

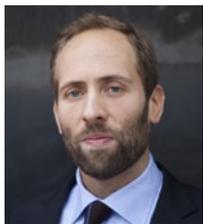
# SFI Public Discussion Note

## Metriche di finanza sostenibile



Ottobre 2021

# 1. Introduzione



**Prof. Philipp Krueger**  
Senior Chair dell'SFI  
e professore associato di  
finanza responsabile  
all'Università di Ginevra



**Dr. Cyril Pasche**  
SFI Director Knowledge  
Exchange and Education

La sostenibilità si è rivelata una delle tendenze sociali più profonde del nostro tempo, e la finanza non è esente da questo sviluppo. Per adattarsi alla sostenibilità, molte istituzioni finanziarie ora includono considerazioni ambientali, sociali e di *governance* (ESG) nelle loro decisioni di investimento.

Per illustrare quanto sia diventata importante la sostenibilità, la figura 1 mostra la frazione di azioni globali detenute da istituzioni finanziarie che hanno firmato i Principi di Investimento Responsabile (PRI), sostenuti dall'ONU, rispetto a quelle che non hanno firmato. I PRI sono costituiti da una rete di investitori, sostenuta dall'ONU, che lavora per promuovere l'investimento sostenibile.



Nel 2006, il volume delle azioni di proprietà delle istituzioni, gestite dai firmatari dei PRI, era trascurabile. Al contrario, nel 2017 le azioni globali, detenute dai firmatari dei PRI, erano aumentate fino a raggiungere più di 18 trilioni di dollari su un totale di 32 trilioni di dollari, la qual cosa suggerisce che più del cinquanta per cento delle azioni globali di proprietà istituzionale sono ora detenute dai firmatari dei PRI. Questo cambiamento suggerisce che l'investitore azionario istituzionale medio è ora impegnato, almeno pubblicamente, a incorporare la sostenibilità nel suo processo decisionale.

Con la sua serie di *Public Discussion Note*, lo Swiss Finance Institute (SFI) promuove attivamente un dibattito fondato su temi rilevanti per l'industria finanziaria, la politica e il mondo accademico. Inoltre, lo SFI diffonde i suoi risultati attraverso la ricerca, le pubblicazioni, le *Master Class*, le conferenze e i corsi di formazione continua.

<sup>1)</sup> Gibson, R., Glossner, S., Krueger, P., Matos, P., & Steffen, T. (2021). Do responsible investors invest responsibly?. *Working paper*.

Una delle sfide che questi investitori devono affrontare è quella di misurare e quantificare accuratamente le caratteristiche di sostenibilità dei loro investimenti, cioè di costruire metriche ragionate di finanza sostenibile. Tali metriche permetterebbero agli investitori e alle aziende di valutare se si stanno facendo progressi verso il raggiungimento di una società più sostenibile. Esse ridurrebbero anche il rischio di *greenwashing*, cioè di affermazioni infondate sui benefici ambientali dei prodotti di investimento.

In questa Nota di Discussione Pubblica dell'SFI, affrontiamo diversi argomenti rilevanti per il dibattito sulle metriche della

finanza sostenibile. Iniziamo evidenziando le sfide chiave nella quantificazione della sostenibilità, quindi trattiamo brevemente le misure attualmente disponibili. Dedichiamo una parte sostanziale di questa Nota alla divulgazione della sostenibilità, evidenziando alcuni degli approcci volontari e normativi esistenti. Poi ci soffermiamo sulla critica comunemente sollevata per cui le metriche della finanza sostenibile, emesse da diversi fornitori di dati per la stessa azienda, divergono. Facciamo luce sul perché di tale divergenza e su quanto sia effettivamente grande il disaccordo. Poi offriamo suggerimenti sul modo in cui migliorare le attuali metriche della finanza sostenibile. Infine concludiamo con alcune raccomandazioni.



## 2. Perché è arduo misurare la sostenibilità?

Ci sono molte ragioni per cui è difficile costruire metriche coerenti e ragionate che siano utili quando si prendono decisioni di finanza sostenibile. In primo luogo, la sostenibilità è un concetto multidimensionale. Comprende una serie diversificata di temi ESG, per esempio, il cambiamento climatico e le emissioni di carbonio, i diritti umani, i compensi dei dirigenti, ecc. Questi temi, specialmente quelli legati al cambiamento climatico, spesso si concentrano su rischi e opportunità a lungo termine. Inoltre, l'importanza relativa di un tema specifico di sostenibilità, quando si costruisce una metrica globale di finanza sostenibile, è in qualche misura una questione normativa e soggettiva. I ricercatori hanno sostenuto, per esempio, che le origini sociali dei fornitori di dati ESG hanno un ruolo nel determinare l'importanza metodologica dei singoli temi ESG. I fornitori di dati nei Paesi di diritto civile (ad esempio, Francia, Germania, ecc.) potrebbero dare più peso alle questioni relative ai lavoratori, mentre quelli nei Paesi di *common law* (ad esempio, Canada, Stati Uniti e Regno Unito) potrebbero concentrarsi maggiormente sui temi finanziariamente rilevanti per gli azionisti. Oltre all'ampiezza dei temi, che di solito devono essere inclusi nelle metriche di finanza sostenibile, (ad esempio, il cambiamento climatico, l'attenzione per la disuguaglianza e gli argomenti relativi ai diciassette obiettivi di sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite), queste metriche dovrebbero misurare non solo aspetti quantitativi, ma anche qualitativi.

Un'altra sfida nella costruzione di metriche di finanza sostenibile riguarda il concetto di rilevanza (*materiality*). Alcune metriche catturano esclusivamente i temi finanziariamente determinanti per l'azienda e quindi rilevanti per i fornitori di capitale (ad esempio, azionisti o creditori). Altri sono guidati dall'idea di doppia rilevanza; questi mirano a catturare non solo i temi finanziariamente determinanti per l'azienda, ma anche quelli attraverso i quali l'azienda influenza notevolmente il benessere di un insieme più ampio di *stakeholder* (ad esempio, comunità

e lavoratori), l'ambiente o la società in generale. In altre parole, il concetto di doppia rilevanza cerca di mettere insieme sia le esternalità positive sia quelle negative. Di conseguenza, le metriche basate sulla doppia rilevanza sono importanti non solo per le aziende e i loro fornitori di capitale, ma potenzialmente per un pubblico molto più ampio (ad esempio, politici, società civile, regolatori e ONG). L'ampiezza maggiore del pubblico potenziale di queste metriche rende la loro costruzione ancora più difficile.

Anche la disponibilità e l'omogeneità dei dati, o la mancanza di entrambi, ostacolano la costruzione di metriche di finanza sostenibile. Nonostante gli sforzi normativi in corso, la divulgazione di informazioni sulla sostenibilità a livello aziendale rimane in larga misura volontaria, o almeno non prescrittiva. Le informazioni fornite dalle aziende e dagli investitori rimangono per lo più non strutturate e talvolta incomplete, rendendo difficile il *benchmarking* e il confronto tra le aziende. Inoltre, le metodologie di valutazione usate dai fornitori di dati sono spesso opache e possono cambiare nel tempo, ostacolando qualsiasi confronto tra i vari periodi.

In generale, giudicare la qualità delle metriche della finanza sostenibile è impegnativo a causa della difficoltà di osservare le realizzazioni della prestazione della reale sostenibilità di un'azienda, in netto contrasto con le metriche che predicono le caratteristiche finanziarie di un'azienda. Per le previsioni degli utili per azione o i *rating* di credito, per esempio, gli analisti osservano le realizzazioni a intervalli regolari e in un formato ben definito e standardizzato a livello globale. Al contrario, forse il segnale più significativo della prestazione della reale sostenibilità di un'azienda viene fornito quando quest'ultima è coinvolta in scandali o riceve una copertura giornalistica negativa in relazione a un problema di sostenibilità.

