conoscenze nella tematica della sostenibilità ambientale, sociale ed economica e non sono propense ad effettuare investimenti socialmente responsabili. In questo contesto, la cooperazione delle PMI con le istituzioni locali e private, i risparmiatori e gli investitori è fondamentale per convincere tali imprese a adottare politiche sostenibili. Il coinvolgimento delle comunità locali è importante per spingere questa categoria di imprese a contribuire allo sviluppo sostenibile.

Il ruolo delle agenzie di rating ESG delinea la richiesta degli stakeholders, degli investitori, intermediari finanziari e degli altri attori di mercato nel fornire dei giudizi in merito agli

⁶⁴ LAWRENCE S., COLLINS E., PAVLOVICH K., ARUNACHALAM M., *Sustainability Practices of SMEs: the Case of NZ*, Business Strategy and the Environment, 2006, pp. 244 e 245.

⁶⁵ DORFLEITNER G., HALBRITTER G., NGUYEN M., *Measuring the level and risk of corporate responsibility – An empirical comparison of different ESG rating approaches*, Journal of Asset Management, 2015, p. 451.

investimenti sostenibili e alle politiche adottate dalle imprese. Tale richiesta viene disposta in quanto essi non dispongono delle conoscenze necessarie per esaminare i dati e le informazioni corrispondenti. Le valutazioni che le agenzie di rating ESG compiono aiutano a identificare le precedenti performance ambientali e sociale delle imprese e le azioni future che esse intendono intraprendere⁶⁶.

Nel corso degli anni sono state compiute delle ricerche inerenti alle reazioni delle imprese sulle valutazioni eseguite dalle agenzie di rating ESG. Per le imprese, i risultati emessi dalle agenzie influiscono pesantemente sulla posizione che esse ricoprono sul mercato, in quanto gli effetti che ne conseguono possono nuocere alla reputazione aziendale. I giudizi che le agenzie forniscono vengono utilizzati principalmente dagli stakeholders e dagli investitori per verificare se l'impresa effettivamente persegue fini sostenibili. Pertanto, le agenzie di rating ESG costituiscono un soggetto chiave per le imprese, perché condizionano il modo in cui esse vengono percepite e valutate dagli attori di mercato (investitori, istituzioni, risparmiatori, consulenti finanziaria, comunità locali e gli stakeholders).

Ulteriormente, individuare e comprendere le risposte delle imprese agli interventi delle agenzie consente di accertare la quantità di capitale che le imprese destinano agli investimenti sostenibili. In merito, alcuni studi hanno evidenziato come la risposta delle imprese sia legata dalla visione dei manager allo sviluppo sostenibile e da come tali soggetti uniformano le strategie aziendali ai criteri ambientali, sociali e di governance (ESG)⁶⁷.

Un altro aspetto che condiziona la percezione dei manager sulla funzionalità e sulla credibilità delle agenzie di rating ESG riguarda le perplessità che essi ripongono sulle metriche che utilizzano per effettuare le valutazioni. Tale preoccupazione è alimentata dalle numerose critiche realizzate da alcuni ricercatori, i quali hanno evidenziato nei loro studi che la mancanza di standard comuni sui processi di analisi rendono meno attendibili i risultati che le agenzie formulano.

Tuttavia, solo pochi studi hanno analizzato le reazioni delle imprese ai rating ESG. I ricercatori Chelli e Gendron⁶⁸ hanno identificato come in realtà le agenzie di rating ESG tramite la propria attività di valutazione delle performance ambientali e sociali promuovono un “regime di esclusione inclusione”, in cui distinguono le prestazioni eseguite dalle imprese in ambito sostenibile. Attraverso questo regime, le agenzie di rating ESG creano una distinzione tra le

⁶⁶ CHATTERJI A., LEVINE D., TOFFEL M., *How Well Do Social Ratings Actually Measure Corporate Social Responsibility?* Journal Compilation, 2009, p. 126.

⁶⁷ CLEMENTINO E. e PERKINS R., *How Do Companies Respond to Environmental, Social and Governance (ESG) ratings? Evidence from Italy*, Journal of Business Ethics, 2020, pp. 379 e 380.

⁶⁸ CHELLI M. e GENDRON Y., *Sustainability Ratings and the Disciplinary Power of the Ideology of Numbers*, J Bus Ethics, 2012, p. 187.

imprese ad alte prestazioni ambientali e le imprese emarginate a causa della mancata integrazione dei criteri ESG nelle attività economiche. Gli autori Chelli e Gendron evidenziano però gli effetti che possono derivare da un approccio simile, in quanto questo regime può provocare ulteriori distinzioni ed esclusioni, accrescendo le pressioni verso le imprese⁶⁹.

Queste pressioni accentuano maggiormente le diffidenze che le imprese ripongono nei confronti delle agenzie di rating ambientale. Le reazioni di sfiducia sono presenti in modo rilevante in quelle imprese che non hanno complete conoscenze in ambito sostenibile e che faticano a adottare innovative visioni imprenditoriali.

Nonostante gli aspetti negativi presenti nei riscontri delle imprese sull'impatto relativo alle agenzie di rating ESG, l'idea che le aziende adottino nel proprio operato un approccio orientato alla sostenibilità sta aumentando. Trattasi di un procedimento lungo e graduale in cui sono necessari diversi interventi per disciplinare sia le imprese che le agenzie di rating ESG, in modo tale da instaurare una migliore collaborazione tra i soggetti e, in particolare, rafforzare la fiducia da entrambe le parti.

Dagli studi compiuti nell'ultimo decennio emerge come l'appartenenza ad un determinato settore, in cui le imprese che vi prendono parte sono indirizzate verso una linea di pensiero sostenibile, conduce anche le altre a conformarsi e, conseguentemente, a utilizzare i rating per verificare le proprie performance ambientali e sociali. Infatti, nel caso opposto di una impresa che opera in un settore privo di interessamento alla tematica, l'impresa risulta meno vincolata a adottare e valutare, tramite le agenzie di rating ESG, il comportamento sostenibile⁷⁰.

Nella ricerca di Clementino e Perkins⁷¹ sono state analizzate le reazioni di alcune imprese italiane in merito all'operato delle agenzie di rating ESG. Nell'elaborato, gli autori hanno rilevato una forte disomogeneità tra le aziende nell'accettare la presenza di questi soggetti nel mercato. Nel corso della ricerca, essi hanno esaminato e suddiviso le aziende italiane aderenti ai rating ESG in due categorie: quadrante attivo e quadrante passivo.

In merito il quadrante passivo comprende quelle imprese che hanno apportato modifiche alle modalità di comunicazione delle strategie sostenibili per conformarsi alle richieste delle agenzie di rating, a causa della particolare attenzione di queste ultime sui documenti pubblicati online. Ciò ha spinto questa categoria di imprese a fornire alle agenzie i dati e le informazioni

⁶⁹ CHELLI M. e GENDRON Y., *Sustainability Ratings and the Disciplinary Power of the Ideology of Numbers*, J Bus Ethics, 2012, pp. 188, 189, 199 e 200.

⁷⁰ SHARKEY A. e BROMLEY A., *Can Ratings Have Indirect Effects? Evidence from the Organizational Response to Peers' Environmental Ratings*, American Sociological Review, 2015, pp. 63, 64 e 65.

⁷¹ CLEMENTINO E. e PERKINS R., *How Do Companies Respond to Environmental, Social and Governance (ESG) ratings? Evidence from Italy*, Journal of Business Ethics, 2020, pp. 386, 387, 389 e 390.

necessarie per svolgere le valutazioni, pubblicandole on-line nei rispettivi siti web oppure nella dichiarazione non finanziaria (DNF).

Il quadrante attivo invece comprende quelle imprese che hanno dedicato tempo e un notevole impiego di risorse per rispondere al meglio ai quesiti delle agenzie di rating ESG, attribuendo agli esiti delle valutazioni un forte valore in termini di reputazione, poiché ritengono che i buoni risultati possano influenzare positivamente gli investitori e i risparmiatori durante le scelte di investimento.

Gli autori di tale ricerca hanno illustrato che la gran parte delle imprese italiane esaminate hanno reagito alla presenza delle agenzie iniziando a modificare il proprio business aziendale per conformarsi ai criteri ambientali, sociali e di governance. Nonostante ciò, essi hanno sottolineato che le rettifiche intraprese dalle imprese valutate riguardavano principalmente le modalità di divulgazione delle strategie aziendali alle agenzie di rating ESG.

I motivi legati a tale risultato derivano dal costo elevato che le imprese devono sostenere quando stabiliscono di integrare i criteri ambientali, sociali e di governance nelle procedure operative interne. Mentre nel caso di modifiche alle procedure di comunicazione di dati e informazioni da indirizzare alle agenzie di rating ESG, i costi e le risorse impiegate sono inferiori.

Le diverse ricerche compiute finora mostrano un quadro eterogeneo delle reazioni delle imprese alle agenzie di rating ESG. Le imprese rispondono in modo differente le une dalle altre, anche a causa delle peculiari richieste di informazioni poste dalle agenzie. Nonostante la presenza di reazioni disomogenee, si rileva come il giudizio dei rating ambientali sulle imprese influenza particolarmente il loro modo di reagire e di adattarsi alle nuove prospettive sostenibili.

Il contesto attuale caratterizzato dall' incremento di consapevolezza nella tematica sostenibile da parte delle istituzioni, delle autorità di regolamentazione, degli investitori, degli intermediari finanziari e dei cittadini sta trasformando gradualmente il mercato dei capitali. Questa consapevolezza aiuterà conseguentemente le imprese ad accettare le nuove prospettive sostenibili e la presenza di rating ambientali che esaminano il loro comportamento⁷².

Un altro aspetto da analizzare riguarda la possibilità che i rating ambientali possano influenzare positivamente quelle imprese che non hanno effettuato investimenti socialmente responsabili. Relativamente è stata sviluppata una ricerca in grado di individuare un metodo utile per incentivare queste imprese. Dal presente studio emerge come l'aspetto fondamentale per aiutare le imprese non propense ad attuare una visione sostenibile, si individua nel possibile legame tra

⁷² HUBEL B. e SCHOLZ H., *Integrating sustainability risks in asset management: the role of ESG exposures and ESG ratings*, Journal of Asset Management, 2019, pp. 66 e 67.

il beneficio che l'azienda può ottenere dall'analisi condotta con il rating ESG e la volontà effettiva di attuare degli investimenti sostenibili. Le criticità presenti che ostacolano il realizzo di tale aspetto si riferiscono alle limitazioni esistenti nelle metriche di valutazione dei rating⁷³.

I rating di sostenibilità sono accresciuti rapidamente nell'ultimo decennio e nello svolgimento del loro compito indirizzano i vari soggetti di mercato a adottare degli investimenti sostenibili. Tuttavia, i manager d'azienda, i consulenti finanziari e gli investitori non sono in grado di verificare la validità⁷⁴ dei rating ambientali.

Al fine di garantire una buona collaborazione tra le imprese e le agenzie di rating ESG, diversi interventi devono essere compiuti. Trattasi di interventi che le istituzioni nazionali e internazionali devono attuare attraverso delle disposizioni atte a disciplinare e migliorare il rapporto di fiducia tra questi soggetti, e di interventi che affrontano concretamente i limiti presenti nelle agenzie di rating ESG in relazione alle modalità differenti di misurazione delle performance delle aziende.

Il ruolo del rating ambientale è cruciale per i manager, gli stakeholders e gli investitori, poiché si tratta di uno strumento che consente loro di prendere decisioni sostenibili valide.

D'altro canto, per le imprese il rating ambientale può rappresentare uno strumento cardine per la gestione della propria attività economica e per dimostrare agli stakeholders l'impegno nel perseguire una strategia aziendale che integra i criteri ESG (ambientale, sociale e di governance). Gli stakeholders rappresentano una categoria fondamentale per le imprese, poiché le informazioni che essi desumono dagli esiti dei rating ESG consentono di comprendere al meglio se le imprese stanno effettivamente perseguendo degli obiettivi sostenibili.

Il motivo per cui gli stakeholders riconoscono l'importanza delle agenzie di rating ESG nel mercato deriva dal fatto che essi non dispongono di competenze specifiche per valutare le politiche ambientali delle aziende oppure non possiedono i dati ambientali da esaminare. Dunque, per tali soggetti risulta complicato esaminare i comportamenti delle aziende. Conseguentemente le agenzie di rating ESG cercano di soddisfare le richieste degli stakeholders e di fornire informazioni chiare e trasparenti.

La funzione delle agenzie di rating ESG serve ulteriormente a individuare i fenomeni di greenwashing presenti nelle aziende. A seguito della forte pressione promossa dalle istituzioni,

⁷³ ADAM A. e SHAVIT T., *How Can a Ratings-based Method for Assessing Corporate Social Responsibility (CSR) Provide an Incentive to Firms Excluded from Socially Responsible Investment Indices to Invest in CSR?*, Journal of Business Ethics, 2008, pp. 899 e 900.

⁷⁴ CHATTERJI A., DURAND R., LEVINE D. TOUBOUL S., *Do Ratings Of Firms Converge? Implications For Managers, Investors And Strategy Researchers*, Strategic Management Journal, 2015, pp. 1597, 1598 e 1599.

dagli investitori e dagli stakeholders le aziende hanno scelto di utilizzare strumenti diversi dalle disposizioni legislative e dai rating ambientali, adottando codici di autoregolamentazione. Tali codici di condotta hanno assunto rilevanza in quanto le aziende, tramite questo strumento, dimostrano la loro partecipazione a garantire lo sviluppo sostenibile.

In merito, sono sorte critiche sui codici di autoregolamentazione da parte degli studiosi. Alcuni tra essi sostengono che possono rappresentare un buon strumento in grado di indurre le imprese ad attuare comportamenti aziendali sostenibili. Altri invece ritengono che possano favorire lo sviluppo di fenomeni di greenwashing, al fine di ingannare gli attori di mercato in merito ai risultati aziendali⁷⁵.

