



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA

DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI

“M. FANNO”

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA

PROVA FINALE

**“I RATING DI SOSTENIBILITÀ: STATO DELL'ARTE E APPLICAZIONI
NELL'AMBITO DELLA TRANSIZIONE CLIMATICA”**

RELATORE:

CH.MO PROF. CESARE DOSI

LAUREANDO: EDOARDO CERA

MATRICOLA N. 1225547

ANNO ACCADEMICO 2021 – 2022

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

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

Firma (signature) 

Indice

Introduzione	4
Misurare la <i>performance</i> ESG: i rating di sostenibilità	5
1.1 Rating ESG: aspetti generali.....	5
1.1.1 Definizione	5
1.1.2 Tipologie di rating	5
1.1.3 Il “vuoto legislativo”	6
1.1.4 I principali <i>provider</i>	7
1.2 Costruzione di un <i>company performance rating</i>	9
1.2.1 Identificazione degli indicatori	9
1.2.2 Acquisizione e accertamento dei dati	10
1.2.1 Valutazione degli indicatori.....	12
Elementi di criticità e affidabilità nei rating ESG	15
2.1 Problemi metodologici	15
2.1.1 <i>Company Size Bias</i>	15
2.1.2 <i>Geographic Bias</i>	16
2.1.3 <i>Industry Sector Bias</i>	19
2.2 Cause e conseguenze delle divergenze tra i rating	21
2.2.1 La correlazione tra i rating.....	21
2.2.3 Le conseguenze della scarsa correlazione	25
2.2.4 Proposte d’azione e raccomandazioni per una maggior efficacia dei rating ESG	26
<i>Transition risk</i>: cos’è e come mitigarlo tramite gli investimenti sostenibili e i rating di sostenibilità	28
3.1 Il <i>transition risk</i> : definizione	28
3.2 Conseguenze finanziarie della transizione climatica	31
3.3 Pratiche per un miglior allineamento degli strumenti finanziari agli obiettivi di transizione.....	34
CONSIDERAZIONI FINALI	36
RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI	38

Introduzione

La pratica degli investimenti sostenibili (o responsabili) è un fenomeno che ha radici profonde nella storia, tant'è che già a partire dal XVIII secolo comunità benestanti quali quella dei Quaccheri e dei Metodisti cominciarono a porre delle limitazioni di natura etico/religiosa all'utilizzo del denaro da parte dei propri membri (Fiorentini, 2021). Nell'ultimo decennio tali principi di comportamento hanno trovato nuova linfa, specialmente a motivo della crescente "sensibilità ambientale" e delle emergenze legate alla crisi climatica. Sempre più investitori, infatti, hanno iniziato a introdurre logiche di "sostenibilità" nelle proprie scelte di portafoglio, sia per motivazioni di responsabilità, sia per cogliere le nuove opportunità di profitto offerte da tali strategie di investimento (Morgan Stanley, 2020).

Considerata l'elevata complessità dell'universo ESG (*Environmental, Social, Governance*), investitori ed *asset manager* hanno iniziato a servirsi di particolari rating per indirizzare le proprie scelte d'investimento ed è proprio su tale tematica che il presente elaborato vuole innestarsi. Il lavoro si propone, infatti, di offrire una panoramica, necessariamente sintetica, sugli attuali sistemi di rating, evidenziandone potenziali vantaggi e criticità

L'elaborato è suddiviso in tre capitoli. Nel primo si illustreranno gli aspetti generali legati ai rating ESG e ai relativi emittenti, per poi delineare il processo di realizzazione. Successivamente, nel secondo capitolo, si analizzeranno le criticità legate a tali strumenti, partendo dai *bias* che affliggono le metodologie di creazione dei rating e concludendo con un *excursus* sul problema della scarsa correlazione dei giudizi di sostenibilità e sulle conseguenze che tale fenomeno ha sull'utilizzo e l'affidabilità dei rating stessi. Infine, nel terzo capitolo, collegheremo i temi generali trattati nelle sezioni precedenti a quello della c.d. "transizione ecologica". Si descriveranno, dunque, i possibili scenari di transizione e i relativi rischi, per poi indagare il ruolo che i rating di sostenibilità potranno svolgere nell'assicurare un passaggio ad un'economia *low-carbon* il più ordinato e graduale possibile.