### 3. Quali metriche di finanza sostenibile sono attualmente disponibili?

Attualmente, le metriche della finanza sostenibile esistono per lo più a livello di azienda e di investitore (o prodotto d'investimento). Il più delle volte queste misure sono vendute da fornitori di dati esterni che si basano su metodologie proprie, non standardizzate e spesso non trasparenti. Il settore delle aziende coinvolte nella produzione di metriche di finanza sostenibile ha visto un'accentuata ondata di consolidamento negli ultimi anni, che ha portato alla quasi totale scomparsa di piccole aziende autonome specializzate. Le metriche della finanza sostenibile sono attualmente offerte da grandi fornitori di dati e indici finanziari (ad esempio, FTSE e MSCI), da fornitori di informazioni finanziarie (ad esempio, Bloomberg e Refinitiv), e più recentemente dalle grandi agenzie di *rating* del credito (ad esempio, Moody's e S&P). In contrasto con i *rating* del credito, che hanno un modello di pagamento per l'emittente, le metriche della finanza sostenibile sono solitamente vendute secondo un modello di pagamento per l'utente. Quindi il costo di questi *rating* è sostenuto dai gestori e dai proprietari di asset, che li usano nei loro processi decisionali di investimento.

#### 3.1. Punteggi di sostenibilità a livello aziendale

Storicamente, le metriche della finanza sostenibile sono state utilizzate per caratterizzare la qualità ESG delle operazioni di un'azienda. Le società di dati raccoglievano le informazioni ESG, disponibili pubblicamente, dai documenti ufficiali di divulgazione (per esempio, rapporti annuali, rapporti di sostenibilità o di responsabilità aziendale, (CSR)) e chiedevano anche informazioni alle aziende attraverso questionari. Questi dati sono stati combinati con i dati sulle controversie (o incidenti negativi) provenienti da terzi, come le ONG o la stampa, per costruire un punteggio complessivo sulla buona gestione di ogni azienda sulle questioni ESG. Data l'attenzione sulle operazioni dell'azienda – e non sui suoi prodotti o servizi – le aziende con prodotti potenzialmente insostenibili (ad esempio, i produttori di combustibili fossili) potevano avere buoni punteggi ESG a livello aziendale, compensando le caratteristiche di scarsa sostenibilità dei loro prodotti con una buona linea di condotta ESG. Per fare un esempio, è noto che le aziende produttrici di tabacco offrono condizioni di lavoro eccezionali ai loro dipendenti. Un'altra ragione per cui le aziende sospettate di essere altamente insostenibili potrebbero

avere buone metriche di sostenibilità è legata al concetto di *best-in-class*. Molte delle misure attualmente disponibili sono valutazioni relative, non assolute, della sostenibilità: i procedimenti ambientali di una compagnia petrolifera sono paragonati a quelli di altre compagnie petrolifere, mentre i procedimenti di *governance* di un'azienda sono paragonati a quelli di altre aziende costituite nello stesso Paese. Queste valutazioni *best-in-class* possono dare origine a valutazioni di sostenibilità molto sorprendenti.

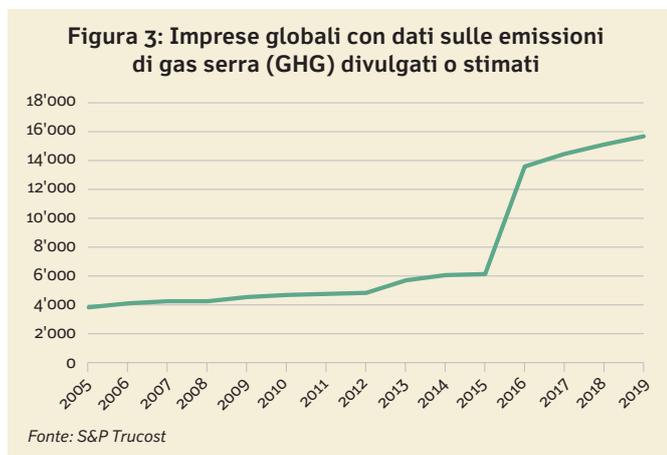
Recentemente, l'interesse si è spostato verso la misurazione della sostenibilità di un'azienda quantificando l'impatto dei prodotti e dei servizi che vende. Questo approccio è più promettente di quanto avveniva in passato, quando le aziende e gli investitori si concentravano sulle procedure ESG. Le nuove misure valutano se e come i prodotti e i servizi di un'azienda contribuiscano allo sviluppo sostenibile, basandosi molto spesso sui dati finanziari e sull'informativa dei singoli segmenti. Per esempio, FTSE fornisce stime sulle "entrate verdi" delle aziende, cioè su quanto le loro entrate dipendano da prodotti e servizi che forniscono soluzioni ambientali.



La figura 2 mostra l'evoluzione delle entrate verdi di un'azienda media tra il 2009 e il 2019 secondo FTSE. Per costruire questo grafico, abbiamo utilizzato un campione di 2'500 aziende grandi, globali e quotate in borsa. Per ogni azienda, FTSE stima la frazione delle sue entrate che hanno un effetto benefico sull'ambiente. I dati mostrano che negli ultimi dieci

anni le aziende pubbliche hanno aumentato solo modestamente la vendita di prodotti sostenibili per l'ambiente, la qual cosa suggerisce che sono necessarie maggiori soluzioni commerciali alle sfide ambientali. Si noti che queste stime non rappresentano le entrate verdi allineate alla Tassonomia UE.

Mentre le prime misurazioni di ESG erano generali, recentemente è stata prestata maggiore attenzione ai dati specifici del clima. Ci sono ora misurazioni delle emissioni di gas serra (GHG), di cui un'azienda è responsabile, e si guarda se l'azienda abbia obiettivi di riduzione dei GHG. La figura 3 mostra che i dati (stimati o riportati) sulle emissioni di GHG delle aziende pubblicamente quotate sono sempre più disponibili, in particolare dal 2016.



Oltre a queste misurazioni a livello di impresa, i punteggi a livello di investitore o di prodotto d'investimento sono sempre più diffusi. Questi punteggi si basano di solito su due componenti. In primo luogo, utilizzano informazioni sulle procedure della società che offre il prodotto d'investimento, come i rapporti delle società d'investimento sui procedimenti e le strategie che usano per inserire considerazioni di sostenibilità nei loro prodotti. In secondo luogo, costruiscono metriche di sostenibilità a livello del prodotto d'investimento utilizzando le caratteristiche medie di sostenibilità delle componenti del prodotto. In sostanza calcolare le caratteristiche medie di sostenibilità delle componenti di un prodotto è in qualche modo simile al calcolo del suo rendimento medio (cioè, una media ponderata delle sue componenti).

Le recenti innovazioni nelle metriche della finanza sostenibile includono l'uso dell'intelligenza artificiale e del *crowd sourcing*. Alcuni fornitori di dati ora si affidano ai *big data* e al *natural language processing* per costruire metriche di finanza sostenibile più tempestive.<sup>2)</sup> Un'altra idea è quella di usare la "saggezza della folla" per quantificare l'impatto sociale e ambientale di un'azienda; la società ginevrina Impaakt<sup>3)</sup> usa questo approccio. In un recente progetto di ricerca, abbiamo anche scoperto che le misurazioni della folla basate sui sondaggi possono fornire classifiche molto plausibili delle prestazioni di sostenibilità di un settore.<sup>4)</sup>

2) Hughes, A., Urban, M. A., & Wójcik, D. (2021). Alternative ESG ratings: How technological innovation is reshaping sustainable investment. *Sustainability*, 13(6), 3551.

3) <https://www.impaakt.com/>

4) Krueger, P., Metzger, D., & Wu, J. (2021). The sustainability wage gap. *Working paper*.

## 4. Approcci volontari e normativi alla divulgazione della sostenibilità

### 4.1. Approcci volontari: Standard e quadri di riferimento

La maggior parte delle informazioni usate per costruire metriche di finanza sostenibile è ancora fornita dalle aziende e dagli investitori su base volontaria e non standardizzata. Mentre la disponibilità di dati relativi alla sostenibilità è chiaramente migliorata – soprattutto negli ultimi anni – alcuni osservatori e accademici notano che queste divulgazioni volontarie sono ancora piuttosto generiche, di natura standardizzata, e quindi di uso limitato. Inoltre, le divulgazioni volontarie e le conseguenti lacune informative ostacolano gravemente i confronti tra aziende e tra investitori.