Numerosi sono gli aspetti da considerare nel valutare la funzione delle agenzie di rating ESG e l'impatto che esse producono nei confronti degli attori di mercato, in particolare delle imprese. Molti dubbi devono essere ancora risolti, ma gli studiosi nel corso degli anni si stanno impegnando a individuare delle soluzioni opportune al fine di risolvere le divergenze tuttora presenti.

Quanto esaminato mostra un quadro complicato in relazione al modo di reagire delle imprese ai rating ambientali, evidenziando come non sia presente una risposta ai rating ESG uguale per tutte le imprese. Infatti, le imprese possono reagire in modo differente agli esiti delle procedure di rating realizzate dalle agenzie di rating ESG.

Riuscire a creare un legame di collaborazione solido tra le agenzie di rating ESG e le imprese garantirebbe un buon funzionamento del sistema economico volto all'integrazione dei criteri ambientali, sociali e di governance.

⁷⁵ PEREZ-BATRES L., DOH J., MILLER V., PISANI M., *Stakeholder Pressures as Determinants of CSR Strategic Choice: Why do Firms Choose Symbolic Versus Substantive Self-Regulatory Codes of Conduct?*, J Bus Ethics, 2012, pp. 157 e 158.

CAPITOLO III – PERFORMANCE DI SOSTENIBILITA' E INSICUREZZA NELLE VALUTAZIONI

3.1 INDICATORI PER MISURARE LA PERFORMANCE SOCIO-AMBIENTALE

Per diversi anni le problematiche ambientali, sociali e di governance non sono state esaminate e affrontate dalle imprese. Il principale obiettivo delle aziende era la massimizzazione del profitto. Esse ritenevano che l'integrazione dei fattori ESG nelle proprie strategie operative d'azienda avrebbe comportato elevati costi e non avrebbe contribuito ad accrescere i risultati economici e i risultati finanziari.

La sensibilizzazione alle tematiche ambientali, sociali e di governance accresciuta nel corso degli anni, a seguito di numerosi eventi che hanno aggravato la situazione ambientale e sociale del mondo, ha attirato l'attenzione degli attori di mercato, in particolare degli stakeholders. A fronte della maggiore consapevolezza acquisita da tali soggetti, i quali influenzano in modo rilevante le strategie d'azienda, si è verificata nell'ultimo decennio una crescente attenzione da parte delle imprese nei confronti della sostenibilità.

Conseguentemente, l'interessamento di manager d'azienda, stakeholders, consulenti finanziari e investitori ha favorito lo sviluppo del settore del rating, già presente sul mercato dagli inizi anni Venti del secolo scorso con le tre principali agenzie di rating internazionale (Moody's, S&P e Fitch). La mancata conoscenza e competenza dei criteri ESG (Environmental, Social and Governance) e delle conseguenze che possono emergere dall'attuazione di tali fattori hanno intensificato il ruolo delle agenzie di rating ESG.

Sebbene le agenzie di rating ESG rappresentino uno strumento essenziale per le imprese, gli stakeholders e gli investitori, rilevano numerose discrepanze in merito alle pratiche che esse utilizzano durante lo svolgimento delle valutazioni delle performance ambientali e sociali⁷⁶.

Queste lacune hanno evidenziato l'esigenza di analizzare gli indicatori di performance che le agenzie di rating ESG utilizzano, allo scopo di verificare l'attendibilità dei risultati che

⁷⁶ BILLIO M., COSTOLA M., HRISTOVA I., LATINO C., PELIZZON L., *Inside the ESG rating: (Dis)agreement and performance*, Corporate Social Responsibility Environmental Management, 2021, pp. 1426, 1427, 1428 e 1429.

emettono al termine delle loro valutazioni. Valutazioni inesatte possono inficiare i giudizi delle imprese, degli operatori economici e degli investitori sulle decisioni di investimenti sostenibili.

Gli indicatori di performance sono strumenti determinanti nelle procedure di rating ambientale, perché attraverso questi indici risulta possibile misurare e controllare le performance socio-ambientali.

A seguito di una carente regolamentazione concernente la trasparenza e l'affidabilità dell'utilizzo di tali indicatori, alcuni ricercatori hanno compiuto degli studi già nei primi anni Duemila, in modo da rispondere alle varie sollecitazioni mosse espressamente dagli stakeholders, dalle imprese e dagli investitori. In particolare, le finalità nell' esaminare gli indici di performance derivano dal ruolo che svolgono nelle valutazioni. Gli indicatori di performance socio-ambientale consentono di fornire informazioni sostanziali alle tre principali categorie di attori di mercato: stakeholders, investitori e imprese.

In merito, le informazioni agli stakeholders consentono loro di disporre una migliore prospettiva sulle possibili conseguenze sociali, ambientali ed economiche delle scelte strategiche delle imprese. Per gli investitori, i dati che emergono dagli indici permettono di formulare delle scelte di investimento in grado di bilanciare i risultati economici-finanziari con i criteri ESG. Per le imprese invece, gli indici consentono alle stesse di individuare eventuali difetti nelle strategie o nei procedimenti operativi interni e provvedere alla risoluzione. Inoltre, possono aiutare le imprese a identificare le aree su cui intervenire ed effettuare nuovi investimenti sostenibili per creare maggiori vantaggi competitivi⁷⁷.

In questo contesto le imprese sono i principali soggetti sottoposti alla pressione dei propri portatori d'interesse e delle istituzioni, in relazione all'adozione del modello di business sostenibile e ai giudizi espressi dalle agenzie di rating ESG che influenzano pesantemente sulla loro posizione di mercato.

Dunque, a fronte della richiesta di una maggiore attendibilità degli indici che le agenzie di rating ESG utilizzano, emerge la figura del "Sustainable Investor Relations" il cui obiettivo consiste nel migliorare la comunicazione che intercorre tra le imprese, le agenzie di rating ESG e gli investitori. L'introduzione di questa figura deriva dalla poca credibilità di imprese e investitori nei confronti delle agenzie di rating ESG, in merito alle incongruenze nella comunicazione dei risultati. Alcuni ricercatori ritengono che tali discrepanze derivino dalla presenza di metodi di valutazione differenti tra le agenzie che impediscono la comparazione dei dati, e dall'errata

⁷⁷ BODO R., DALLA SEGA F., COLOMBO N., FAZIO V., MOLTENI M., PERRINI F., VERSACE F., VICINI G., VIGLIO L., *Il Bilancio Sociale. Documenti di ricerca n° 2. Indicatori di performance per reporting e rating di sostenibilità*, Milano, Giuffrè, 2004, pp. 6 e 7.

scelta degli indicatori di performance che non individuano completamente le modifiche apportate dalle imprese in campo ambientale, sociale e di governance. Sussiste un problema di comunicazione tra tali soggetti che può essere colmato dalla nuova figura.

L'incarico primario del Sustainable Investor Relations (SIR) consiste nell'assicurare la corretta applicazione dei criteri ambientali, sociali e di governance negli strumenti di valutazione delle agenzie di rating ESG, allo scopo di garantire giudizi finali attendibili. L'ulteriore compito rilevante che il SIR deve compiere riguarda l'aspetto comunicativo tra le agenzie di rating ESG, gli investitori e le imprese. Quest'ultimo incarico serve per assicurare una corretta trasmissione dei dati relativi alle performance ambientali delle imprese e per rafforzare così il rapporto con gli investitori.

Trattasi di una figura che mira a rivoluzionare le modalità di comunicazione tra questi soggetti, cercando di ridurre le lacune presenti. Inoltre, l'introduzione del SIR contribuisce a migliorare il rapporto tra le imprese e gli investitori istituzionali in modo da assicurare a questi ultimi la possibilità di prendere decisioni adeguate in investimenti sostenibili di lungo periodo⁷⁸.

Tuttavia, diversi ricercatori ritengono che la presenza del SIR non riuscirà a colmare le numerose discrepanze ancora presenti nelle agenzie di rating ESG. Per tale ragione si stanno muovendo nella direzione di eseguire numerosi lavori di ricerca sugli indicatori di performance per individuare soluzioni concrete e affidabili alle problematiche esistenti.

Attraverso gli studi, i ricercatori cercano non soltanto di far conoscere gli indici più comuni e validi che le agenzie di rating ESG devono utilizzare durante i processi di misurazione delle performance, ma di dimostrare come l'opportuna integrazione dei fattori ESG da parte delle imprese può condurre le stesse ad ottenere buoni risultati economici-finanziari e ambientali.

Infatti, i ricercatori Zhao et al.⁷⁹ in una indagine condotta sulle imprese cinesi hanno rilevato come l'implementazione dei criteri ESG, da parte di queste ultime nelle strategie operative aziendali, ha permesso di ottenere dei buoni esiti non solo in campo ambientale e sociale ma anche buoni risultati finanziari.

D'altro canto, altri ricercatori hanno rilevato nei loro studi pareri differenti, poiché hanno individuato degli effetti deboli in alcuni ambiti dei criteri ESG e degli indicatori di performance.

⁷⁸ ANDRIOLA L., JORIZZO M., SABELLI P., *Sustainable Investor Relation: Comunicare Agli Investitori Tramite Le Strategie Di Sostenibilità Ambientale*, Ambiente e Sviluppo, 2012, pp. 1, 2 e 3.

⁷⁹ ZHAO C., GUO Y., YUAN J., WU M., LI D., ZHOU Y., & KANG J., *ESG and corporate financial performance: Empirical evidence from China's listed power generation companies*. Sustainability, 2018, pp. 2, 3 e 4.

Questo evidenzia come le diverse considerazioni emerse dalle ricerche condotte finora portano ad avere opinioni differenti e risulta complicato definire le soluzioni più opportune per risolvere le problematiche attuali. Tale situazione mette sempre più in evidenza la possibilità di ricorrere alla individuazione di indicatori di performance standards per le agenzie di rating ESG.

La maggiore complessità nel rating ambientale deriva dalle carenze esistenti nei metodi di misurazione dei criteri ESG (Environmental, Social and Governance). Nonostante negli anni siano state fornite delle definizioni comuni inerenti alla sostenibilità, come ad esempio il concetto di sviluppo sostenibile definito nel Rapporto Brundtland nel 1987, si rilevano ancora incongruenze concernenti le specifiche definizioni nelle tre dimensioni della sostenibilità (ambientale, sociale ed economica). Dunque, tali lacune contribuiscono a rafforzare il divario tra i providers di rating ambientale e gli investitori e le imprese, in quanto questi ultimi molto spesso non dispongono di conoscenze complete in merito alle caratteristiche dei criteri ESG. Ciò sottolinea ancora di più la necessità di standards comuni di misurazione delle performance ESG, al fine di semplificare la valutazione della sostenibilità di una azienda.

In merito, uno studio condotto dalla ricercatrice Windolph⁸⁰ nel 2011 ha rilevato alcune cause che possono ostacolare la trasparenza delle metriche di valutazione e conseguentemente degli indicatori di performance. Le cause sono le seguenti:

- *Manca di standardizzazione*: la causa in esame evidenzia la carenza di metriche e di indicatori di performance comuni tra le agenzie di rating ESG, poiché ognuna decide di adottare un proprio approccio di misura. Un ulteriore motivo che accentua questa causa riguarda le differenti procedure di raccolta dati ed informazioni dalle aziende;
- *Manca di credibilità delle informazioni (pregiudizi e compromessi)*: le informazioni che i providers di rating ESG raccolgono derivano principalmente dalla collaborazione con le aziende. Tuttavia, le imprese molto spesso si rifiutano di fornire le informazioni opportune per lo svolgimento del rating ambientale, perché esse non presentano fiducia nei confronti delle società di rating ESG, oppure le informazioni che comunicano risultano poco attendibili, in quanto trasmettono volontariamente dati che non influenzano negativamente la propria performance ambientale e sociale. Un'altra causa da esaminare riguarda l'eccessiva enfaticizzazione rispetto a una delle tre dimensioni della sostenibilità che genera di conseguenza un pregiudizio nei confronti delle altre due dimensioni. Ciò può alterare i risultati finali del rating ambientale e creare dei

⁸⁰ WINDOLPH S., *Assessing Corporate Sustainability Through Ratings: Challenges and Their Causes*, Journal of Environmental Sustainability, 2011, pp. 42, 43, 44 e 45.

compromessi. Tali compromessi si realizzano quando le analisi prodotte dalle agenzie di rating ESG forniscono un singolo punteggio. La formulazione di un singolo punteggio implica che i difetti di una dimensione della sostenibilità possono essere colmati dai migliori risultati emersi nelle altre due dimensioni. Pertanto, queste cause possono portare a rappresentare un quadro dell'impresa sostenibile distorto e lontano dalla realtà;

- *Mancanza di trasparenza*: questa causa pone l'accento sulla poca affidabilità rivolta agli strumenti di valutazione utilizzati dalle agenzie di rating ESG, poiché tali soggetti non vogliono riferire ai propri competitors le modalità con cui utilizzano gli indicatori di performance nelle procedure. Dunque, la loro trasparenza può essere messa in discussione dagli investitori e dalle imprese valutate;
- *Mancanza di indipendenza*: tale causa si verifica soprattutto durante le ripetute collaborazioni tra agenzie di rating ESG e le imprese, in cui si scambiano le informazioni necessarie per poter effettuare i controlli sui comportamenti sostenibili dell'azienda. Questa situazione può contribuire a ridurre l'indipendenza delle società di rating ESG e influenzare il giudizio finale affinché l'impresa esaminata ottenga una buona performance sostenibile.

La ricerca sulle cause che influenzano la trasparenza e la credibilità degli indicatori di performance consente di avere una chiara visione di come superare tali ostacoli e indirizzare le agenzie di rating ESG a individuare degli indici capaci di valutare correttamente l'impegno delle imprese a perseguire strategie sostenibili.