Capitolo 1

Misurare la *performance* ESG: i rating di sostenibilità

1.1 Rating ESG: aspetti generali

1.1.1 Definizione

Nonostante non esista una definizione a livello legislativo, possiamo descrivere i rating di sostenibilità come dei giudizi quali-quantitativi erogati da società specializzate circa un paese, un'impresa, un fondo d'investimento oppure un prodotto finanziario. Tuttavia, essi si distinguono dai canonici rating finanziari per i criteri di valutazione utilizzati, che spaziano dalla strategia adottata per contrastare le problematiche legate al tema ESG, all'effettivo impatto ambientale, sociale o di *governance*, fino al livello di *disclosure* ESG. Tuttavia, non tutti i rating prendono in considerazione i tre pilastri ESG (*Environmental, Social, Governance*) contemporaneamente, ma eventualmente analizzano in maniera separata ciascuna componente. Tali analisi possono essere svolte attraverso varie modalità: basandosi su criteri e *benchmark* stabiliti dallo stesso emittente del rating e monitorando la *performance* di anno in anno, oppure tramite un confronto con i concorrenti.

Secondo l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA,2020) è possibile distinguere tre categorie di rating sulla base dell'aspetto che vanno a misurare:

- **ESG risk rating:** i quali analizzano l'esposizione di una società oppure di un titolo ai rischi di natura ESG e la gestione di questi ultimi;
- **ESG impact rating:** i quali misurano l'impatto (negativo o positivo) che società, fondi d'investimento o prodotti finanziari hanno su determinati fattori ESG;
- **Issue-focused rating:** tale categoria di rating prevede l'analisi di uno specifico aspetto legato all'universo ESG; un tipico esempio sono i cosiddetti *climate-related rating*.

1.1.2 Tipologie di rating

Una prima distinzione in merito alle tipologie di rating ESG può essere fatta relativamente all'entità di cui si va a misurare la *performance*. Dato tale discriminante, osserviamo che vi sono principalmente due categorie di rating (Commissione europea, Direzione generale della Stabilità finanziaria, dei servizi finanziari e dell'Unione dei mercati dei capitali, ERM, 2021):

- ***Company performance, management or disclosure rating***: i quali servono, attraverso molteplici criteri, a valutare il profilo ESG di una società;
- ***Financial product rating***: i quali hanno lo scopo di esprimere la “sostenibilità” o meno di determinati prodotti finanziari;

D’ora in avanti, nella trattazione, si farà principalmente riferimento alla prima categoria, poiché di maggior rilevanza e diffusione.

1.1.3 Il “vuoto legislativo”

Dal punto di vista delle disposizioni legati, a livello sia europeo che statunitense, al momento si osserva un “vuoto legislativo” per quanto riguarda la regolamentazione dei rating ESG. L’attuale stato normativo e le criticità legate ad esso sono stati ben esposti e sintetizzati in una lettera¹ inviata dall’ex presidente dell’ESMA Steven Maijor all’attuale commissario europeo per i servizi finanziari Mairead McGuinness. Nel testo sopra citato si evidenzia come, innanzitutto, sia assente una **definizione legalmente vincolante** relativa ai rating ESG; oltre a ciò, viene sottolineata **la mancata presenza di criteri di standardizzazione e trasparenza** in merito alle **metodologie** utilizzate per la creazione degli indicatori da parte dei *provider*. Altrettanto negativa è la mancanza di una regolamentazione in merito alla **qualità e alla tipologia dei dati** utilizzati per redigere i rating; in relazione a tale questione, tuttavia, le autorità sia europee che statunitensi (rispettivamente la Commissione Europea e la *Securities and Exchange Commission*), attraverso dei piani d’azione come l’europea *Sustainable Finance Disclosure Regulation* (SFDR), si stanno adoperando per garantire una maggior standardizzazione delle operazioni di *disclosure* dei dati e delle performance ESG da parte delle imprese (Wolfe, 2022). In tal modo si potrà assicurare una maggiore uniformità e una migliore comparabilità dei dati, il che, auspicabilmente, si tradurrà in rating più coerenti e meno divergenti tra loro.

Se non colmate, conclude Maijor, le sopracitate lacune legislative potrebbero generare diverse problematiche quali: *green-washing*, conflitti d’interesse nell’operato degli emittenti dei rating, una distorta allocazione dei capitali, nonché una scarsa rilevanza e inconsistenza degli indici stessi (tema che verrà ampiamente discusso nel capitolo seguente).

¹ Maijor, 2021

1.1.4 I principali provider

Per quanto riguarda il settore dei servizi di rating e dei *provider* ESG, nell'ultimo decennio si è registrato un intenso fermento tra gli operatori dei mercati finanziari. Stando allo studio condotto da ERM per conto della Commissione Europea², in particolare, si è registrato un certo fervore nelle attività di fusione e acquisizione. Infatti, i tradizionali grandi *player* finanziari (S&P, Moody's, Bloomberg etc.) hanno dimostrato un deciso interesse nel rafforzare la propria offerta di servizi finanziari legati all'universo ESG, la cui crescente domanda li rende di importanza strategica.