Per aiutare le aziende e gli investitori a preparare le loro divulgazioni sulla sostenibilità e, in ultima analisi, per contribuire alla costruzione di metriche ragionate di finanza sostenibile, utili alle decisioni, paragonabili e coerenti, vari quadri e linee guida coesistono. A livello aziendale, il quadro più utilizzato è quello fornito dalla Global Reporting Initiative (GRI), un'organizzazione di normativa indipendente. Le norme di divulgazione di sostenibilità della GRI seguono la filosofia della doppia rilevanza, cioè aiutano un'azienda a divulgare non solo le informazioni di sostenibilità finanziariamente rilevanti, ma anche le informazioni su come essa influisca sul benessere di altri *stakeholder*. Negli Stati Uniti, il quadro fornito dal Sustainability Accounting Standards Board (SASB) sta ricevendo molta attenzione, in particolare da parte dei grandi investitori istituzionali. Il SASB si concentra sull'identificazione e la definizione di divulgazioni sulla sostenibilità, specifiche del settore, che sono considerate finanziariamente rilevanti. Più recentemente, l'International Financial Reporting Standards (IFRS) Foundation è entrata nell'arena. Questa organizzazione contabile senza scopo di lucro sta sviluppando e promuovendo gli IFRS attraverso l'International Accounting Standards Board. Il quadro di divulgazione della sostenibilità IFRS, che sarà rilasciato più tardi quest'anno, si concentrerà solo sulla divulgazione di informazioni sulla sostenibilità finanziariamente rilevanti. Anche l'European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG) sta lavorando su una serie di standard di sostenibilità. Mentre GRI, SASB, IFRS, ed EFRAG forniscono strutture di divulgazione mirate a molti svariati argomenti legati alla sostenibilità, esistono anche altre strutture più specializzate. In particolare, il quadro della Taskforce for Climate Related Financial Disclosures (TCFD) fornisce una

guida per la divulgazione relativa al clima in quattro blocchi (cioè 1. *Governance*, 2. *Strategia*, 3. *Gestione del Rischio*, e 4. *Metriche e Obiettivi*).

A livello degli investitori, c'è anche un numero crescente di linee guida e quadri sulla divulgazione della sostenibilità. Per la divulgazione relativa al clima, va notato che le raccomandazioni fornite dal TCFD possono essere seguite anche da gestori e proprietari di asset. Inoltre, l'associazione di settore Swiss Sustainable Finance ha pubblicato una serie di raccomandazioni volte ad aiutare i gestori e i proprietari di asset a strutturare le loro divulgazioni sulla sostenibilità.<sup>5)</sup> Anche il CFA Institute sta per pubblicare una serie di linee guida volontarie per la divulgazione della sostenibilità da parte degli investitori.<sup>6)</sup> L'obiettivo principale di questi quadri a livello degli investitori è quello di migliorare la paragonabilità tra gli investitori e ridurre il rischio di *greenwashing* (o *impact- e rainbow-washing*), cioè di affermazioni fuorvianti o non comprovate sui benefici ambientali e/o di sostenibilità dei loro portafogli o prodotti di investimento.

### 4.2. Approcci normativi alla divulgazione

Dato che gli approcci volontari alla divulgazione della sostenibilità esistono da molto tempo e, si potrebbe dire, non hanno prodotto risultati soddisfacenti, la finanza sostenibile sta ricevendo una maggiore attenzione dai regolatori e dai responsabili politici di tutto il mondo.

#### 4.2.1. Unione Europea

L'Unione Europea ha adottato l'approccio normativo più rigoroso nei confronti della finanza sostenibile in generale, e delle metriche della finanza sostenibile in particolare. Nel 2016 l'UE ha istituito un gruppo di esperti di alto livello (High-Level Expert Group, HLEG), composto da esperti della società civile, del settore finanziario, del mondo accademico e da osservatori delle istituzioni europee e internazionali. A questo gruppo è stato chiesto di fornire consigli su come (i) aumentare il flusso di capitale pubblico e privato verso investimenti sostenibili,

5) Swiss Sustainable Finance. (2021). *SSF reporting recommendations on portfolio ESG transparency*.

6) CFA Institute. (2021). *ESG disclosure standards for investment products*.

(ii) identificare le misure che le istituzioni finanziarie e le autorità di vigilanza dovrebbero prendere per proteggere la stabilità del sistema finanziario dai rischi legati all'ambiente, e  
(iii) dispiegare queste politiche su scala paneuropea.

Nel 2018 il gruppo ha pubblicato un piano d'azione per la finanza sostenibile (Sustainable Finance Action Plan)<sup>7)</sup> che ha portato all'adozione di diverse misure, tra cui tre proposte legislative rilevanti per le metriche della finanza sostenibile. Queste sono:

1. Un regolamento volto a creare un sistema di classificazione unificato (o "tassonomia") delle attività economiche sostenibili per l'ambiente.
2. Un regolamento volto a modificare i regolamenti di riferimento esistenti in seno all'UE, e a creare una nuova categoria di *benchmark* a bassa emissione di carbonio e a impatto positivo di carbonio.
3. Un regolamento volto a chiedere agli investitori istituzionali e ai gestori patrimoniali di svelare come integrino i fattori ambientali, sociali e di *governance* (ESG) nei loro metodi di valutazione del rischio.

#### 4.2.1.1. La Tassonomia dell'UE<sup>8)</sup>

La Tassonomia dell'UE definisce una serie di criteri tecnici di selezione che chiariscono quali attività economiche contribuiscono maggiormente al raggiungimento di due degli obiettivi ambientali dell'UE: l'adattamento al cambiamento climatico e la mitigazione del cambiamento climatico. La tassonomia è stata sviluppata da un gruppo di esperti tecnici sulla finanza sostenibile (Technical Expert Group on Sustainable Finance), composto da membri della società civile, del mondo accademico, delle imprese e del settore finanziario, insieme ad altri membri e osservatori dell'UE e di organismi pubblici internazionali. L'UE ha recentemente lavorato su una tassonomia ambientale estesa e anche su una tassonomia sociale. Queste ultime non sono ancora finalizzate e la Commissione europea dovrebbe decidere come procedere alla fine del 2021.<sup>9)</sup>

#### 4.2.1.2. Parametri di riferimento per il clima<sup>10)</sup>

Il piano d'azione per la finanza sostenibile (Sustainable Finance Action Plan) ha anche proposto di modificare i regolamenti di riferimento esistenti. Come risultato del piano d'azione, sono stati creati due tipi di parametri di riferimento per il clima: EU Climate Transition Benchmarks e EU Paris-aligned Benchmarks. I regolamenti modificati stabiliscono i requisiti tecnici minimi (ad esempio, in termini di riduzione delle emissioni di carbonio e di esposizione a settori specifici) necessari per conformarsi alla designazione di ciascun parametro di riferimento per il clima dell'UE. Oltre a introdurre i nuovi parametri di riferimento per il clima, i regolamenti stabiliscono anche i requisiti di divulgazione ESG che si applicano a tutti i parametri di riferimento dell'investimento.

#### 4.2.1.3. Regolamento sulla divulgazione della finanza sostenibile (Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR))

L'UE ha anche emanato nuovi regolamenti riguardanti la divulgazione della sostenibilità da parte degli investitori. Il Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) è entrato in vigore nel 2021 e dovrebbe essere pienamente applicato entro la fine del 2022. Il SFDR impone obblighi tassativi di divulgazione ESG ai gestori patrimoniali e ad altri partecipanti al mercato finanziario. Richiede ai gestori patrimoniali di fornire informazioni standardizzate sul modo in cui i fattori ESG sono integrati nei loro processi di investimento. Queste informazioni devono essere fornite sia a livello di entità sia a livello di prodotto d'investimento. Oltre a queste informazioni qualitative, la SFDR richiederà anche la divulgazione di indicatori quantitativi. Questi indicatori sono legati a (i) clima e ambiente; (ii) questioni sociali e trattamento dei dipendenti, compreso il rispetto dei diritti umani; e (iii) questioni di anti-corrruzione e anti-concussione.

7) Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union. (2020). *Renewed sustainable finance strategy and implementation of the action plan on financing sustainable growth*.

8) [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/eu-taxonomy-sustainable-activities\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/eu-taxonomy-sustainable-activities_en) ; [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP\\_21\\_1804](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_21_1804)

9) <https://www.moodyanalytics.com/regulatory-news/jul-12-21-eu-platform-seeks-views-on-environmental-and-social-taxonomy-proposals>

10) [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/eu-climate-benchmarks-and-benchmarks-esg-disclosures\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/eu-climate-benchmarks-and-benchmarks-esg-disclosures_en)

#### 4.2.1.4. Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD)

Una pietra miliare per la costruzione di metriche di sostenibilità a livello degli investitori è la fornitura di informazioni di sostenibilità da parte delle aziende. Dal 2014, la legge dell'UE ha richiesto ad alcune grandi imprese di rivelare come gestiscono le questioni sociali e ambientali. La cosiddetta Non-Financial Reporting Directive (NFRD) ha stabilito le regole sulla divulgazione di informazioni non finanziarie e sulla diversità per le grandi imprese. Queste regole si applicano attualmente alle grandi imprese di interesse pubblico con più di 500 dipendenti. Queste imprese devono pubblicare informazioni relative a (i) questioni ambientali, (ii) questioni sociali e trattamento dei dipendenti, (iii) rispetto dei diritti umani, (iv) anti-corrruzione e anti-concussione, e (v) diversità nei consigli di amministrazione (in termini di età, genere, e percorso formativo e professionale). La NFRD è stata in gran parte non prescrittiva, dando alle imprese un significativo margine di manovra su cosa, come e dove riferire.

Nell'aprile 2021, la Commissione europea<sup>11)</sup> ha adottato una proposta per una Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD), che modificherebbe la NFRD. La proposta estende i requisiti di informativa a tutte le grandi imprese e a tutte le società quotate nei mercati regolamentati, con un'esenzione per le piccole aziende. La CSRD richiede una revisione (o garanzia) delle informazioni di sostenibilità riportate e introduce requisiti di informativa più dettagliati rispetto alla NFRD. Inoltre, alle imprese sarà richiesto di etichettare digitalmente le informazioni che riportano, in modo che siano leggibili dal computer e alimentate in un unico archivio di dati europeo. Come previsto, le imprese saranno tenute a seguire gli standard obbligatori di informativa di sostenibilità dell'UE. Questi standard, attualmente in fase di redazione da parte di una *task force* dello European Financial Reporting Advisory Group, seguono il principio della doppia rilevanza. La prima bozza di questi standard è prevista per ottobre 2022.

11) [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/company-reporting-and-auditing/company-reporting/corporate-sustainability-reporting\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/company-reporting-and-auditing/company-reporting/corporate-sustainability-reporting_en)



#### 4.2.2. Francia

Poco prima dell'Accordo di Parigi, la Francia ha promulgato la sua legge sulla transizione energetica per la crescita verde (Energy Transition for Green Growth Act). L'articolo 173 di questa legge impone agli investitori istituzionali francesi di riferire sugli aspetti di sostenibilità dei loro investimenti. La legge non è prescrittiva, ma segue piuttosto un approccio *comply-and-explain* (conformità e spiegazione). In particolare, gli investitori sono tenuti a riferire in che modo integrino i criteri ESG nelle loro politiche di investimento, con particolare attenzione agli aspetti legati al clima. Il regolamento richiede anche agli investitori di divulgare informazioni su come contribuiscano alla transizione energetica a basso contenuto di carbonio della Francia e ad altri obiettivi ambientali.

#### 4.2.3. Stati Uniti

Recentemente, anche gli Stati Uniti hanno mostrato un crescente interesse normativo per le metriche della finanza sostenibile. Nel luglio 2021 il presidente della Securities and Exchange Commission (SEC), Gary Gensler, ha annunciato di aver incaricato lo staff della SEC di sviluppare una proposta di divulgazione obbligatoria del rischio climatico da sottoporre alla SEC. Non avendo un mandato politico, la SEC non può semplicemente imporre la divulgazione obbligatoria; qualsiasi proposta avrebbe bisogno di sostegno politico, il che rende incerta la questione su una possibile esistenza di una qualsiasi forma di divulgazione obbligatoria e soprattutto prescrittiva del clima negli Stati Uniti. Molte aziende statunitensi, per esempio, hanno espresso il bisogno di mantenere un'informativa flessibile. Inoltre, in contrasto con l'approccio a doppia rilevanza degli sforzi normativi dell'UE, gli Stati Uniti si sono concentrati solo sulle questioni di sostenibilità finanziariamente rilevanti. Nel complesso, la maggior parte dell'attenzione normativa statunitense sembra essere concentrata sul rischio climatico e non su questioni ambientali e sociali più ampie.

#### 4.2.4. Regno Unito

Il Regno Unito ha adottato un approccio innovativo alle metriche della finanza sostenibile. Già nel 2013, il Paese ha introdotto la divulgazione obbligatoria e prescrittiva sulle emissioni di gas a effetto serra per le imprese registrate nel Regno Unito, cioè le grandi aziende britanniche quotate sul mercato principale della Borsa di Londra. Il Paese ha recentemente esteso questi requisiti di divulgazione a tutte le

aziende britanniche, sia pubbliche che private. Inoltre, nel 2020 il Regno Unito ha annunciato che avrebbe reso obbligatoria l'informativa sul rischio climatico secondo il quadro TCFD nei prossimi anni. Nel 2021, la Financial Conduct Authority del Regno Unito ha proposto di iniziare a estendere i suoi standard di informativa TCFD a tutta l'economia, e ha anche recentemente scritto una lettera ai CEO delle società di gestione dei fondi sulle aspettative per la progettazione, la consegna e la divulgazione delle informazioni sui fondi ESG.<sup>12)</sup>

#### 4.2.5. Svizzera<sup>13)</sup>

La FINMA ha recentemente annunciato che le grandi banche e assicurazioni svizzere (categorie di vigilanza 1 e 2) saranno soggette agli obblighi di divulgazione del rischio climatico a partire dal 2021. Questi istituti finanziari dovranno divulgare informazioni sulle conseguenze dei cambiamenti climatici che potrebbero comportare importanti rischi finanziari a lungo termine per i loro istituti. La FINMA richiede agli istituti di fornire informazioni qualitative e quantitative. I requisiti di divulgazione sono basati su principi generali, il che garantisce una notevole flessibilità nella loro attuazione. Tuttavia, la FINMA ha basato le sue regole di divulgazione sulle raccomandazioni della *Task Force on Climate-related Financial Disclosures* (TCFD), seguendo così un quadro internazionale. Nell'agosto 2021, il Consiglio Federale ha annunciato di voler estendere l'obbligo di informativa alle grandi società quotate che hanno più di 500 dipendenti e più di 20 milioni di franchi di patrimonio o 40 milioni di franchi di fatturato. Queste nuove regole dovrebbero entrare in vigore nel 2024 (per l'anno fiscale 2023).