Nel corso degli anni gli accademici hanno elaborato molti indici sostenibili da poter utilizzare nei rating ambientali. A fronte di numerosi indicatori di performance sostenibile è stata posta la successiva domanda su quali tra essi risultano più opportuni alle caratteristiche dell'impresa. Individuare degli indicatori specifici per ogni impresa è molto complesso e questo avvalora ancor di più l'ipotesi di ricorrere alle strumentazioni standard per tutte le agenzie di rating ESG. Un possibile approccio metodologico identificato dagli studiosi consiste nella riclassificazione di questi indicatori sulla base dei bisogni principali degli stakeholders oppure delle richieste degli investitori⁸¹.

Per classificare gli indici di performance sostenibile è necessario esaminare le loro caratteristiche principali e, in particolare, le funzioni che svolgono. In genere, gli indici

⁸¹ ESCRIG-OLMEDO E., MUNOZ-TORRES M., FERNANDEZ IZQUIERDO., *Socially responsible investing: sustainability indices, ESG rating and information provider agencies*, Int. J. Sustainable Economy, 2010, pp. 442 e 443.

rappresentano uno strumento che rilevano se le azioni adottate dai soggetti in esame sono in grado di raggiungere gli obiettivi prefissati. Nel caso della sostenibilità, gli indici di performance sostenibile cercano di scoprire se le imprese riescono a perseguire gli obiettivi di sviluppo sostenibile all'interno della propria organizzazione. Inoltre, in questo ambito gli indicatori devono essere in grado di rispondere a tutte e tre le dimensioni dello sviluppo sostenibile.

In generale, le caratteristiche più comuni tra gli indicatori sono la capacità di quantificare e di semplificare le informazioni per renderle più comprensibili e confrontabili ai lettori, in relazione a fenomeni complessi. Attraverso queste caratteristiche, gli indici svolgono la funzione di gestione e di analisi delle variabili da monitorare e la funzione di comunicazione del valore emerso dalla valutazione.

In merito, l'OCSE (l'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico) ha determinato i requisiti primari per definire la validità degli indicatori. Tali requisiti sono la misurabilità (in termini di reperibilità di documenti validi e aggiornati), la validità scientifica (ossia gli indici devono basarsi su standard ammessi dalla comunità scientifica) e il raggiungimento degli obiettivi stabiliti (in termini di indici di semplice interpretazione). Questi criteri si riferiscono a tutte le tipologie di indicatori, compresi quelli che misurano le performance socio-ambientali.

Tra gli indicatori di performance utilizzati per i rating di sostenibilità è opportuno distinguere tra gli indicatori ambientali e gli indicatori di sostenibilità⁸²:

- Gli indicatori ambientali si focalizzano sugli aspetti prettamente legati all'ambiente e non considerano l'ambito sociale e di governance. Infatti, essi misurano gli effetti che derivano dall'attività dell'uomo sull'ambiente, ossia in termini di inquinamento, di uno sfruttamento eccessivo delle risorse naturali, di deforestazioni ecc. Valutano inoltre le iniziative concernenti il conseguimento delle finalità di protezione dell'ambiente;
- Gli indicatori sostenibili concentrano le loro valutazioni sulle tre dimensioni della sostenibilità (ambientale, sociale e di governance). Questi indici, rispetto a quelli ambientali, esaminano le tre dimensioni sostenibili e forniscono il vantaggio di esprimere un giudizio sintetico. Tuttavia, l'aspetto critico riguarda la possibilità che questi giudizi, trattandosi di un tema complesso e ampio, non riescano a specificare gli elementi primari. Trattasi di indicatori che vengono principalmente utilizzati dalle

⁸² ANGHINELLI S. e BERETTA I., *Indicatori di sostenibilità e cultura*, Economia della Cultura, 2004, pp. 17, 18, 19 e 21.

agenzie di rating ESG per misurare e controllare l'andamento ambientale, sociale ed economico delle imprese, soddisfacendo le richieste e i bisogni degli stakeholders e degli investitori.

Relativamente agli indicatori di sostenibilità, la Commissione Europea nei primi anni Duemila ha sviluppato dei possibili indici comuni per tutti gli Stati membri dell'UE. Con tale intervento la Commissione Europea ha voluto sostenere gli enti e le imprese che si impegnano ad assumere un modello di business sostenibile. I dieci indicatori formulati dalla Commissione Europea, capaci di fornire informazioni semplici e comparabili, costituiscono strumenti utili a monitorare la competenza delle imprese e degli enti nel perseguire finalità di sviluppo sostenibile.

Con la prospettiva di individuare degli indicatori di sostenibilità per potenziare le misure di monitoraggio delle performance di imprese ed enti, la Commissione Europea ha elaborato i seguenti indicatori, suddividendoli in due categorie:

- Indicatori obbligatori: soddisfazione dei cittadini rispetto alle imprese e comunità locali; contributo locale al cambiamento climatico; mobilità locale e trasporto passeggeri; disponibilità di aree verdi e servizi locali per i cittadini; qualità dell'aria all'esterno a livello locale;
- Indicatori facoltativi: gestione sostenibile degli enti locali e delle imprese locali; inquinamento acustico; uso sostenibile del territorio; prodotti che promuovono la sostenibilità;

Questi indicatori sono stati selezionati sulla base di alcuni aspetti fondamentali dello sviluppo sostenibile concernenti la protezione dell'ambiente, l'uguaglianza e l'integrazione sociale, il rapporto tra le comunità locali e le rispettive imprese e i bisogni delle comunità locali. Attraverso questi strumenti, l'Unione Europea ha fornito degli indici comuni relativi alla sostenibilità, affinché possano essere applicati per monitorare in modo rapido e semplice gli sviluppi compiuti dalle imprese e dagli enti. Gli indicatori elaborati dalla Commissione Europea si aggiungono all'elenco di ulteriori indici predisposti negli anni dagli accademici. Tuttavia, un elevato numero degli stessi può risultare un ostacolo per le agenzie di rating ESG, perché al fine di individuare gli indici più opportuni per valutare i comportamenti sostenibili delle aziende rischiano di selezionare quelli meno idonei.

La presenza di numerosi indicatori di performance comporta ingenti informazioni sui criteri ESG adottati dalle imprese per gli investitori e gli stakeholders. Ciò può determinare una maggiore confusione da parte di tali soggetti.

Negli studi condotti dai ricercatori Billio et al⁸³. nel 2020 riguardanti l'analisi dei criteri ESG utilizzati nelle procedure di rating ambientali dalle agenzie, essi hanno rilevato l'esigenza di fornire parametri precisi di misurazione, suggerendo alle istituzioni di elaborare una tabella di disposizioni comuni per tutte le agenzie di rating ESG affinché possano selezionare correttamente gli indicatori di performance sostenibile e, conseguentemente, comunicare informazioni dettagliate e attendibili.

Per analizzare gli indicatori di performance sostenibile e individuare quali tra essi risultano più semplici ed efficaci da applicare nelle valutazioni, risulta opportuno comprendere il ruolo degli stessi nel rating ambientale. La funzione di questi strumenti è rilevante per il fatto che traducono la visione astratta dello sviluppo sostenibile in azioni concrete, tramite le informazioni che ottengono e indirizzano ai soggetti valutati.

La creazione di indici/parametri di sostenibilità è un aspetto cardine per garantire il funzionamento del rating di sostenibilità. Questi parametri acquisiscono dati e informazioni che aiutano le agenzie di rating ESG a formulare delle valutazioni sulle performance socio-ambientali di imprese ed enti. Sono strumenti integrati nella procedura del rating ambientale e sono essenziali per il fine ultimo del rating, in quanto servono agli investitori per decidere i migliori investimenti sostenibili e agli stakeholder per comprendere le strategie adottate dalle imprese.

Questi indici rispetto a quelli formulati per i rating creditizi devono considerare anche gli aspetti etici e non soltanto gli ambiti finanziari. Ciò dipende dalla funzione stessa del rating di sostenibilità, perché attraverso questo procedimento le agenzie di rating ESG formulano giudizi sintetici che includono assieme agli aspetti finanziari anche gli aspetti socio-ambientali.⁸⁴

Un ambito aggiuntivo che le istituzioni e i ricercatori devono considerare nelle disposizioni e nelle rispettive ricerche riguarda la modalità di utilizzo del rating ambientale. La procedura di impiego del rating è una scelta delle agenzie di rating ESG, le quali possono decidere di utilizzarlo contemporaneamente con l'analisi finanziaria oppure in un momento differente. Considerando ciò, la scelta di indicatori di performance sostenibili standards è condizionata dal modo in cui la procedura di rating viene impiegata.

Per evitare che la scelta dell'operatore diventi troppo soggettiva, questi indicatori devono fondarsi su principi base e comuni a tutti. Questo rappresenta uno tra i motivi che ha spinto

⁸³ BILLIO M., COSTOLA M., HRISTOVA I., LATINO C., PELIZZON L., *Inside the ESG rating: (Dis)agreement and performance*, Corporate Social Responsibility Environmental Management, 2021, p. 1426.

⁸⁴ BODO R., DALLA SEGA F., COLOMBO N., FAZIO V., MOLTENI M., PERRINI F., VERSACE F., VICINI G., VIGLIO L., *Il Bilancio Sociale. Documenti di ricerca n° 2. Indicatori di performance per reporting e rating di sostenibilità*, Milano, Giuffrè, 2004, p. 25.

L'Unione Europea ad intervenire, già nei primi anni del Duemila, formulando degli indici basati sui principi di sostenibilità che possano essere applicati in modo uguale negli Stati membri.

Relativamente, i principi servono per delineare il perimetro di lavoro degli indici e per selezionare quelli più opportuni alle esigenze di valutazione, capaci di riunire in un solo valore le diverse informazioni emerse dalla procedura di rating. Dunque, i principi sostenibili devono porsi alla base della disciplina del rating ambientale e degli indicatori di performance.

Gli indicatori di sostenibilità così come la procedura del rating ambientale hanno acquisito un notevole riconoscimento da parte degli attori di mercato, poiché comunicano a tali soggetti i dati necessari per individuare miglioramenti in campo ambientale, sociale ed economico relativo alle imprese. Gli indici sostenibili studiano e quantificano i dati complicati raccolti dai providers delle agenzie di rating ESG ed elaborano in un unico valore le informazioni necessarie alle agenzie per compiere i corrispondenti controlli.

Gli accademici hanno sviluppato diversi indicatori di sostenibilità e per la loro creazione hanno investito diverso tempo e molte risorse allo scopo di individuare i migliori indici. Nella formazione degli stessi, i ricercatori hanno riscontrato alcune difficoltà nell'impiego della documentazione raccolta dai providers, a causa dell'insicurezza sulla attendibilità dei dati, sul loro utilizzo e sulla modalità di ponderazione dei dati nell'indicatore. Elaborare un indice rappresenta un procedimento complesso, perché deve trattarsi di un indicatore in grado di facilitare gli aspetti più complessi relativi alle strategie aziendali sostenibili adottate dalle imprese oppure inerenti agli investimenti socialmente responsabili proposti dagli intermediari finanziari⁸⁵.

A livello internazionale, nel 2001 i membri del Gruppo consultivo sugli indicatori di sviluppo sostenibile (CGSDI) hanno sviluppato un software in grado di comunicare le relazioni tra le dimensioni della sostenibilità per applicarlo a una serie di indicatori sostenibili, allo scopo di fornire migliori valutazioni sulle prestazioni esaminate. L'intervento di tale gruppo ha aiutato gli operatori ad individuare gli indicatori più corretti e attendibili da applicare nei rating ambientali grazie all'utilizzo del software.

Gli interventi delle istituzioni, quali la Commissione Europea e il Gruppo consultivo sugli indicatori di sviluppo sostenibile, puntano a migliorare gli indicatori di sostenibilità e conseguentemente la procedura di rating ambientale, affinché si fornisca un quadro completo e chiaro relativo alle performance ambientali e sociali delle imprese. L'ulteriore motivo delle

⁸⁵ SINGH R., MURTY H., GUPTA S., DIKSHIT A., *An overview of sustainability assessment methodologies*, Ecological indicators, 2008, pp. 189, 190, 191 e 197.

istituzioni, perseguito anche dagli accademici, riguarda il riconoscimento dato a questi strumenti in quanto possono contribuire a rafforzare le conoscenze degli investitori e degli stakeholders sulla tematica.

Numerose ricerche dimostrano come le aziende che perseguono gli obiettivi sostenibili nella proprie strategie operative presentano risultati finanziari migliori rispetto a quelle imprese che non adottano i criteri ESG, e ciò dimostra l'importanza del ruolo del rating di sostenibilità e dei rispettivi indicatori.

A fronte della posizione rilevante degli indicatori di performance, è indispensabile una regolamentazione efficace sulla loro trasparenza e validità che disciplini in modo corretto l'individuazione e l'attuazione degli stessi durante le procedure del rating ambientale. Tuttavia, l'attuale disciplina risulta scarsamente efficiente. Questa situazione contribuisce ad aggravare la poca fiducia riposta dagli investitori, dai consulenti finanziari e dagli stakeholders nei confronti di questi strumenti di misurazione.

La mancanza di una regolamentazione capace di disciplinare il funzionamento degli indici ha spinto i ricercatori ad elaborare ognuno degli indicatori di performance. Conseguentemente, ciò ha portato all'aumento del numero degli indicatori a disposizione delle agenzie di rating ESG, favorendo così la creazione di una maggiore confusione sull'individuazione dell'indicatore più adeguato per i rating ambientali.

In tale contesto, si è verificata una forte richiesta da parte delle imprese, degli stakeholders, degli intermediari finanziari e degli investitori riguardante il regolare impiego degli indicatori di performance socio-ambientale. In merito, già all'inizio del secolo sono stati compiuti diversi studi per rispondere a tali lacune. Tra i più rilevanti, la ricerca condotta dal Gruppo di studio per il bilancio sociale nel 2003 ha rilevato un possibile rimedio per selezionare in modo corretto gli indicatori di sostenibilità. Il Gruppo ha focalizzato la propria ricerca sull'alternativa di riclassificare gli indicatori basandosi sulle esigenze richieste dagli stakeholders, rispettando i principi di sostenibilità.

I ricercatori del Gruppo di studio per il bilancio sociale, nella prima fase dell'indagine, hanno analizzato le categorie più comuni degli stakeholders presenti nei procedimenti di misurazione delle performance ambientali e sociali⁸⁶. Dopo aver consultato i bisogni specifici di ciascuna categoria dei portatori d'interesse, allo scopo di individuare indicatori uguali per i differenti tipi

⁸⁶ BODO R., DALLA SEGA F., COLOMBO N., FAZIO V., MOLTENI M., PERRINI F., VERSACE F., VICINI G., VIGLIO L., *Il Bilancio Sociale. Documenti di ricerca n° 2. Indicatori di performance per reporting e rating di sostenibilità*, Milano, Giuffrè, 2004, pp. 7, 8 e 9.

di organizzazione aziendale e aver seguito le linee guida fornite dal GRI - Global Reporting Initiative, ossia un ente internazionale senza fine di lucro che definisce quali sono i criteri standard di rendicontazione di comportamenti socio-ambientali⁸⁷ - essi hanno selezionato e classificato alcuni indicatori di performance sostenibile e, successivamente, distinti in due categorie: indicatori qualitativi e indicatori quantitativi.

Nella selezione degli indici, la figura del SIR (Sustainable Investor Relation) può contribuire a individuare quali tra gli indicatori di sostenibilità possono meglio rispondere alle esigenze degli stakeholders.

Il coinvolgimento di questa figura aiuta a determinare gli interessi delle varie categorie di stakeholders, grazie alla sua primaria funzione di raccordo comunicativo con i principali attori di mercato. Dal rapporto comunicativo instaurato con tali soggetti, le informazioni desunte aiutano le agenzie di rating ESG nella scelta degli opportuni indici di sostenibilità. Pertanto, la partecipazione del SIR permette di evitare la formulazione di parametri inadeguati oppure di parametri utilizzati nelle valutazioni sulle strategie finanziarie delle imprese che risultano inappropriati per lo svolgimento delle verifiche sulle performance sostenibili.

Ogni ricercatore ha studiato ed elaborato gli indicatori di performance con propri metodi, ma il punto in comune tra i loro lavori riguarda la formulazione di indici in grado di controllare lo sviluppo sostenibile delle imprese e degli enti sottoposti a valutazione. Relativamente, i ricercatori Krajnc e Glavic⁸⁸ sono riusciti a definire il cosiddetto “Indice Composito di Sviluppo Sostenibile” (ICSD), in cui misura il progresso nel tempo dell’impresa nel perseguire strategie sostenibili, e nonostante la modalità di formulazione dello stesso sia differente rispetto a quella utilizzata dai ricercatori del Gruppo di studio per il bilancio sociale, il fine ultimo di realizzare un set di indici per le aziende ed enti che trattino tutti gli aspetti dello sviluppo sostenibile è il medesimo. Un altro aspetto in comune tra gli accademici, quando conducono studi inerenti agli indicatori di sostenibilità, sono le linee guida del GRI (Global Reporting Initiative). Tale istituzione internazionale interviene proponendo degli indicatori generali che considerano alcuni ambiti delle imprese, quali la struttura organizzativa, la strategia e il profilo dell’impresa.

Nella ricerca pubblicata dal Gruppo di studio per il bilancio sociale, le agenzie di rating ESG possono osservare quali sono gli indici maggiormente ripetuti nelle procedure di rating ambientale. Infatti, nella categoria clienti degli stakeholders il gruppo propone di utilizzare come indici qualitativi per focalizzare le loro particolari esigenze: la qualità e la sicurezza dei

⁸⁷ MAURI D., *Un rendiconto sostenibile*, Equilibri, 2002, pp. 354, 355, 360 e 361.

⁸⁸ KRAJNC D. e GLAVIC P., *A model for integrated assessment of sustainable development*, Resources, Conservation and Recycling, 2004, p. 189.

prodotti o servizi offerti; la soddisfazione dei clienti; le tipologie dei mercati serviti; il rispetto della privacy; le soddisfazioni dei clienti. Accanto a tali indici il gruppo ha predisposto i rispettivi indicatori quantitativi. Oltre alla categoria dei clienti, sono stati analizzati e formulati anche gli indicatori sostenibili per le altre tipologie di stakeholders (fornitori, personale dipendente, comunità locale, soci e finanziatori, ambiente e generazioni future)⁸⁹.

Nonostante i vari interventi degli accademici, la presenza di troppi indicatori impedisce alle agenzie di rating ESG di formulare un giudizio sintetico sulle prestazioni socio-ambientali delle imprese o degli enti. Allo scopo di fronteggiare questa problematica rilevante, i ricercatori Krajnc e Glavic⁹⁰ nella corso della loro indagine hanno sottolineato la necessità di aggregare gli indicatori, allo scopo di garantire una migliore integrazione dei criteri ESG nei processi decisionali delle agenzie di rating ESG.

Sebbene l'ipotesi di raggruppamento degli indici di sostenibilità potrebbe risultare una valida soluzione, la modalità di aggregazione non risulta consolidata. Dunque, vista la scarsa fiducia dei principali attori di mercato sul funzionamento dei rating ambientale e dei rispettivi indicatori, questa procedura viene difficilmente applicata. Di conseguenza, ciò rileva l'ulteriore bisogno di nuove azioni da parte dei ricercatori affinché possano individuare delle soluzioni in merito.

L'insieme di queste soluzioni incerte proposte negli anni sia dai ricercatori che dalle istituzioni internazionali ed europee hanno convinto che l'alternativa più affidabile riguarda la redazione di indicatori di sostenibilità standards e comuni per tutte le agenzie di rating ESG. Disporre di indici standards aiuterebbe ad effettuare i confronti sulle performance ambientali e sociali tra le imprese che appartengono al medesimo settore, a verificare i progressi compiuti inerenti allo sviluppo sostenibile in un determinato settore e a confrontare le differenti procedure di rating ambientale tra le imprese dello stesso settore⁹¹.

L'argomento della sostenibilità ha acquisito progressivamente rilevanza, in modo particolare nei confronti delle imprese, perché sono i principali soggetti tra gli attori di mercato che devono apportare modifiche significative all'interno della propria organizzazione, allo scopo di perseguire gli obiettivi di sviluppo sostenibile. Pertanto, le informazioni che si ricavano dagli

⁸⁹ BODO R., DALLA SEGA F., COLOMBO N., FAZIO V., MOLTENI M., PERRINI F., VERSACE F., VICINI G., VIGLIO L., *Il Bilancio Sociale. Documenti di ricerca n° 2. Indicatori di performance per reporting e rating di sostenibilità*, Milano, Giuffré, 2007, pp. 16, 17, 18 e 19.

⁹⁰ KRAJNC D. e GLAVIC P., *A model for integrated assessment of sustainable development*, Resources, Conservation and Recycling, 2004, pp. 192, 193 e 194.

⁹¹ AZAPAGIC A. e PERDAN S., *Indicators Of Sustainable Development For Industry: A General Framework*, Trans IChemE, 2000, pp. 244, 245 e 246.

indicatori di performance sulla sostenibilità devono essere corrette per evitare di danneggiare l'immagine delle imprese sostenibili oppure per individuare quelle che solo in apparenza risultano imprese sostenibili.

Sulla base di questa prospettiva, gli indici di sostenibilità devono essere semplici, comprensibili e disponibili, in quanto i dati ottenuti sono indirizzati a soggetti che non dispongo conoscenze esaurienti sulla tematica, e devono trattare tutte e tre le dimensioni dello sviluppo sostenibile (ambientale, sociale ed economica).

Dunque, per la rappresentazione corretta della performance sostenibile dell'impresa sottoposta alla procedura di valutazione del rating ambientale, gli indicatori di performance non devono fornire informazioni alterate rispetto alla realtà.

Gli indicatori per loro definizione sono limitati a causa del compito di descrivere in modo preciso un fenomeno complesso. Per tale motivo, gli accademici sono intervenuti fornendo delle soluzioni concrete per agevolare il ruolo degli stessi nelle procedure di analisi e di controllo condotte dalle agenzie di rating ESG.

Pertanto, l'immagine sostenibile delle imprese viene comunicata tramite gli indicatori di performance sostenibile che misurano l'andamento economico, sociale ed ambientale delle stesse, fornendo le informazioni necessarie alle agenzie di rating ESG per svolgere le rispettive misurazioni. Nonostante le diverse lacune presenti nella regolamentazione di tali indici, rappresentano uno strumento chiave per rispondere alle esigenze di imprese, stakeholders, investitori, consulenti finanziari, istituzioni e comunità locali.

3.2 L'INCERTEZZA DEI RATING ESG

La maggiore attenzione rivolta alle tematiche ESG da parte dei principali attori di mercato ha sviluppato nel corso degli anni una crescente domanda di rating ambientale. Tale incremento della domanda deriva dalla forte pressione apportata dagli investitori e dagli stakeholders per quanto concerne il dovere delle imprese e degli intermediari finanziari di integrare i criteri ESG negli investimenti socialmente responsabili e nei processi interni alle organizzazioni aziendali. A fronte della richiesta di utilizzare il rating ambientale, contemporaneamente è emersa la domanda di introdurre misure di salvaguardia sugli strumenti di valutazione, ossia sugli indicatori di performance sostenibile e sulle procedure di valutazione del rating affinché risultino attendibili.

Il bisogno di regolamentare il rating ambientale e i relativi strumenti di valutazione a seguito dell'incremento della domanda è stato sottolineato dall'ESMA (European Securities and Markets Authority) nel 2021⁹² in cui ha evidenziato la necessità di individuare nuovi requisiti affinché le agenzie di rating ESG, durante lo svolgimento delle proprie procedure di valutazione, garantiscano la trasparenza degli strumenti e delle misure adottate. Pertanto, per assicurare che tali requisiti siano applicati ugualmente dalle agenzie di rating ESG è imprescindibile l'intervento delle istituzioni europee.

Numerose sono le problematiche attinenti ai rating ESG e agli indicatori di performance sostenibile relative alla trasparenza e affidabilità delle metodologie di valutazione, ai probabili conflitti d'interesse tra i providers e ai fenomeni di greenwashing tra le imprese, e ciò segnala sempre più l'esigenza di una disposizione legislativa. Tuttavia, gli interventi compiuti finora dalle istituzioni internazionali ed europee mostrano come sia difficile agire in un contesto così complesso, poiché il mercato del rating ambientale e il concetto di sviluppo sostenibile sono in continua evoluzione.

L'assenza di precise disposizioni legislative contribuisce ad accrescere il ruolo di incertezza rivolto alle agenzie di rating ESG e ai rispettivi strumenti di misurazione, rappresentando un limite rilevante per gli investimenti sostenibili e per l'immagine di quelle imprese che intendono contribuire alla crescita della sostenibilità. Inoltre, la mancanza di una disciplina impedisce di effettuare le indagini sul numero di imprese presenti sul mercato ESG, necessarie per osservare quanto la tematica della sostenibilità sia influente.

⁹² ESMA, *Lettera Esma Alla Commissione Europea Sugli "Esg Rating Criteria"*, 2021. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma30-379-423_esma_letter_to_cc_on_esg_ratings.pdf

L'esigenza di nuove normative in ambito sia internazionale che europeo serve non soltanto per rispondere alle richieste di trasparenza e validità del rating ambientale degli investitori e per prevenire le questioni di greenwashing delle imprese e degli enti ma, in particolare, per definire al meglio la responsabilità che le agenzie di rating ESG devono assumersi in merito alla funzione che essi svolgono sul mercato ESG. Considerando il ruolo chiave che essi ricoprono nel garantire l'attività di monitoraggio sulle imprese che intraprendono percorsi sostenibili e sulla validità degli investimenti sostenibili proposti agli investitori, fondamentale è la loro responsabilità nei confronti degli attori di mercato. Questa esigenza sottolinea l'assenza di una disciplina in grado di regolamentare il loro comportamento durante lo svolgimento dell'attività.

Tale questione è emersa già a metà del primo decennio degli anni Duemila con le CRA (Credit Rating Agencies), ossia le agenzie di rating creditizio, a seguito di alcuni scandali finanziari che hanno portato all'attenzione la responsabilità di tali soggetti. Dunque, la mancanza di una disposizione normativa che regoli la responsabilità delle agenzie di rating ESG deriva non solo a causa della complessità del tema dello sviluppo sostenibile, ma per la totale assenza di un regolamento nell'intero settore del rating, cioè nelle diverse tipologie di rating.

Le agenzie di rating ESG nel formulare il giudizio sintetico al termine della loro attività di monitoraggio forniscono delle informazioni che devono essere corrette e veritiere per non causare danni irrimediabili agli investitori. Pertanto, il tema della responsabilità deve essere affrontato per evitare il verificarsi di queste fattispecie che possono ulteriormente aggravare l'incertezza esistente sui rating ESG. D'altro canto, l'assenza di una legge inerente alla responsabilità delle agenzie di rating ESG impedisce loro di difendersi nel caso in cui le informazioni raccolte risultino alterate.⁹³

A fronte di questa situazione, gli attori di mercato richiedono alle agenzie di rating ESG di applicare la dovuta diligenza durante lo svolgimento delle proprie funzioni. Il rating ambientale è un processo sofisticato, poiché deve considerare e integrare i criteri ESG nelle proprie procedure di valutazione mediante l'utilizzo di modelli matematici o logici. Tale complessità rende difficile per un soggetto esterno verificare se effettivamente l'agenzia di rating abbia adottato la dovuta diligenza oppure se sia stata negligente. Queste considerazioni hanno spinto gli attori di mercato a richiedere alle istituzioni di individuare una legge capace di disciplinare la responsabilità delle agenzie di rating ESG⁹⁴.