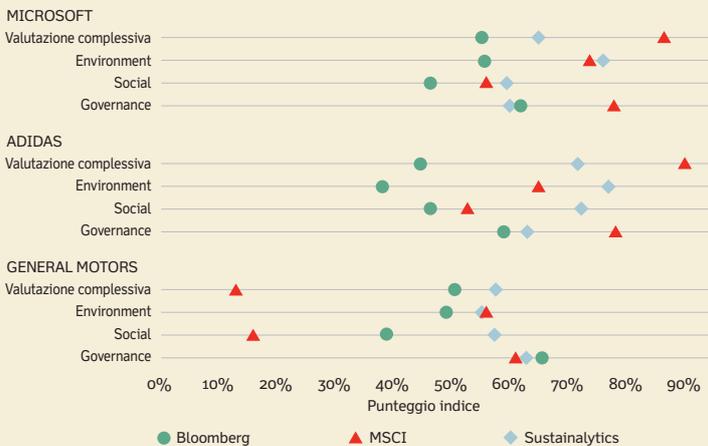
12) <https://www.fca.org.uk/firms/climate-change-sustainable-finance>

13) <https://www.finma.ch/en/news/2021/05/20210531-mm-transparenzpflichten-zu-klimarisiken/>

## 5. Le metriche della finanza sostenibile tendono a divergere e a discordare

Una critica comune alle metriche della finanza sostenibile a livello aziendale è che i punteggi o le valutazioni prodotte da diversi fornitori di dati possono raggiungere conclusioni diverse riguardo alla sostenibilità di una data azienda (o investitore). Per illustrare questo punto, un articolo<sup>14)</sup> ampiamente riconosciuto del Wall Street Journal ha notato che nel 2018 Tesla è stata valutata positivamente da MSCI per quanto riguarda le questioni ambientali, mentre FTSE è giunto alla conclusione opposta, valutando Tesla negativamente sulle stesse questioni. La figura 4 illustra il disaccordo dei punteggi ESG emessi da tre diversi fornitori di *rating* di sostenibilità per Microsoft, Adidas e General Motors utilizzando i dati dal 2013 al 2017.

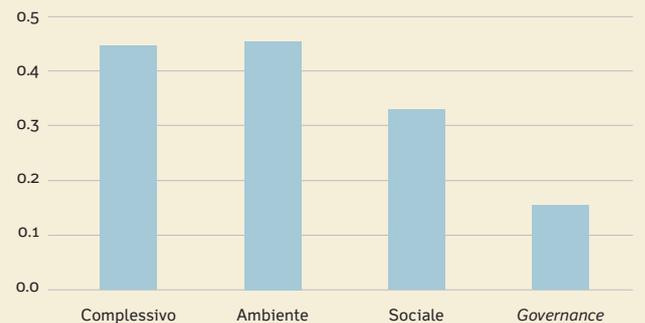
**Figura 4: Correlazioni medie tra sette diversi rating ESG**



Fonte: Bloomberg, MSCI, and Sustainalytics (2013 to 2017)

In un recente articolo pubblicato sul Financial Analysts Journal,<sup>15)</sup> io e i miei coautori forniamo prove più sistematiche su tale disaccordo di *rating* ESG: utilizzando sette *rating* ESG da importanti fornitori di dati per un campione di aziende S&P 500 tra il 2010 e il 2017, evidenziamo le correlazioni incrociate medie dei *rating* ESG emessi da diversi fornitori.

**Figura 5: Correlazioni medie tra sette diversi rating ESG**

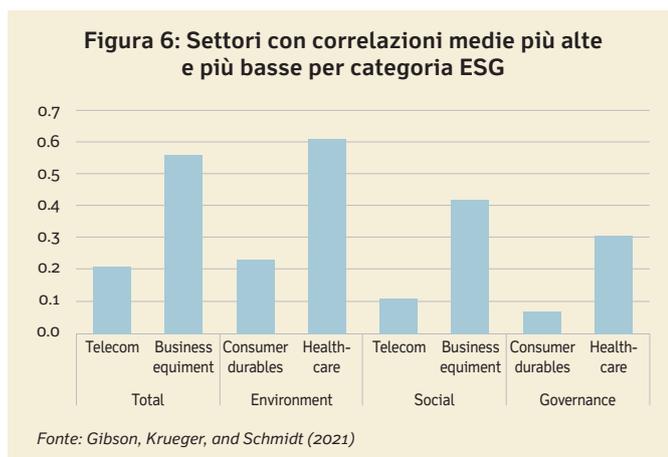


Fonte: Gibson, Krueger, and Schmidt (2021)

Come mostra la figura 5, la correlazione incrociata media è di circa 0,45 per il *rating* ESG complessivo. Per mettere questo dato in prospettiva, la correlazione tra i *rating* del credito è solitamente molto più alta, a volte superiore a 0,99. Per i *rating* ESG, le correlazioni medie sono più alte per il *rating* ambientale (0,46) e più basse per il *rating* di governance (0,16). Quest'ultimo risultato è interessante, data la convinzione diffusa che esista una comprensione forte e comune su come misurare e quantificare la governance aziendale.

14) Mackintosh, J. (2018). Is Tesla or Exxon more sustainable? It depends whom you ask. *Wall Street Journal*.

15) Gibson, R., Krueger, P., & Schmidt, P. S. (2021). ESG rating disagreement and stock returns. *Financial Analysts Journal*, forthcoming.



È interessante notare che, come mostra la figura 6, ci sono anche importanti differenze tra i vari settori. Per esempio, i *rating* ESG tendono a essere più discordanti (cioè, ci sono correlazioni medie più basse) nel settore delle telecomunicazioni che in quello del *Business Equipment*.

**Figura 7: Correlazioni incrociate per sette rating ESG**  
Rating complessivo

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

Fonte: Gibson, Krueger, and Schmidt (2021)

Un'altra scoperta interessante del nostro studio è che, mentre la correlazione incrociata media dei *rating* ESG è relativamente bassa (circa 0,45), i *rating* ESG emessi da alcuni fornitori sono probabilmente più correlati. Come mostra la figura 7, la correlazione tra i *rating* ESG totali emessi da Refinitiv, Sustainalytics e Bloomberg è di circa 0,70. Quindi la convinzione comunemente diffusa di un disaccordo *generalizzato* tra tutti i *rating* ESG è probabilmente infondata.

Mentre alcuni *rating* ESG concordano più di altri, in media c'è ancora un notevole disaccordo. Tale disaccordo non si limita solo ai *rating* ESG a livello aziendale: simili modelli di disaccordo esistono anche per altre metriche di finanza sostenibile. Per esempio, un gruppo di ricercatori dell'Università di Amburgo<sup>16)</sup> ha recentemente esaminato la misura in cui i dati sulle emissioni di carbonio a livello aziendale, venduti da diversi fornitori di dati, portano a conclusioni simili riguardo a un'azienda. Essi hanno scoperto che la correlazione tra le stime delle emissioni Scope 3 a livello aziendale – che, secondo il protocollo GHG,<sup>17)</sup> misurano tutte le emissioni indirette che si verificano nella catena del valore di un'azienda, comprese le emissioni a monte e a valle – varia fortemente in base al fornitore di dati. Questa ricerca fornisce la prova che la correlazione media per i dati sulle emissioni Scope 3, procurati da diversi fornitori di dati, è di circa 0,58, la qual cosa suggerisce sostanziali incongruenze tra i fornitori. L'analisi rivela anche che i dati sulle emissioni dirette dei gas serra sono più coerenti tra i fornitori, forse perché questi dati non sono stimati, ma sono più spesso forniti direttamente dalle aziende.<sup>18)</sup>

Una terza categoria di metriche di finanza sostenibile in cui tale disaccordo è stato documentato è l'area dei punteggi di esposizione al rischio climatico fisico. Utilizzando sei misure dell'esposizione fisica al rischio climatico di un'azienda,<sup>19)</sup> un gruppo di ricercatori dell'Università di Zurigo ha recentemente scoperto che queste misure giungono anche a conclusioni diverse per quanto riguarda l'esposizione al rischio climatico della medesima azienda.

16) Busch, T., Johnson, M., & Pioch, T. (2020). Corporate carbon performance data: Quo vadis?. *Journal of Industrial Ecology*, 1-14.

17) <https://www.ghgprotocol.org/sites/default/files/ghgp/public/FAQ.pdf>

18) Le emissioni Scope 1 sono emissioni dirette da fonti di proprietà o controllate. Le emissioni Scope 2 sono emissioni indirette derivanti dall'energia acquistata.

19) Hain, L. I., Kölbl, J. F., & Leibold, M. (2021). Let's get physical: Comparing metrics of physical climate risk. *Working paper*.