⁹³ SCARONI C., *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, Contratto e Impr., 2011, p. 9.

⁹⁴ PROSPERETTI L., *La possibile responsabilità civile delle società di rating: alcune riflessioni in chiave economica*, *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2012, pp. 450 e 460.

Un altro aspetto rilevante che influisce negativamente sulla attendibilità dei rating ambientali e degli indicatori di sostenibilità riguarda le differenti metodologie utilizzate tra le agenzie di rating ESG. Ciascuna utilizza propri procedimenti di valutazione e propri indici di performance sostenibile in base alle specifiche esigenze richieste dai soggetti sottoposti a valutazione. Tuttavia, il motivo principale per cui esse non ricorrono a metodi standards, comuni a tutte le agenzie di rating ESG, deriva dalle peculiari caratteristiche presenti nel mercato di appartenenza. Infatti, l'industria del rating è caratterizzata dalla presenza di poche società di rating. Ciò indica che tale settore è controllato solo da pochi operatori, i quali detengono rilevanti quote del mercato stesso⁹⁵.

Questo contesto induce le poche agenzie di rating ESG presenti sul mercato ad adottare strategie di differenziazione, al fine di non trasmettere dati e informazioni alle agenzie che detengono le maggiori quote di mercato. La mancanza di collaborazione tra le agenzie di rating ESG e l'assenza di procedure standard contribuiscono ad accrescere l'incertezza degli attori di mercato. Nonostante il continuo sviluppo sulla tematica della sostenibilità, l'esistenza di queste lacune impedisce la diffusione di una maggiore sicurezza e fiducia in merito ai metodi di valutazione delle performance socio-ambientali di imprese ed enti⁹⁶.

Altresì, a queste discrepanze si aggiunge l'utilizzo eterogeneo dei criteri ESG da parte delle agenzie di rating ESG. Nonostante siano presenti delle definizioni internazionali sulla sostenibilità, determinate durante le conferenze indotte dall'Assemblea generale dell'Onu, si è osservato nel corso degli anni la presenza di una confusione in merito alle conoscenze basilari della tematica. Ciò deriva dal fatto che lo sviluppo sostenibile, le procedure di rating ESG e gli indici di sostenibilità sono in continua evoluzione. Questo richiede alle agenzie di rating ESG un costante aggiornamento in termini di conoscenze e competenze.

La carenza di definizioni comuni dei criteri ESG può indurre l'agenzia di rating ESG ad elaborare giudizi sintetici su un'impresa contenenti opinioni opposte rispetto agli esiti forniti sulla stessa impresa da un'altra agenzia di rating ESG. Relativamente, i ricercatori Billio et al.⁹⁷ hanno condotto una ricerca su nove agenzie di rating ESG allo scopo di analizzare le metodologie che ciascuno di loro adottano per lo svolgimento delle attività. Dalle verifiche

⁹⁵ FERRI G. e LACITIGNOLA P., *Concorrenza e agenzie di rating: il dibattito economico*, Analisi Giuridica dell'Economia, 2012, pp. 302 e 303.

⁹⁶ ESCRIG-OLMEDO E., FERNANDEZ-IZQUIERDO M., FERRERO-FERRERO I., RIVERA-LIRIO J., MUNOZ-TORRES M., *Rating the raters: Evaluating how ESG rating agencies integrate sustainability principles*, Sustainability, 2019, pp. 3, 6 e 7.

⁹⁷ BILLIO M., COSTOLA M., HRISTOVA I., LATINO C., PELIZZON L., *Inside the ESG rating: (Dis)agreement and performance*, Corporate Social Responsibility Environmental Management, 2021, pp. 1426 e 1427.

compiute, essi hanno rilevato come tali agenzie siano prive di caratteristiche e di uguali conoscenze relative ai criteri ESG.

Inoltre, essi hanno osservato come la collaborazione tra le agenzie di rating ESG nel comunicare eventuali nuove strategie operative acquisite sia relativamente bassa. L'eterogeneità nei criteri ESG incide negativamente anche sulla selezione degli indicatori di performance sostenibile, in quanto i ricercatori Billio et al. hanno rilevato come le nove agenzie di rating ESG esaminate utilizzano ognuna indici differenti, a seguito del disaccordo che sussiste tra loro concernente i giudizi sintetici che emettono sulle performance socio-ambientali di imprese ed enti.

Nonostante il rating ambientale abbia subito negli anni più recenti una forte evoluzione a seguito dell'incremento della domanda di investitori e stakeholders sulle procedure di valutazione di imprese ed investimenti sostenibili, si rilevano tuttora alcuni dubbi inerenti alla funzione del rating ambientale. Questo strumento permette di aiutare gli attori di mercato nell'individuare gli aspetti negativi e positivi derivanti dall'impegno delle imprese nell'adottare strategie aziendali volte alla sostenibilità. Permettono di raccogliere, tramite i providers, dati ed informazioni che non si riescono ad individuare facilmente nei documenti standard delle imprese.⁹⁸

Una ulteriore questione che condiziona l'incertezza creata attorno al tema del rating ESG e degli indicatori di sostenibilità riguarda la numerosità degli indici disponibili sul mercato. La presenza di numerosi indicatori e l'assenza di un approccio standard comune tra tutte le agenzie di rating ESG rafforzano i divari tra gli indici utilizzati. Relativamente, gli accademici hanno suggerito nel corso degli anni di stipulare degli accordi tra le agenzie di rating ESG affinché utilizzino i medesimi benchmark. Tuttavia, si è verificata una scarsa collaborazione, a causa di alcuni fattori che hanno interferito nella collaborazione tra le agenzie. Tali fattori riguardano le diverse problematiche ambientali e sociali presenti nelle aree locali delle imprese esaminate che inducono le agenzie di rating ESG ad individuare indicatori specifici. Dunque, risulta un processo complicato giungere ad un accordo di cooperazione tra le agenzie di rating ESG, poiché queste ultime trasmettono informazioni eterogenee sul mercato.

La soluzione sostenuta da molti ricercatori e istituzioni internazionali ed europee concernenti l'adozione di modelli standards per semplificare i divari esistenti prevale come rimedio possibile a tali problematiche. Questa alternativa consentirebbe di ridurre quell'incertezza esistente tra gli attori di mercato, in particolare per le imprese che devono individuare

⁹⁸ KJELLBERG S., PRADHAN T., KUH T., *An evolution in ESG indexing*. Tech. rep., iShares BlackRock, 2019, pp. 7 e 8.

correttamente i criteri ESG da adottare nelle strategie aziendali e per gli investitori che devono scegliere gli opportuni investimenti⁹⁹.

L'elaborazione di giudizi sintetici dalle agenzie di rating ESG consente di trasmettere informazioni utili sulle valutazioni ambientali, sociali e di governance delle imprese. Qualora tali informazioni risultino valide e affidabili, possono contribuire a ridurre le asimmetrie informative inerenti ai criteri ESG tra gli attori di mercato. La formulazione di giudizi attendibili sottolinea l'importanza del ruolo che ricoprono le agenzie di rating ESG. Pertanto, le carenze tra le stesse non aiutano a fornire una struttura di informazioni credibili che consentono di ridurre le asimmetrie informative. Ad aggravare tali lacune si aggiunge la modalità di divulgazione dei criteri ESG da parte dei singoli paesi. Trattasi di modalità volontarie e prive di sanzioni¹⁰⁰ che non aiutano la diffusione del concetto di sviluppo sostenibile e dei suoi criteri in modo uguale tra le nazioni.

Allo scopo di colmare le numerose discrepanze concernenti l'affidabilità e la trasparenza dei rating ambientali e degli indicatori di performance sostenibile, diversi ambiti devono essere corretti. Considerando il ruolo chiave del rating ambientale e l'importanza che ne deriva, non soltanto come procedura di valutazione delle performance socio-ambientali ma come strumento di comunicazione di informazioni non finanziarie delle imprese esaminate, gli accademici suggeriscono agli attori di mercato di porre molta prudenza in merito alle informazioni che essi ricevono, poiché anche una singola informazione errata può alterare il giudizio finale emesso.

Questa conclusione apportata dagli accademici nel corso dei loro studi deriva dalla dimostrazione che i criteri ESG integrati dalle imprese ed enti nelle strategie interne apportano un impatto notevole sul valore dell'impresa o dell'ente. In merito, la divulgazione delle tre dimensioni della sostenibilità (ambientale, sociale ed economica) deve avvenire seguendo degli standards comuni a tutti i soggetti che svolgono tale funzione (istituzioni, ricercatori, agenzie di rating ESG, providers di dati ESG, intermediari finanziari)¹⁰¹. Dunque, per garantire maggiore affidabilità tramite la formulazione di disposizioni standards è necessario un rapporto cooperativo tra le istituzioni, le agenzie di rating ESG e i ricercatori in cui essi collaborano alla corretta divulgazione dei criteri ESG.

⁹⁹ BILLIO M., COSTOLA M., HRISTOVA I., LATINO C., PELIZZON L., *Inside the ESG rating: (Dis)agreement and performance*, Corporate Social Responsibility Environmental Management, 2021, pp. 1434 e 1435.

¹⁰⁰ DEVINNEY T., *Is the Socially Responsible Corporation a Myth? The Good, the Bad, and the Ugly of Corporate Social Responsibility*, Academy of Management Perspectives, 2009, pp. 44 e 45.

¹⁰¹ UTZ S., *Corporate scandals and the reliability of ESG assessments: evidence from an international sample*, Rev Manag Sci, 2017, p. 484.

Il ricercatore Utz ha pubblicato uno studio nel 2017, in cui al fine di perseguire l'obiettivo di trasmettere affidabilità alle valutazioni compiute dalle agenzie di rating ESG, ha utilizzato gli scandali (corruzioni, frodi, pessime condizioni di lavoro, disastri ambientali provocati dalle imprese ecc.) verificati negli anni precedenti, in qualità di eventi imprevedibili, per esaminare l'evoluzione delle perplessità degli attori di mercato sulle valutazioni delle performance socio-ambientali di imprese ed enti prima e dopo tali accadimenti. Durante lo svolgimento di tale ricerca sono state identificate due tipologie di indicatori: retrospettivi e previsionali. Gli indicatori retrospettivi permettono di compiere un'analisi ex-post dei comportamenti assunti dalle imprese valutate, mentre gli indicatori previsionali consentono di svolgere un esame relativo alle strategie di previsione che l'impresa intende adottare.

Attraverso questi indicatori, il ricercatore Utz ha evidenziato come al verificarsi dello scandalo, gli indicatori retrospettivi diminuiscono, ossia gli stakeholders e gli investitori non si affidano alle valutazioni ex-post, mentre gli indicatori previsionali aumentano, in quanto gli attori di mercato ricercano pratiche di valutazioni in grado di analizzare le strategie di previsione. In merito, questa ricerca evidenzia come al verificarsi di uno scandalo le imprese iniziano ad intensificare le proprie strategie sostenibili d'azienda per migliorare la loro valutazione ESG¹⁰².

Sulla base di tale ricerca che individua le reazioni degli attori di mercato tramite gli indicatori che esaminano le strategie interne delle imprese volte a perseguire fini sostenibili, si evidenzia come molto spesso le imprese e gli enti perseguono una visione sostenibile di "facciata", solamente per raggirare gli stakeholders, gli intermediari finanziari e gli investitori e convincerli che considerano le questioni socio-ambientali. Ciò evidenzia come il compito svolto dal rating ambientale serve a contrastare tale fenomeno.

Relativamente, negli anni più recenti si è appurata una crescente richiesta di introdurre una figura in grado di monitorare il corretto adempimento delle agenzie di rating ESG durante lo svolgimento dell'attività di valutazione ESG. Infatti, l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) ha suggerito alla Commissione Europea di individuare una pubblica autorità capace di controllare l'operato delle agenzie di rating ESG, e impedire loro il sorgere di controversie con gli attori di mercato, garantendo maggiore trasparenza.

A fronte della richiesta, è stata introdotta la figura del SIR (Sustainable Investor Relation) al fine di aiutare a colmare le problematiche presenti.

¹⁰² UTZ S., *Corporate scandals and the reliability of ESG assessments: evidence from an international sample*, *Rev Manag Sci*, 2017, p. 484, 485, 486 e 504.

Questa necessità di identificare un soggetto che operi da intermediario nelle comunicazioni tra le agenzie di rating ESG, le imprese e gli investitori deriva dalla crescente consapevolezza acquisita negli ultimi anni relativa all'efficacia delle modalità di comunicazione delle performance socio-ambientali delle imprese e delle rispettive strategie sostenibili. Questa figura presenta un ruolo fondamentale, poiché deve verificare che le agenzie di rating Esg integrino in modo equilibrato i criteri ESG e garantiscano la trasparenza delle informazioni comunicate dalle agenzie alle imprese, agli stakeholders e agli investitori.

Il SIR emerge in particolare per rispondere ai bisogni degli investitori, poiché al fine di prendere una valida decisione d'investimento essi valutano molteplici elementi forniti dalle agenzie di rating ESG e dalle imprese. Questo rappresenta un aspetto da considerare per rimediare all'incertezza sulla validità della procedura del rating ambientale e dei rispettivi indici di sostenibilità. L'importanza di trasmettere dati e informazioni corrette presenta un secondo fine per gli investitori, ossia consente di rafforzare il rapporto con le imprese e di apprendere ulteriori informazioni di gestione dell'azienda (rapporto di fiducia con i cliente, interazioni con gli stakeholders, modalità di svolgimento dei processi produttivi, strategie di differenziazione rispetto ai competitors).