## 6. Cosa spiega il disaccordo sui *rating* ESG?

Mentre è certamente importante sapere che il disaccordo nei *rating* ESG esiste, è probabilmente più importante capire perché nasce. In primo luogo, si dovrebbe notare che il disaccordo nei mercati finanziari, di per sé, non è specifico alle metriche della finanza sostenibile. Mentre i *rating* di credito mostrano un alto livello di convergenza, le previsioni di EPS, gli obiettivi di prezzo e le raccomandazioni di acquisto/vendita, emesse dagli analisti finanziari, così come i rapporti dei *broker*, sono solitamente molto più eterogenei dei *rating* di credito.

Ciononostante, i ricercatori hanno iniziato a trovare spiegazioni sul perché le metriche della finanza sostenibile tendono a essere in disaccordo. Le prime ricerche<sup>20)</sup> si sono concentrate sui *rating* della responsabilità sociale d'impresa (CSR) di un'azienda. Le ragioni principali del disaccordo, secondo i ricercatori, erano la mancanza di una visione condivisa su cosa significhi per un'azienda essere socialmente responsabile (cioè, una mancanza di teorizzazione comune) e la mancanza di accordo su quali metriche dovrebbero essere usate per misurare la CSR (cioè, una mancanza di commensurabilità). La mancanza di una teorizzazione comune è probabilmente il risultato degli aspetti sociali e normativi che sono in gioco quando si definisce la CSR.

Più recentemente, Berg, Kölbel e Rigobon (2020)<sup>21)</sup> esaminano le ragioni del disaccordo sui *rating* ESG utilizzando i dati di sei importanti fornitori di dati. Essi identificano tre ragioni per la divergenza: in primo luogo, mettono in relazione la divergenza con il fatto che i diversi fornitori di dati usano categorie diverse quando costruiscono i loro *rating* ESG (cioè, divergenza di portata). In secondo luogo, fanno notare che diversi fornitori di dati misurano la stessa categoria usando una varietà di misure diverse (divergenza di misurazione). In terzo luogo, gli autori esaminano l'idea che diversi fornitori di dati attribuiscono pesi diversi a questioni diverse nei loro processi di aggregazione (divergenza di peso).

Dei tre, la divergenza di misurazione e la divergenza di portata sono i fattori più importanti per spiegare il disaccordo sui *rating* ESG. La divergenza di misurazione è il fattore più incisivo ed è particolarmente importante quando si cerca di misurare la prestazione ESG di un'azienda rispetto ai temi di diritti umani e di sicurezza dei prodotti. La divergenza di peso gioca un ruolo minore, anche se si potrebbe sostenere che la divergenza di peso potrebbe essere vista come una forma speciale di divergenza di portata. I ricercatori mostrano anche l'esistenza di un effetto del valutatore: quando una società di *rating* attribuisce un buon *rating* a un'azienda in una dimensione, tende ad attribuire *rating* più alti anche nelle altre dimensioni, il che suggerisce che la distorsione specifica al valutatore non è casuale.

Altri studi che esaminano perché il disaccordo ESG esiste, si sono concentrati sulla divulgazione come fonte di divergenza. A differenza della divulgazione finanziaria, che è soggetta a molte norme e regolamenti obbligatori e prescrittivi, la divulgazione dei dati ESG è ancora volontaria e non prescrittiva nella maggior parte delle giurisdizioni. Mentre ora c'è un crescente sforzo per armonizzare e rendere obbligatoria la divulgazione ESG, come notato sopra, fino a poco tempo fa esistevano pochi regolamenti prescrittivi su come le aziende dovevano divulgare le questioni ESG. Uno studio della Harvard Business School,<sup>22)</sup> per esempio, ha scoperto che le aziende divulgano lo stesso argomento ESG usando misurazioni molto diverse. Quando i ricercatori hanno esaminato il modo in cui cinquanta aziende Fortune 500, selezionate a caso, divulgavano il tema della salute e della sicurezza, hanno scoperto che queste cinquanta aziende usavano più di venti metriche diverse. Oltre alla questione della divulgazione di dati molto divergenti, la stessa pubblicazione individua anche le discrepanze dei dati, la scelta dei gruppi di paragone nei calcoli di *best-in-class*, l'approccio scelto per gestire i dati mancanti, e il sovraccarico di informazioni, come ragioni importanti per l'esistenza di *rating* ESG divergenti.

20) Chatterji, A. K., Durand, R., Levine, D. I., & Touboul, S. (2016). Do ratings of firms converge? Implications for managers, investors and strategy researchers. *Strategic Management Journal*, 37(8), 1597-1614.

21) Berg, F., Koelbel, J. F., & Rigobon, R. (2020). Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings. *Working paper*.

22) Kotsantonis, S., & Serafeim, G. (2019). Four things no one will tell you about ESG data. *Journal of Applied Corporate Finance*, 31(2), 50-58.

Si potrebbe pensare che aumentando la quantità di divulgazione si ridurrebbe il disaccordo sui *rating* ESG. Un altro recente studio della Harvard Business School,<sup>23)</sup> tuttavia, giunge alla conclusione opposta: più informazioni disponibili portano a più interpretazioni diverse e quindi a più disaccordo. I ricercatori forniscono prove empiriche sul fatto che il disaccordo aumenta con la *quantità* di divulgazione della sostenibilità, la qual cosa evidenzia che richiedere semplicemente più informazioni alle

aziende potrebbe non risolvere il problema ma, di fatto, peggiorare la situazione. Se l'aumento della *qualità* delle informazioni sulla sostenibilità possa portare ad un minor disaccordo rimane una questione aperta.

23) Christensen, D. M., Serafeim, G., & Sikochi, S. (2021). Why is corporate virtue in the eye of the beholder? The case of ESG ratings. *The Accounting Review*, forthcoming.



## 7. Cosa si può fare per migliorare la situazione attuale?

Attualmente, alcuni dei limiti delle metriche della finanza sostenibile comunemente menzionate sono i dati mancanti, un'assenza di accordo sulle informazioni qualitative rilevanti e sui Key Performance Indicators (KPI) quantitativi, e la divergenza delle metriche della finanza sostenibile. Cosa si può fare per affrontare questi problemi?

### 7.1. Disponibilità dei dati

Per quanto riguarda colmare lacune di dati con informazioni coerenti, è discutibile se fare ulteriore affidamento su azioni volontarie da parte di aziende e investitori possa fornire un risultato auspicabile. Un recente sondaggio<sup>24)</sup> su più di 800 accademici e professionisti della finanza, regolatori del settore pubblico ed economisti, ha rivelato che neanche un solo intervistato era ottimista sul fatto che il comportamento volontario delle aziende sarebbe stato una forza significativa nel ridurre l'esposizione al rischio climatico e le impronte di carbonio a livello aziendale. Anche se questo sondaggio si è concentrato sulla finanza climatica più in generale, e non sulla divulgazione di informazioni sulla sostenibilità in modo specifico, il rigetto inequivocabile delle azioni volontarie solleva dubbi sul fatto che la continuazione di mandati di divulgazione volontari, non prescrittivi e flessibili possa migliorare la qualità e la disponibilità di metriche di finanza sostenibile. Allo stesso modo, uno studio<sup>25)</sup> che si basa su tecniche di *machine learning* scopre che il supporto delle aziende alla TCFD è per lo più costituito da "parole al vento" (*cheap talk*) e che le aziende scelgono le divulgazioni strategicamente, selezionando soprattutto informazioni non rilevanti sul rischio climatico. Gli autori concludono che l'unica via d'uscita da questo dilemma è passare dal resoconto volontario a quello obbligatorio. Mentre la divulgazione volontaria permette alle aziende e agli investitori di fornire segnali sui loro sforzi di sostenibilità, la divulgazione obbligatoria ridurrà l'incertezza rispetto alla qualità non osservabile delle caratteristiche di sostenibilità delle aziende e degli investitori nonché delle politiche legate al clima.