Relativamente, nel riconoscere l'importanza della comunicazione è intervenuta l'Unione Europea con l'emanazione della Direttiva 2014/95/EU in cui esplicita il modo di redazione delle informazioni non finanziarie per le imprese. Ciò può agevolare non solamente gli investitori nelle decisioni di investimenti, ma i providers e le agenzie di rating ESG durante lo svolgimento delle procedure di analisi delle performance socio-ambientali dell'impresa¹⁰³.

Un ulteriore fattore che incide negativamente riguarda la scarsa educazione in ambito della sostenibilità ambientale, sociale e di governance presente tra le imprese, gli investitori e gli stakeholders. L'educazione finanziaria incentrata sugli aspetti dello sviluppo sostenibile rappresenta un fattore chiave per evitare che gli investitori e gli altri attori di mercato assumano decisioni errate sulla base di informazioni ottenute dalle procedure di rating ambientale.

A seguito della crisi finanziaria del 2008, le autorità europee hanno constatato come la scarsa alfabetizzazione finanziaria potrebbe aver contribuito a peggiorare le conseguenze della stessa. Ciò ha sottolineato come il possesso di una conoscenza specifica in ambito finanziario e sostenibile sia essenziale per compiere decisioni d'investimento o di gestione interna valide.

¹⁰³ ANDRIOLA L., JORIZZO M., SABELLI P., *Sustainable Investor Relation: Comunicare Agli Investitori Tramite Le Strategie Di Sostenibilità Ambientale*, Ambiente e Sviluppo, 2012, p. 2.

Un'adeguata formazione finanziaria e sostenibile consente di individuare facilmente i possibili errori presenti nei dati e nelle informazioni, evitando di essere raggirati e contrastando i fenomeni di greenwashing. Tuttavia, alcuni accademici sottolineano come le decisioni degli investitori, delle imprese, degli stakeholders e degli altri attori di mercato siano influenzate dalla presenza di errori cognitivi che inducono automaticamente e inconsciamente gli stessi a individuare delle scorciatoie per semplificare le decisioni che devono compiere¹⁰⁴. La presenza di errori cognitivi associata anche alla irrazionalità dell'essere umano possono incidere sulle loro conoscenze e competenze, e indurli a commettere delle valutazioni errate sulle informazioni a loro disposizione¹⁰⁵.

Un ulteriore elemento da considerare riguarda la continua evoluzione della tematica dello sviluppo sostenibile che richiede una costante formazione in merito agli aggiornamenti sia da parte degli intermediari finanziari, degli stakeholders, degli investitori sia dai principali soggetti che devono integrare i criteri ESG nelle proprie attività, ossia le agenzie di rating ESG e le imprese. L'impegno di risultare costantemente informati sulle novità apportate dalle istituzioni internazionali ed europee relative ai nuovi obiettivi da perseguire o sulle informazioni emerse dagli studi di ricerca è un compito base per le agenzie di rating ESG, in quanto devono utilizzare validi strumenti di analisi che adottino in modo corretto i criteri ESG durante le procedure di valutazione. In tal modo, esse sono in grado di formulare giudizi sintetici attendibili. Inoltre, il forte senso di responsabilità che le agenzie di rating ESG acquisiscono nel perseguire in modo efficiente le procedure del rating ambientale riesce a diffondere una maggiore certezza nei confronti dei soggetti a cui sono indirizzate le valutazioni. Ciò aiuterebbe a mitigare la scarsa fiducia riposta nel rating ambientale.

Al fine di rendere più efficace il rating ambientale deve esserci una collaborazione solida con le imprese. Queste ultime devono disporre di una sufficiente competenza in termini di sostenibilità per poter assumere appropriate strategie d'azienda sostenibili. Un'adeguata conoscenza e formazione dei criteri ESG consente loro di trasmettere corrette informazioni alle agenzie di rating ESG sulle proprie scelte ed evitare in tal modo che le agenzie emettano risultati poco attendibili a causa della loro inefficienza. Al contrario, la giusta formazione aiuta le imprese ad individuare eventuali errori di giudizio delle agenzie di rating ESG.

¹⁰⁴ LIACE G., *L'investitore tra deficit informativi e bias comportamentali*, Banca Impresa Società, 2018, pp. 451, 452 e 453.

¹⁰⁵ THALER R., *From Homo Economicus to Homo Sapiens*, Journal of Economic Perspectives, 2000, pp. 133, 134 e 140.

Per trasmettere fiducia e sicurezza inerente al rating ambientale e agli indici di performance sostenibile deve esserci un solido impegno tramite azioni concrete da parte delle agenzie di rating ESG. Allo scopo di riuscire a mitigare le problematiche presenti è necessario una collaborazione da tutte le parti coinvolte, non solo dagli investitori, dagli stakeholders e dalle istituzioni internazionali ed europee. La rilevante pressione esercitata nei confronti delle agenzie di rating ESG e dei providers di dati ESG risulta dal rilevante ruolo degli indici di sostenibilità e del rating ambientale, in quanto possono incoraggiare le imprese e gli enti ad adottare politiche aziendali socialmente responsabili.

Ormai gli investitori e gli esponenti del mondo imprenditoriale sono sempre più consapevoli sul fatto che gli investimenti che integrano i criteri ESG consentono di ottenere un valore a lungo termine. Sulla base di questa consapevolezza tali soggetti si stanno impegnando ad attuare azioni concrete per riuscire a risolvere le incertezze esistenti, ma deve verificarsi il medesimo impegno anche da parte delle agenzie di rating ESG. Relativamente, uno studio condotto da Escrig-Olmedo et al. ha rilevato come l'interessamento dei consumatori alle azioni sociali delle imprese conduce gli stessi a considerare maggiormente le informazioni derivanti da fonti esterne, ossia le agenzie di rating ESG, rispetto alle informazioni fornite dalla impresa¹⁰⁶.

Dunque, allo scopo di assicurare che le valutazioni sulle performance socio-ambientali di imprese ed enti risultino valide e sicure, diversi studiosi hanno analizzato il corretto impiego degli indici di sostenibilità nelle procedure del rating ambientale. Nonostante abbiano riscontrato delle difficoltà nel reperire dati e informazioni dalle agenzie di rating ESG, gli studiosi hanno evidenziato come la maggior parte delle agenzie esaminate utilizzano indicatori che individuano le imprese con buone performance sostenibili e indicatori che verificano quali sono gli investimenti da escludere.

Tuttavia, la presenza dei numerosi indicatori e l'assenza di metodi standards comuni alle agenzie di rating ESG non facilitano il loro operato. Infatti, ciascuna agenzia opera in base alle specifiche richieste degli investitori e delle imprese, contribuendo in tal modo alla creazione di informazioni eterogenee. Inoltre, gli indicatori di performance forniscono punteggi differenti a seconda delle caratteristiche delle imprese esaminate.

¹⁰⁶ ESCRIG-OLMEDO E., MUNOZ-TORRES M., FERNANDEZ IZQUIERDO., *Socially responsible investing: sustainability indices, ESG rating and information provider agencies*, Int. J. Sustainable Economy, 2010, pp. 442, 444 e 460.

In merito, si può evincere come i rating prodotti dalle agenzie di rating ESG non rappresentano unicamente delle opinioni comuni perché possono incidere ampiamente sulle scelte degli investitori e sulle aspettative degli stakeholders.

Migliorare la trasparenza del processo di valutazione del rating ambientale e omogeneizzare gli indicatori di performance sostenibili costituiscono gli obiettivi primari da realizzare, allo scopo di mitigare i dubbi e le incertezze esistenti sul rating ESG. Le informazioni desunte dalla procedura di rating ambientale sono indirizzate ad un'ampia gamma di soggetti, i quali esigono la certezza che le decisioni che essi compiono, sulla base delle valutazioni svolte dalle agenzie, risultino affidabili.

Sulla verifica dell'attendibilità dei giudizi emessi dalle agenzie di rating ESG sono presenti diversi fattori che interferiscono. Nell'analisi finora compiuta, i principali elementi identificati che impediscono di verificare la validità del rating ambientale da parte degli attori di mercato sono:

- Mancanza di alfabetizzazione in relazione ai concetti dello sviluppo sostenibile e dei criteri ESG (Environmental, Social and Governance);
- Assenza di standards in grado di disciplinare e uniformare le azioni delle agenzie di rating ESG durante lo svolgimento del procedimento di rating ambientale;
- Proliferazione di indicatori di performance sostenibile selezionati dagli accademici e dalle istituzioni internazionali ed europee;
- Strategie di differenziazione adottate dalle agenzie di rating ESG nell'utilizzo del rating ambientale e dai relativi indicatori di performance allo scopo di non divulgare informazioni alle altre agenzie di rating ESG;
- Presenza di valutazioni contrastanti e opache sulle performance socio-ambientali delle imprese formulate da diverse agenzie di rating ESG;
- Limitata collaborazione e comunicazione delle modalità di valutazione impiegate nel rating ambientale tra le agenzie di rating ESG, le imprese e gli investitori;
- Presenza di numerosi fenomeni di greenwashing, definiti "ecologismi di facciata", causati dalla volontà delle imprese di pubblicizzare un'immagine ingannevole dell'azienda a favore delle problematiche ambientali e sociali;
- Assenza di una disciplina di regolamentazione inerente alla responsabilità delle agenzie di rating ESG nei confronti degli investitori, delle imprese e degli stakeholders;

Tali fattori incidono negativamente sulla affidabilità del rating ambientale e degli indici di sostenibilità. Tuttavia, devono essere esaminati nella prospettiva di individuare soluzioni in grado di eliminarli per creare una maggiore sicurezza sull'operato delle agenzie di rating ESG e sui rispettivi strumenti di valutazione.

Relativamente, gli accademici continuano a condurre nuovi studi per identificare i limiti presenti e riuscire ad elaborare possibili soluzioni in merito. Al tempo stesso essi richiedono alle istituzioni e agli altri attori principali di mercato una particolare attenzione sulle eventuali richieste che devono essere poste per svolgere efficacemente le ricerche. In una analisi effettuata dai ricercatori Scalet e Kelly¹⁰⁷ sulle reazioni delle imprese alla presenza delle agenzie di rating ESG, essi suggeriscono di indirizzare le future indagini sulla possibilità di predisporre nuovi metodi di monitoraggio della validità dei rating ambientali e dei relativi indici. Al fine di poter esigere una maggiore trasparenza sulle agenzie di rating ESG sono necessari ancora numerosi studi per osservare l'impatto provocato negli anni dai rating ESG e dagli indicatori di performance sostenibile e per individuare le migliori soluzioni di intervento.

Finora sono stati compiuti molti interventi e azioni dalle istituzioni internazionali ed europee con l'obiettivo di diffondere un nuovo approccio alla sostenibilità e riuscire a mitigare le attuali problematiche che affliggono sempre più il mondo. Tuttavia, dal punto di vista pratico non sono stati compiuti grandi passi poiché si tratta di una questione complicata e non sempre condivisa appieno. Infatti, le imprese rappresentano il soggetto cardine per contribuire alla diffusione di un nuovo stile di vita improntato sui tre ambiti della sostenibilità (ambientale, sociale ed economica). Ad oggi sono presenti ancora diverse imprese titubanti nel perseguire tali fini, poiché preferiscono attuare strategie di massimizzazione dei profitti. Sebbene le imprese a volte siano considerate un fattore di peggioramento delle questioni ambientali e sociali, si riconosce il ruolo indispensabile nella creazione dello sviluppo sostenibile.

Sulla base di questa circostanza, le agenzie di rating ESG svolgono un compito essenziale, in quanto dovrebbero riuscire a dimostrare, attraverso il rating ambientale, che attuando strategie aziendali integranti i criteri ESG accresce la possibilità di ottenere risultati economici-finanziari migliori rispetto alle imprese che decidono di non adottare strategie interne sostenibili.

¹⁰⁷ SCALET S. e KELLY T., *CSR rating agencies: what is their global impact*, Journal of Business Ethics, 2010, pp. 71, 72, 81 e 82.

Ciò evidenzia l'importanza di affrontare le questioni sull'incertezza del rating ambientale elaborando soluzioni concrete che impediscano di aggravare ulteriormente le problematiche ambientali e sociali esistenti¹⁰⁸.

Negli ultimi vent'anni diversi accademici si sono focalizzati sulla creazione di indicatori per le imprese capaci di contribuire a standardizzare gli indicatori di performance sostenibile. Per poter realizzare tale analisi, in primis hanno esaminato tutti i possibili fattori capaci di influenzare positivamente le aziende verso un nuovo modello di business basato sullo sviluppo sostenibile.

Un aspetto che viene sottolineato dagli accademici nel corso dei loro studi riguarda la tendenza delle agenzie di rating ESG nel valutare le performance socio-ambientali delle grandi imprese, in quanto sia la letteratura sulla sostenibilità che le istituzioni internazionali analizzano principalmente l'impatto e le conseguenze generate dalle strategie aziendali sostenibili delle imprese di grandi dimensioni. Ciò a discapito delle piccole e medie imprese, le quali risultano presenti nella maggioranza del territorio europeo. Sottovalutare la capacità di queste imprese potrebbe compromettere la diffusione della prospettiva volta ad integrare gli aspetti della sostenibilità nella vita quotidiana di imprese, stakeholders, investitori, consulenti finanziari, istituzioni governative e cittadini.

Principalmente la decisione di porre una minore attenzione nei confronti delle piccole e medie imprese deriva dalla scarsa competenza in ambito finanziario e sostenibile dei rispettivi manager oppure dalla loro diffidenza sulla possibilità di adottare nuovi modelli di business innovativi basati sui criteri ESG. Ulteriormente nelle decisioni di attuare politiche interne sostenibili, tali imprese sono influenzate negativamente dagli ingenti costi che dovrebbero sostenere. In tale situazione, un'adeguata formazione garantirebbe alle piccole e medie imprese una migliore conoscenza e competenza in materia e permetterebbe loro di accrescere la fiducia nei confronti di un approccio sostenibile e, conseguentemente, negli strumenti di valutazione. Disporre di una migliore competenza aiuterebbe le piccole e medie imprese a migliorare i rapporti di collaborazione con gli investitori, gli stakeholders e con le agenzie di rating ESG. Pertanto, rafforzare il rapporto di fiducia delle piccole e medie imprese deve rappresentare un obiettivo primario delle agenzie di rating ESG, in quanto tali imprese costituiscono una quota rilevante dell'industria.

¹⁰⁸ AZAPAGIC A. e PERDAN S., *Indicators Of Sustainable Development For Industry: A General Framework*, Trans IChemE, 2000, pp. 243 e 244.

La crescente popolarità del rating ambientale richiede al tempo stesso un sistema di controllo sull'operato delle agenzie di rating ESG, a seguito dei numerosi dubbi emersi nel corso degli anni sulla efficacia del rating ambientale e degli indicatori di sostenibilità. Relativamente, l'Unione Europea sta affrontando tali tematiche attraverso lo studio di possibili azioni da attuare, in modo da rispondere alle numerose richieste di interventi per rimediare e diffondere una maggiore sicurezza sulle agenzie di rating ESG.

L'introduzione di un nuovo stile di vita improntato sulla sostenibilità deriva dalla necessità di mitigare e risolvere, attraverso modalità valide e celeri, le diverse problematiche ambientali e sociali aggravate ulteriormente dalla diffusione del Covid-19 nei primi mesi del 2020. Questa situazione ha spinto i principali attori di mercato a identificare delle soluzioni concrete per affrontare tali sfide. In merito, gli studi condotti dagli accademici hanno rilevato nel concetto di sostenibilità un possibile approccio risolutivo.

Questa prospettiva si è diffusa gradualmente negli anni, assumendo sempre più importanza e attenzione da parte della popolazione. Infatti, a partire dagli anni Settanta del secolo scorso si sono verificate le prime azioni di intervento da parte delle istituzioni internazionali. Ciò ha contribuito ad accrescere la consapevolezza tra gli attori di mercato ad individuare soluzioni alle questioni sociali ed ambientali. Tuttavia, per affrontare tali sfide in modo efficiente è necessaria una stretta cooperazione tra le istituzioni, gli stakeholders, gli investitori e le imprese.

Per tal motivo sono emersi strumenti di misurazione e monitoraggio delle performance socio-ambientali, al fine di riuscire a rafforzare il rapporto di collaborazione tra tali soggetti e contribuire alla diffusione del concetto di sostenibilità. Nonostante le differenti problematiche e le incertezze inerenti al rating ambientale e agli indicatori di performance, questi strumenti sono fondamentali per trasmettere l'immagine sostenibile delle imprese, attraverso l'integrazione dei criteri ESG.

CONCLUSIONI

L'evoluzione del concetto di sostenibilità rappresenta un lungo percorso di interventi ed azioni, realizzati dalle istituzioni internazionali ed europee e da numerosi ricercatori, necessari per affrontare le problematiche ambientali e sociali che affliggono il sistema economico-sociale del mondo. La maggiore consapevolezza acquisita sull'importanza della sostenibilità, come approccio risolutivo agli effetti prodotti da tali problematiche, ha indotto la comunità internazionale ad attivarsi. Le diverse iniziative proposte negli ultimi decenni sono state promosse con l'obiettivo di coniugare lo sviluppo economico con le questioni ambientali e sociali.

Dall'introduzione del concetto di sostenibilità nel Rapporto Brundtland nel 1987, all'adozione dell'Agenda 2030 delle Nazioni Unite per lo sviluppo sostenibile nel 2015 e all'introduzione del Piano d'azione nel 2018 dalla Commissione Europea sono stati compiuti passi concreti per garantire una nuova economia fondata sui criteri ESG (Environmental, Social and Governance), ossia un'economia sostenibile. La consapevolezza e il senso di responsabilità nel ricorrere ad una economia basata sulla sostenibilità ambientale, sociale ed economica è accresciuta anche durante l'emergenza sanitaria causata dal Covid-19 nel 2020. I principali attori di mercato hanno iniziato a riconoscere il forte ruolo della sostenibilità e a ritenere gli investimenti sostenibili una possibile soluzione per realizzare una nuova economia e per contrastare le questioni ambientali e sociali che colpiscono il benessere della popolazione.

Nonostante il riconoscimento della necessità di rivoluzionare l'economia verso un approccio sostenibile, sono state riscontrate alcune difficoltà per le imprese, le banche, i consulenti finanziari e gli enti durante l'attuazione dei criteri ESG nelle strategie operative delle loro attività. Per stimolare tali soggetti ad adottare tali criteri in modo conforme, l'Unione Europea è intervenuta attraverso la predisposizione di disposizioni legislative, allo scopo di trasmettere maggiori informazioni inerenti alla tematica. Relativamente, l'Unione Europea ha partecipato attivamente alla realizzazione di una economia circolare e sostenibile, dimostrando una forte sensibilità per l'argomento. In particolare, negli ultimi dieci anni ha elaborato e attuato numerosi interventi al fine di finanziare la crescita sostenibile. Ciò ha dimostrato la forte leadership dell'Unione Europea a livello mondiale.

La consapevolezza acquisita dagli stakeholders e le disposizioni legislative introdotte dall'Unione Europea hanno accresciuto la responsabilità delle imprese nell'assumere i criteri ESG durante le strategie operative interne alla propria organizzazione. Il ruolo delle imprese nel contribuire a sviluppare una economia basata sui principi sostenibili è essenziale grazie alla posizione che ricoprono sul mercato. Il loro compito deve essere indirizzato a considerare i bisogni dei propri stakeholders e a bilanciare i risultati economico-finanziari con i risultati connessi allo sviluppo sostenibile. Per verificare il corretto adempimento delle imprese nell'aderire e nell'integrare i criteri ESG sono indispensabili le agenzie di rating ESG.

Le agenzie di rating ESG svolgono la funzione di monitoraggio delle performance sociali ed ambientali delle imprese attraverso il rating ambientale. Il rating ambientale permette alle agenzie di rating ESG di formulare giudizi sintetici capaci di fornire informazioni sul potenziale dell'impresa in campo sostenibile e sul grado di esposizione ai fattori di rischio connessi ai criteri ESG degli investitori, degli stakeholders, dei consulenti finanziari e dei risparmiatori. In merito, sono sorte numerose incertezze in relazione alle agenzie di rating ESG e alla attendibilità dei giudizi che esse emettono. Per evitare che le perplessità diventassero un ostacolo per lo sviluppo dell'economia sostenibile, diversi accademici ed istituzioni europee sono intervenuti elaborando rispettivamente principi sostenibili e raccomandazioni capaci di garantire l'introduzione di pratiche di misurazione standard nelle agenzie di rating ESG.

Il ruolo svolto dalle agenzie di rating ESG nel favorire lo sviluppo sostenibile tra gli attori di mercato è fondamentale, poiché le informazioni e i giudizi sintetici che esse formulano forniscono dati rilevanti per gli stakeholders e gli investitori. Dunque, giudizi poco attendibili e non veritieri incidono pesantemente su tali soggetti e sulle imprese, perché peggiorano l'immagine sostenibile e la reputazione aziendale di queste ultime. Pertanto, le agenzie di rating ESG sono determinanti per le imprese in quanto condizionano il modo in cui esse vengono percepite e valutate dagli attori di mercato.

Le reazioni delle imprese, degli investitori, degli intermediari finanziari e degli investitori sono differenti a seconda degli effetti prodotti dalle valutazioni. I vari studi compiuti negli anni hanno evidenziato che le reazioni delle imprese sono legate principalmente dalla percezione della sostenibilità da parte dei manager. Molte imprese presentano diffidenza nell'adottare un nuovo modello di business incentrato sulla sostenibilità e il conseguente fatto di essere valutati dalle agenzie, in merito alle loro performance sostenibili, non le incoraggia a adottare questo approccio.

Ulteriori incertezze e discrepanze sono state sottolineate anche dagli stakeholders e dagli investitori. Ciò ha spinto i ricercatori ad analizzare approfonditamente gli indicatori di performance sostenibile, allo scopo di individuare gli indici più adatti a valutare i comportamenti delle aziende, specialmente a causa della mancanza di una disciplina riguardante la trasparenza e la validità di questi strumenti.

Gli indicatori di performance sociale ed ambientale servono per lo svolgimento del rating di sostenibilità, affinché il giudizio emesso consenta all'investitore di assumere decisioni di investimento valide in grado di esaminare sia gli aspetti economici-finanziari sia gli aspetti socio-ambientali. Dalle analisi condotte, i ricercatori nel riconoscere l'importanza al rating ambientale e ai rispettivi indici di sostenibilità sostengono che devono essere elaborati degli indicatori semplici e trasparenti, poiché le informazioni che si desumono sono indirizzate a soggetti che non dispongono di complete conoscenze e competenze sulla tematica.

A seguito dell'incremento della domanda di rating ambientale e delle misure di salvaguardia degli indicatori di performance sostenibile è imprescindibile l'intervento delle istituzioni internazionali ed europee inerente all'introduzione di una disciplina che regolamenti tali strumenti, al fine di mitigare l'incertezza volta alle agenzie di rating ESG e al rating ambientale stesso. Inoltre, gli accademici precisano l'esigenza di formulare dei requisiti standards che tutte le agenzie di rating ESG devono seguire per evitare la presentazione di informazioni eterogenee e contrastanti.

Molte sono le questioni da tenere in considerazione nel monitorare le funzioni delle agenzie di rating ESG e il relativo impatto che le valutazioni producono nei confronti dei principali attori di mercato. Tuttavia, sia le istituzioni sia gli studiosi stanno impiegando tempo e risorse per identificare soluzioni capaci di risolvere le discrepanze presenti. Per realizzare ciò è essenziale una stretta collaborazione tra le istituzioni, gli stakeholders, gli investitori e le imprese.

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

ABDELKAFI N. e TAUSCHER K., *Business Models for Sustainability From a System Dynamics Perspective*, Organization & Environment, 2016, pp. 74-96.

ADAM A. e SHAVIT T., *How Can a Ratings-based Method for Assessing Corporate Social Responsibility (CSR) Provide an Incentive to Firms Excluded from Socially Responsible Investment Indices to Invest in CSR?*, Journal of Business Ethics, 2008, pp. 899-905.

ALPA G., *Responsabilità degli amministratori di società e principio di «Sostenibilità»*, Contratto e Impr., 2021, pp. 1-6.

ANDRIOLA L., JORIZZO M., SABELLI P., *Sustainable Investor Relation: Comunicare Agli Investitori Tramite Le Strategie Di Sostenibilità Ambientale*, Ambiente e Sviluppo, 2012, pp. 1-5.

ANGHINELLI S. e BERETTA I., *Indicatori di sostenibilità e cultura*, Economia della Cultura, 2004, pp. 17-25.

AZAPAGIC A. e PERDAN S., *Indicators Of Sustainable Development For Industry: A General Framework*, Trans IChemE, 2000, pp. 243-261.

BAUER R. e SMEETS P., *Social identification and investment decisions*, Journal of Economic Behavior and Organization 117, 2015, pp. 121-134.

BEN-ELI MICHAEL U., *Sustainability: definition and five core principles, a systems perspective*, Sustainability Science, 2018, pp. 1337-1343.

BILLIO M., COSTOLA M., HRISTOVA I., LATINO C., PELIZZON L., *Inside the ESG rating: (Dis)agreement and performance*, Corp Soc Responsib Environ Manag, 2021, pp. 1426-1445.

BOCCIA F. e SARNACCHIARO P., *The Impact of Corporate Social Responsibility on Consumer Preference: A Structural Equation Analysis*, Corporate Social Responsibility and Environmental Management, 2018, pp. 151-163.

BODO R., DALLA SEGA F., COLOMBO N., FAZIO V., MOLTENI M., PERRINI F., VERSACE F., VICINI G., VIGLIO L., *Il Bilancio Sociale. Documenti di ricerca n° 2. Indicatori di performance per reporting e rating di sostenibilità*, Giuffré, Milano, 2004, pp. 1-36

BOS-BROUWERS H., *Corporate Sustainability and Innovation in SMEs: Evidence of Themes and Activities in Practice*, Business Strategy and the Environment, 2010, pp. 431 e 432.

CAPRIGLIONE F., *Il dopo covid-19: esigenza di uno sviluppo sostenibile*, Nuova Giur. Civ., 2020, pp. 1-13.

CHATTERJI A., DURAND R., LEVINE D. TOUBOUL S., *Do Ratings Of Firms Converge? Implications For Managers, Investors And Strategy Researchers*, Strategic Management Journal, 2015, pp. 1597-1614.

CHATTERJI A., LEVINE D., TOFFEL M., *How Well Do Social Ratings Actually Measure Corporate Social Responsibility?* Journal Compilation, 2009, pp. 125-169.

CHELLI M. e GENDRON Y., *Sustainability Ratings and the Disciplinary Power of the Ideology of Numbers*, J Bus Ethics, 2012, pp. 187-203.

CIASULLO M. e TROISI O., *Sustainable value creation in SMEs: a case study*, The TQM Journal, 2013, pp. 44, 45 e 47.

CLEMENTINO E. e PERKINS R., *How Do Companies Respond to Environmental, Social and Governance (ESG) ratings? Evidence from Italy*, Journal of Business Ethics, 2020, pp. 379-397.