È importante notare che le regole di informativa obbligatoria attualmente previste sono diverse dalla maggior parte di quelle esistenti oggi. Le regole di divulgazione obbligatoria dovrebbero includere standard formali che sono prescrittivi sugli argomenti sui quali le aziende e gli investitori devono riferire, sulle metriche che dovrebbero usare, e sul modo in cui queste metriche dovrebbero essere calcolate, così come la sede in cui le informazioni devono essere divulgate. Anche se alcune forme di informativa obbligatoria sulla sostenibilità esistono già, esse sono raramente di natura prescrittiva, anche se ci sono delle eccezioni. Per esempio, il regolamento SFDR è molto più prescrittivo, in quanto identifica i KPI chiave, come pure le informazioni qualitative chiave che devono essere divulgate. Forse un approccio graduale che si basa su standard internazionali già esistenti (o in fase di sviluppo) potrebbe essere consigliabile.

### 7.2. Costi e benefici dei mandati di divulgazione<sup>26)</sup>

#### 7.2.1. Costi

L'introduzione di mandati di divulgazione della sostenibilità è ovviamente soggetta a costi, così come a benefici, ed entrambi devono essere valutati attentamente. I costi di tali mandati sono sia diretti che indiretti. I costi diretti sono legati principalmente alla preparazione, certificazione e diffusione delle informazioni. Dato che molte aziende e investitori forniscono già qualche forma di informazione certificata sulla sostenibilità, è improbabile che i costi diretti dei nuovi mandati influiscano molto su queste aziende. Le aziende e gli investitori che non forniscono ancora alcuna informazione sulla sostenibilità, tuttavia, dovranno istituire nuovi sistemi di informativa il che potrebbe comportare nuovi costi diretti. Poiché questi costi hanno un'alta componente fissa, occorre prestare particolare attenzione alle imprese e agli investitori più piccoli, per i quali i costi fissi di preparazione e certificazione sono relativamente più alti.

24) Stroebel, J., & Wurgler, J. (2021). What do you think about climate finance?. *Journal of Financial Economics*, di prossima pubblicazione.

25) Bingle, J. A., Kraus, M., & Leippold, M. (2021). Cheap Talk and Cherry-Picking: What ClimateBert has to say on Corporate Climate Risk Disclosures. *Working paper*.

26) Molte delle idee in questa sezione sono ispirate da un recente studio che esamina ciò che le intuizioni accademiche ci dicono sui costi e i benefici economici dei mandati di divulgazione della sostenibilità. Vedi: Christensen, H. B., Hail, L., & Leuz, C. (2021). Mandatory CSR and sustainability reporting: economic analysis and literature review. *Review of Accounting Studies*, 1-73.

I costi indiretti derivanti dagli obblighi di divulgazione toccano soprattutto l'azienda stessa, dal momento che i concorrenti, i fornitori, i regolatori, o la società nel suo complesso, possono utilizzare le informazioni fornite dalle aziende e dagli investitori. Gli studi di contabilità evidenziano che tali costi sono generalmente bassi per divulgazioni di alto livello o generiche, ma che questi costi possono essere sostanziali per le divulgazioni dettagliate o specifiche, specialmente per aziende e investitori più piccoli. Inoltre, se le loro divulgazioni sono lungimiranti, le aziende e gli investitori saranno soggetti a un maggiore rischio di contenzioso. Tuttavia, poiché gli obblighi forzerebbero anche la divulgazione tempestiva di cattive notizie o informazioni, essi potrebbero ridurre la probabilità e i costi di contenzioso.

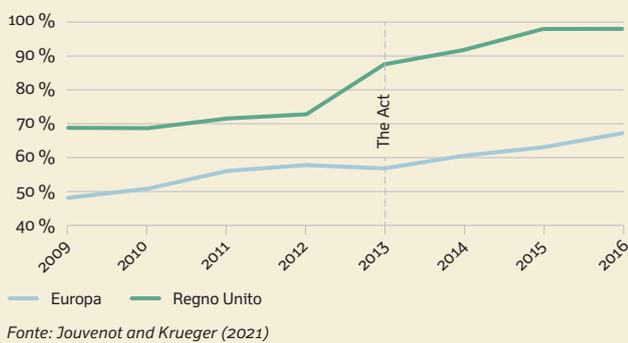
### 7.2.2. Vantaggi

Le ricerche precedenti evidenziano anche diversi benefici di una maggiore e migliore divulgazione da parte delle aziende e degli investitori. Per esempio, la divulgazione riduce le asimmetrie informative e aumenta la consapevolezza dell'azienda e degli investitori su questioni specifiche. Una migliore divulgazione migliora e facilita anche il monitoraggio degli *insider* aziendali da parte di soggetti esterni, come i media, gli analisti o gli investitori istituzionali. Quindi, una migliore divulgazione potrebbe potenzialmente migliorare il processo decisionale dell'azienda e degli investitori. Inoltre, la divulgazione da parte di un'azienda può generare esternalità positive, attraverso trasferimenti di informazioni e *spillover*. Anche se l'importanza di queste esternalità a livello di mercato è difficile da quantificare, le esternalità positive potrebbero costituire una ragione importante per rendere obbligatoria la divulgazione della sostenibilità e, in particolare, la divulgazione e l'informativa relative al clima.

Altri benefici propri del fatto di avere regolamenti di divulgazione obbligatoria, con standard contabili vincolanti, includono la trasparenza e la paragonabilità derivanti dalla standardizzazione. Mentre questi benefici esistono sicuramente, non sono sufficienti a giustificare un obbligo: se la divulgazione portasse benefici privati netti, le aziende e gli investitori avrebbero sufficienti incentivi a rivelare volontariamente le informazioni. Tuttavia, nel caso della divulgazione della sostenibilità (e, in particolare, della divulgazione relativa al clima), ci sono esternalità chiaramente positive che le singole aziende e gli investitori non considerano quando decidono cosa divulgare. Il più delle volte queste esternalità positive, provenienti dalla divulgazione, si verificano quando il valore pubblico dell'informazione differisce dal suo valore individuale o privato. Per le divulgazioni relative al clima, sembra probabile che i benefici pubblici superino i benefici privati della divulgazione, e che attualmente le aziende nel complesso non considerino queste esternalità positive quando scelgono cosa comunicare. Questi benefici pubblici forniscono una forte motivazione per la creazione di standard di informativa e per rendere obbligatorio il loro uso. Inoltre, rendere obbligatoria e standardizzare l'informativa può ridurre i costi complessivi riducendo la duplicazione nella produzione e acquisizione di informazioni. Per esempio, attualmente le aziende interagiscono con vari fornitori di dati sulla sostenibilità, ognuno dei quali probabilmente richiede diversi tipi di informazioni. I regolatori e gli investitori potrebbero richiedere ancora altri tipi di informazioni alle aziende. Divulgazioni standardizzate, rilevanti per tutte le aziende e per molti utenti (investitori, regolatori e fornitori di dati), possono generare risparmi sui costi in tutto il mercato. In generale, la standardizzazione facilita il confronto tra diverse aziende e investitori. Infine, la regolamentazione della divulgazione può anche servire a far sì che le aziende internalizzino le esternalità negative e riducano le attività che le producono, portando in ultima analisi al cambiamento aziendale.

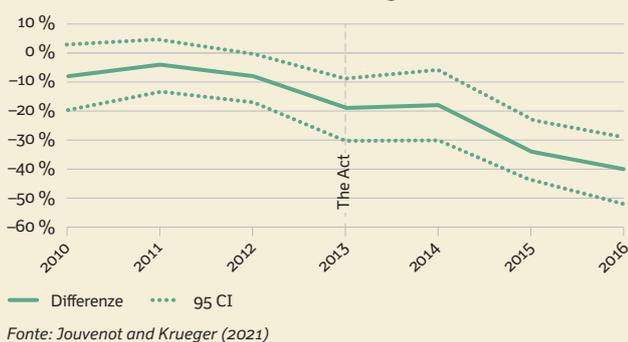
Per vedere i potenziali benefici di un regolamento obbligatorio e prescrittivo sulla divulgazione della sostenibilità, si consideri l'introduzione della divulgazione delle emissioni di gas serra (GHG) adottata dal Regno Unito nel 2013. Gli effetti di questo regolamento sono stati duplici.

**Figura 8: Tassi di divulgazione delle emissioni di gas serra (GHG) per le aziende britanniche ed europee al tempo del regolamento**



Come mostra la figura 8, dopo l'introduzione del regolamento la disponibilità di dati sulle emissioni di gas serra è migliorata di più nel Regno Unito che nel resto dell'Europa: nel primo anno del regolamento, il tasso di divulgazione da parte delle imprese britanniche è aumentato dal 70% al 90%.

**Figura 9: Differenze medie di emissioni per le aziende britanniche ed europee al tempo dell'introduzione del regolamento**



La figura 9 mostra cosa è successo alle emissioni di gas serra a livello aziendale in seguito al regolamento. In media, le aziende britanniche hanno ridotto le loro emissioni di gas serra più di quanto abbiano fatto le aziende simili nei Paesi europei. In altre parole, il regolamento sulla divulgazione ha causato di per sé una riduzione delle emissioni. Nel complesso, il regolamento ha avuto un effetto benefico non solo sull'ambiente informativo

(aumentando la disponibilità di dati sulle emissioni di gas serra), ma ha anche avuto un impatto positivo sul comportamento aziendale, come dimostra la più forte de-carbonizzazione delle aziende britanniche rispetto a quelle europee.

### 7.3. Cosa si può fare per i punteggi e le valutazioni ESG divergenti?

Un'importante intuizione della ricerca di Berg, Koelbel e Rigobon (2020) è che la divergenza non è guidata solo dalle differenze di opinione (cioè la divergenza di scopo), ma anche dalle differenze nei dati sottostanti (cioè la divergenza di misurazione). Diversi valutatori sembrano misurare questioni di sostenibilità simili usando misurazioni e approcci diversi; questa divergenza di misurazione gioca il ruolo principale nel guidare la divergenza complessiva del *rating* ESG. Mentre è certamente positivo avere differenze di opinione e non prescrivere quali aspetti (o ambiti) della sostenibilità siano i più importanti – in particolare perché gli utenti potrebbero avere preferenze diverse rispetto ai dati e ai *rating* di sostenibilità – il disaccordo sulla misurazione è chiaramente problematico. Categorie simili dovrebbero essere misurate allo stesso modo. Tuttavia, finché non ci sono standard uniformi per la divulgazione ESG e gli approcci di quantificazione rimangono poco trasparenti, è probabile che la divergenza di misurazione rimanga un importante fattore di divergenza dei *rating* ESG. Nella scelta di misure uniformi di sostenibilità, si dovrebbe pensare a selezionare una serie di attributi strettamente e chiaramente definiti per i quali esistono misure verificabili, controllabili e trasparenti (ad esempio, emissioni di gas serra, obiettivi di de-carbonizzazione, ecc.). Idealmente, anche le analisi di scenario o le metriche di allineamento della temperatura<sup>27)</sup> dovrebbero essere divulgate, ma non è certo che le metodologie attualmente esistenti consentano una divulgazione significativa, e forse un approccio meno prescrittivo per questo tema è più consigliabile fino a quando non si trovi una struttura comune. Inoltre, dovrebbero essere fatti degli sforzi per promuovere l'armonizzazione e la collaborazione tra i diversi standard esistenti (TCFD, SASB, GRI, EFRAG, IFRS, ecc.). Sviluppare nuovi standard e non costruire su strutture esistenti rischia di amplificare il problema comunemente noto come "zuppa alfabetica ESG". Lo studio di Berg, Kölbl e

27) See, for instance, <https://am.lombardodier.com/contents/news/white-papers/2021/july/designing-temperature-alignment.html>

Rigobon (2020) mostra per esempio che se le agenzie di *rating* ESG organizzassero le loro valutazioni secondo una tassonomia standardizzata, le loro metodologie e valutazioni diventerebbero più allineate. Anche se le differenze di opinione sono utili, gli studi mostrano che alcune indicazioni prescrittive su quali categorie siano più importanti potrebbero anche ridurre le divergenze. Per esempio, Berg, Kölbel e Rigobon (2020) usano

la tassonomia SASB per creare nuovi *rating* in cui i pesi e la portata sono resi coerenti tra i fornitori; questo esercizio porta a un maggiore accordo tra i *rating* ESG. Infine, aumentare la trasparenza metodologica dei fornitori di dati su questioni come i gruppi di paragone o gli ambiti e le ponderazioni, potrebbe anche ridurre le incoerenze.



## 8. Raccomandazioni e conclusione

Misurare la sostenibilità e costruire metriche affidabili di finanza sostenibile rimarrà una sfida. La divergenza delle attuali metriche della finanza sostenibile è causata, in larga misura, da differenze nelle misurazioni e da differenze nelle definizioni. Mentre è probabile che le definizioni di sostenibilità continuino a divergere in futuro, dato che la sostenibilità è almeno in parte un concetto normativo e soggettivo, le differenze di misurazione potrebbero essere potenzialmente affrontate. Per esempio, i regolatori potrebbero prescrivere il modo in cui le aziende e gli investitori forniscono informazioni su specifici argomenti di sostenibilità definendo una serie di divulgazioni e metriche generalmente accettate. I regolatori dovrebbero richiedere alle aziende e agli investitori di riferire su questi temi nei documenti ufficiali di divulgazione (ad esempio, rapporti annuali, depositi normativi, ecc.) e concentrarsi su dimensioni che sono generalmente considerate importanti, ben definite e misurabili (ad esempio, emissioni di gas serra e obiettivi di de-carbonizzazione, ecc.) Nei loro sforzi, i regolatori dovrebbero basarsi su ciò che già esiste, cioè favorire le divulgazioni esistenti e approvare gli approcci e le strutture disponibili.

I molti approcci volontari che attualmente coesistono non solo aggiungono alla confusione generale, ma impongono anche un onere di informativa alle aziende e agli investitori. Se le aziende e gli investitori devono rispondere a molti standard diversi, si verifica una duplicazione delle informazioni, con conseguenti perdite secche e costi evitabili. L'azione normativa mirata all'armonizzazione e alla standardizzazione potrebbe essere vantaggiosa e forse anche necessaria in questo senso. Nel complesso, l'azione normativa dovrebbe valutare i costi e i benefici della regolamentazione della divulgazione obbligatoria. L'azione normativa dovrebbe anche basarsi sugli standard esistenti e lavorare per armonizzare questi standard attraverso le regioni geografiche per ottenere alla fine uno standard globale di divulgazione della sostenibilità. Le argomentazioni ragionevoli a sostegno di un obbligo di informativa sulla sostenibilità includono possibili risparmi sui costi e benefici di standardizzazione per gli utenti delle informazioni di sostenibilità, un maggiore impegno nella divulgazione, e il potenziale per ridurre le esternalità negative derivanti dalle attività delle aziende e degli investitori. Tuttavia, dovrebbero essere considerati anche i costi associati all'applicazione e alla progettazione di un tale obbligo. Infine, c'è bisogno di una maggiore trasparenza per quanto riguarda le metodologie utilizzate per costruire i rating e i punteggi ESG. Una maggiore trasparenza permetterà agli utenti di capire meglio perché questi rating e punteggi divergono. Una maggiore trasparenza aiuterà anche gli utenti di questi dati a identificare le misure più adatte e a usarle di conseguenza.

## Swiss Finance Institute

Lo Swiss Finance Institute (SFI) è il centro nazionale per la ricerca di base, il dottorato, lo scambio di conoscenze e la formazione continua in ambito bancario e finanziario. La missione dello SFI è far crescere il capitale di conoscenze per la piazza finanziaria svizzera. Creato nel 2006 come partenariato pubblico-privato, lo SFI è un'iniziativa congiunta che riunisce gli operatori finanziari svizzeri, sei università svizzere di punta, e la Confederazione.

Questa pubblicazione è stata stampata su carta sostenibile "Refutura", certificata con l'Angelo Blu.

swiss:finance:institute

Walchestr. 9, CH-8006 Zurich, T +41 44 254 30 80  
info@sfi.ch, www.sfi.ch