COLLISON D., COBB G., POWER D., STEVENSON L., *FTSE4Good: exploring its implications for corporate conduct*, Accounting, Auditing & Accountability Journal, 2009, pp. 35-58.

DELMAS M. e DOCTORI BLASS V., *Measuring Corporate Environmental Performance: the Trade-Offs of Sustainability Ratings*, Business Strategy and the Environment, 2010, pp. 245-260

DEVALLE A., FIANDRINO S., CANTINO V., *The linkage between Esg performance and credit ratings: a firm-level perspective analysis*, International Journal of Business and Management, 2017, pp. 53-65.

DEVINNEY T., *Is the Socially Responsible Corporation a Myth? The Good, the Bad, and the Ugly of Corporate Social Responsibility*, Academy of Management Perspectives, 2009, pp. 49-56.

DORFLEITNER G., HALBRITTER G., NGUYEN M., *Measuring the level and risk of corporate responsibility – An empirical comparison of different ESG rating approaches*, Journal of Asset Management, 2015, p. 450-466.

ESCRIG-OLMEDO E., FERNANDEZ-IZQUIERDO M., FERRERO-FERRERO I., RIVERA-LIRIO J., MUNOZ-TORRES M., *Rating the raters: Evaluating how ESG rating agencies integrate sustainability principles*, 2019, pp. 1-16.

- ESCRIG-OLMEDO E., MUNOZ-TORRES M., FERNANDEZ IZQUIERDO., *Socially responsible investing: sustainability indices, ESG rating and information provider agencies*, Int. J. Sustainable Economy, 2010, pp. 442-461.
- FAIELLA I. e NATOLI F., *Il COVID-19 ha infettato la transizione verde*, Energia, pp. 16-22
- FERRERO E., *Lo sviluppo sostenibile tra etica e diritto*, Ambiente e sviluppo, 2021, pp. 1-8.
- FERRI G. e LACITIGNOLA P., *Concorrenza e agenzie di rating: il dibattito economico*, Analisi Giuridica dell'Economia, 2012, pp. 299-322.
- FERRI G. e LIU L., *How Do Global Credit-Rating Agencies Rate Firms from Developing Countries?*, Asian Economic Papers, 2003, pp. 30-56.
- HUBEL B. e SCHOLZ H., *Integrating sustainability risks in asset management: the role of ESG exposures and ESG ratings*, Journal of Asset Management, 2019, pp. 52-69.
- KJELLBERG S., PRADHAN T., KUH T., *An evolution in ESG indexing*. Tech. rep., iShares BlackRock, 2019, pp. 1-16.
- KRAJNC D. e GLAVIC P., *A model for integrated assessment of sustainable development*, Resources, Conservation and Recycling, 2004, p. 189-208.
- LANGIULLI M., *Il possibile impatto dei rating emessi dalle agenzie e un'analisi dei giudizi sul debito sovrano emessi da Standard & Poor's*, Moneta e Credito, 2014, pp. 429-456.
- LAWRENCE S., COLLINS E., PAVLOVICH K., ARUNACHALAM M., *Sustainability Practices of SMEs: the Case of NZ*, Business Strategy and the Environment, 2006, pp. 242-257.
- LIACE G., *L'investitore tra deficit informativi e bias comportamentali*, Banca Impresa Società, 2018, pp. 445-462.
- LINCIANO N., CAFIERO E., CIAVARELLA A., DI STEFANO G., LEVANTINI E., MOLLO G., NOCELLA S., SANTAMARIA R., TAVERNA M., *La finanza per lo sviluppo sostenibile. Tendenze, questioni in corso e prospettive alla luce dell'evoluzione del quadro regolamentare dell'Unione europea*, Finanza Sostenibile, 2021, pp. 1-121.
- LINDSEY TIMOTHY C., *Sustainable principles: common values for achieving sustainability*, Journal of Cleaner Production, 2010, pp. 561-565.
- LOPEZ M., GARCIA A., RODRIGUEZ L., *Sustainable Development and Corporate Performance: A Study Based on the Dow Jones Sustainability Index*, Journal of Business Ethics, 2007, pp. 285-300.

- MARCHEGIANI L., *Piccole e medie imprese societarie con scopo lucrativo e responsabilità sociale. Spunti per una riflessione*, Rivista delle società, 2020, pp. 1481-1512.
- MAURI D., *Un rendiconto sostenibile*, Equilibri, 2002, pp. 353-365.
- MODINA M. e QUINTILIANI A., *L'importanza dell'analisi territoriale nel processo di assegnazione del rating*, Conference: XXIII Rencontres de l'Arethuse association des rencontres économiques thématiques des universités du sud de l'Europe, "Il Governo delle risorse locali", 2007, pp. 2-30.
- MONDINI G., *Valutazioni di sostenibilità: dal rapporto Brundtland ai Sustainable Development Goal*, Valori e Valutazioni, 2019, pp. 129-138.
- MUNOZ-TORRES M., FERNANDEZ-IZQUIERDO M., RIVERA-LIRIO J., ESCRIG-OLMEDO E., *Can environmental, social, and governance rating agencies favor business models that promote a more sustainable development?*, Corp Soc Resp Env Ma., 2019, pp. 439-452.
- MUNOZ-TORRES M., FERNANDEZ-IZQUIERDO M., RIVERA-LIRIO J., FERRERO-FERRERO I., ESCRIG-OLMEDO E., GISBERT-NAVARRO J., MARULLO M., *An Assessment Tool to Integrate Sustainability Principles into the Global Supply Chain*, Sustainability, 2018, pp. 1-20.
- PEREZ-BATRES L., DOH J., MILLER V., PISANI M., *Stakeholder Pressures as Determinants of CSR Strategic Choice: Why do Firms Choose Symbolic Versus Substantive Self-Regulatory Codes of Conduct?*, J Bus Ethics, 2012, pp. 157-172.
- POLITI F., *La vigilanza della BCE nelle dinamiche fra istituzioni europee e nei rapporti fra Unione Europea e Stati membri*, Diritto pubblico comparato ed europeo, 2018, 4, pp. 1035-1062.
- PROSPERETTI L., *La possibile responsabilità civile delle società di rating: alcune riflessioni in chiave economica*, Analisi Giuridica dell'Economia, pp. 450-474.
- RIDSDALE D. e NOBLE B., *Assessing sustainable remediation frameworks using sustainability principles*, Journal of Environmental Management, 2016, pp. 36-44.
- RIEDL A. e SMEETS P., *Why Do Investors Hold Socially Responsible Mutual Funds?*, Journal of Finance, 2017, pp. 2505-2550.
- RIGHI S., *Il rating ambientale: uno strumento al servizio della sostenibilità*, Ambiente e Sviluppo, 2007, pp. 1-5.

- ROBASTO G., *Un po' di chiarezza sullo sviluppo "sostenibile"*, Ambiente e sviluppo, 1995, pp. 1-4.
- SCALET S. e KELLY T., *CSR rating agencies: what is their global impact*, Journal of Business Ethics, 2010, pp. 68-88.
- SCARONI C., *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, Contratto e Impr., 2011, p. 1-35.
- SCHOLTENS BERT, *Why Finance Should Care about Ecology*, Trends in Ecology & Evolution, 2017, pp. 500-505.
- SENGE P., LICHTENSTEIN B., KAEUFER K., BRADBURY H., *Collaborating for systemic change*, MITSloan Management Review, 2007, pp. 44-54.
- SHARKEY A. e BROMLEY A., *Can Ratings Have Indirect Effects? Evidence from the Organizational Response to Peers' Environmental Ratings*, American Sociological Review, 2015, pp. 63-91.
- SIANO A., *La comunicazione per la sostenibilità nel management delle imprese*, Sinergia, Rivista di studi e ricerche, 2012, pp. 3-23.
- SILVESTRI M., *Sviluppo sostenibile: un problema di definizione*, Gentes, 2015, 2, pp. 215-219.
- SINGH R., MURTY H., GUPTA S., DIKSHIT A., *An overview of sustainability assessment methodologies*, Ecological indicators, 2008, pp. 189-212.
- SIRI M. e ZHU S., *L'integrazione della sostenibilità nel sistema europeo di protezione degli investitori*, Banca Impresa Società, 2020, pp. 3-43.
- SLAGER R., *SRI Indices and Responsible Corporate Behavior: A Study of the FTSE4Good Index*, Business & Society, 2015, pp. 386-405.
- TAMBURELLI G., *La conferenza di Johannesburg sullo sviluppo sostenibile*, Ambiente e sviluppo, 2003, pp. 1-4.
- THALER R., *From Homo Economicus to Homo Sapiens*, Journal of Economic Perspectives, 2000, pp. 133-141.
- TONELLO M., *Le agenzie di rating finanziario. Il dibattito su un modello economico esposto al rischio di conflitto di interessi. Verso un sistema pubblico di controllo?*, Contratto e Impr., 2005, pp. 1-5.

TRIFILIDIS M., *L'educazione finanziaria: le iniziative a livello internazionale*, Consumatori, diritti e mercato, 2009, pp. 58-69.

UTZ S., *Corporate scandals and the reliability of ESG assessments: evidence from an international sample*, Rev Manag Sci, 2017, p. 483-511.

VEENSTRA E. e ELLEMERS N., *ESG Indicators as Organizational Performance Goals: Do Rating Agencies Encourage a Holistic Approach?*, Sustainability, 2020, pp. 1-15.

VON CARLOWITZ H.C., *Sylvicultura Oeconomica*, Leipzig, 1713, p. 105.

WINDOLPH S., *Assessing Corporate Sustainability Through Ratings: Challenges and Their Causes*, Journal of Environmental Sustainability, 2011, pp. 37-57.

ZHAO C., GUO Y., YUAN J., WU M., LI D., ZHOU Y., & KANG J., *ESG and corporate financial performance: Empirical evidence from China's listed power generation companies*. Sustainability, 2018, pp. 1-18.

FONTI COMUNITARIE E INTERNAZIONALI

COMMISSIONE EUROPEA, *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*, 2018.

<https://eurlex.europa.eu/legalcontent/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0097&from=IT>

COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione Della Commissione Al Parlamento Europeo, Al Consiglio, Al Comitato Economico E Sociale Europeo E Al Comitato Delle Regioni, Il Green Deal europeo*, 2019. <https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri>

COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione Sviluppo sostenibile in Europa per un mondo migliore: strategia dell'Unione europea per lo sviluppo sostenibile (Proposta della Commissione per il Consiglio europeo di Göteborg)*, 2001. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52001DC0264&from=IT>

COMMISSIONE EUROPEA, *Il libro verde*, 2001.

[https://www.europarl.europa.eu/meetdocs/committees/deve/20020122/com\(2001\)366_it.pdf](https://www.europarl.europa.eu/meetdocs/committees/deve/20020122/com(2001)366_it.pdf)

COMMISSIONE EUROPEA, *Study on Sustainability Related Ratings, Data and Research. Executive summary*, 2021. <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/897bee11-509d-11eb-b59f-01aa75ed71a1/language-en>

ESMA, *Lettera Esma Alla Commissione Europea Sugli “Esg Rating Criteria”*, 2021. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma30379423_esma_letter_to_ec_on_esg_ratings.pdf

HLEG, *Final Report*, 2018. https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/180131-sustainable-finance-final-report_en.pdf.

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52001DC0264&from=IT>

UNITED NATIONS ASSEMBLY, *Report of the United Nations Conference on the Human environment*, 1972. <http://www.un-documents.net/aconf48-14r1.pdf>

WORLD COMMISSION ON ENVIRONMENT AND DEVELOPMENT, *The Brundtland Report “Our Common Future”*, 1987.

<https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/5987our-common-future.pdf>

RINGRAZIAMENTI

In primis vorrei ringraziare il Prof. Marco Cian per aver accettato il ruolo di Relatore della tesi, per l'aiuto fornitomi e per la disponibilità dimostratemi durante il periodo di stesura. I suoi suggerimenti sono stati preziosi.

Un ringraziamento particolare anche alla Dott.ssa Carlotta Rinaldo per i suoi preziosi consigli e per avermi suggerito puntualmente le giuste modifiche da apportare alla mia tesi.

Desidero ringraziare infinitamente i miei genitori che, con il loro dolce e prezioso sostegno morale e economico, mi hanno permesso di proseguire gli studi, contribuendo alla mia formazione personale. Grazie per i loro insegnamenti senza i quali oggi non sarei ciò che sono. Senza di voi, tutto questo non sarebbe stato possibile.

Ringrazio mio fratello Marco per il sostegno datomi durante il percorso universitario. Grazie per essere il mio fratellone "burlone" e per farmi ridere nei momenti più difficili.

Un grazie speciale a Federico per essermi stato accanto in questi anni, per aver creduto in me e per aver sopportato i miei sbalzi di umore nei momenti più bui di questo percorso. Grazie a Federico ho avuto il coraggio di sperimentare nuove idee, di mettermi in gioco e di capire che gli ostacoli esistono per essere superati.

Ringrazio le mie amiche delle superiori, Veronica, Chiara, Giada e Giulia, per l'amicizia e il sostegno dimostratemi nei momenti belli e più complicati della mia carriera universitaria. Siete il mio porto sicuro.

Grazie ai miei amici educatori di Azione Cattolica che mi hanno sopportato e supportato in questi anni di università. Siete diventati parte fondamentale della mia vita.

Un ringraziamento speciale agli amici e alle amiche "Doris" con cui ho trascorso i momenti più belli della mia vita. A tutti voi, così diversi ma così importanti, ognuno per ragioni speciali, voglio esprimere la mia più assoluta gratitudine.

Un grazie particolare anche ai colleghi dello Studio Ballardini per la loro grande disponibilità e gentilezza nell'insegnarmi il mestiere e per la pazienza che hanno dimostrato nei miei confronti durante la stesura dell'elaborato.