Svariati sono gli esempi di operazioni di *M&A* registratesi nell'ultimo decennio, specialmente da parte di operatori statunitensi nei confronti di *provider* europei (si veda **figura 1**); tra le varie manovre si notino quelle di Moody's che, nel 2019, ha acquisito la francese Vigeo Eiris (agenzia di rating ESG francese), oppure S&P che ha recentemente acquisito il *provider* di rating ESG RobecoSAM.

Figura 1: attività di fusione e acquisizione nel mercato dei servizi ESG



Fonte: Commissione europea, Direzione generale della Stabilità finanziaria, dei servizi finanziari e dell'Unione dei mercati dei capitali, ERM, 2021

² Commissione europea, Direzione generale della Stabilità finanziaria, dei servizi finanziari e dell'Unione dei mercati dei capitali, ERM, 2021

Per quel che concerne le cifre circa il numero dei *provider* si stima che, globalmente, gli emittenti siano 150, di cui circa 40 in Europa (Commissione europea, Direzione generale della Stabilità finanziaria, dei servizi finanziari e dell'Unione dei mercati dei capitali, ERM, 2021). Tra questi, i principali *provider* per numero di società coperte da rating sono Bloomberg, CDP³, FTSE Russell, ISS-ESG⁴, MSCI⁵, Morningstar-Sustainalytics, Moody's-Vigeo Eiris. Tuttavia, tra i diversi emittenti, è importante distinguere quelli **commerciali** da quelli **non-commerciali**, in quanto, nonostante la maggior parte delle agenzie siano *for-profit*, ci sono anche agenzie non a scopo di lucro come *Carbon Disclosure Project* (CDP), *Share Action Workshop Disclosure Initiative* ed *As You Sow* che offrono servizi altrettanto rilevanti.

Un'ulteriore categorizzazione dei *provider* proposta da Li e Polychronopoulos (2020) si basa sulle differenti tipologie di dati utilizzati per la redazione del rating:

- **Fundamental provider:** sono agenzie che per lo più raccolgono e aggregano dati pubblici, senza poi andare a redigere dei veri e propri rating, ma diffondendo i dati elaborati e lasciando ai singoli utilizzatori la discrezionalità su come interpretarli; un esempio è l'agenzia di rating Bloomberg.
- **Comprehensive provider:** questa categoria di emittenti è caratterizzata dal fatto che elabora rating attraverso delle metodologie che sfruttano non solo i dati disponibili pubblicamente, ma anche quelli raccolti autonomamente dai *provider* tramite questionari ed interviste; alcuni esempi sono: MSCI, Sustainalytics, Vigeo Eiris.
- **Specialist provider:** in tale gruppo rientrano agenzie che si occupano di redigere rating in merito a specifiche tematiche ESG (emissioni carboniche, diritti umani, parità di genere...), i quali risultano utili per investitori che vogliono agire in maniera mirata; alcuni esempi di questo tipo di *provider* sono CDP e RepRisk (specializzati nella misurazione dei rischi ambientali/climatici), TruCost, ed Equileap (agenzia specializzata nell'analisi dei dati sulla parità di genere).

³ Carbon Disclosure Project

⁴ Institutional Shareholder Services -ESG

⁵ Morgan Stanley Capital International

1.2 Costruzione di un *company performance rating*

Si analizzerà, ora, il processo di creazione dei rating di sostenibilità concentrandosi sui cosiddetti *company performance rating*, considerata la loro maggiore diffusione e rilevanza.

Si approfondirà tale tema scomponendo il procedimento in tre fasi principali: identificazione degli indicatori, acquisizione dei dati e valutazione degli indicatori. L'obiettivo di tale sezione non è semplicemente quello di esporre l'*iter* relativo alla creazione di un indicatore, ma anche quello di far comprendere al lettore da dove ha origine il problema (affrontato nel capitolo successivo) dell'inconsistenza e della divergenza dei rating, con *focus* sulle metodologie adottate da alcuni dei maggiori *provider*.

1.2.1 Identificazione degli indicatori

La prima fase di elaborazione del rating consiste nel definire su quali tematiche ESG e di sostenibilità esso si debba focalizzare. Come già accennato sopra, non tutti gli emittenti, infatti, analizzano a 360 gradi le tematiche ESG, ma eventualmente scelgono di restringere l'attenzione sul singolo *pillar* ambientale, sociale o di *governance* (c.d. *specialist provider*). Si noti come già in questa prima operazione si vadano a delineare delle profonde differenze tra i rating, in quanto la scelta degli indicatori è totalmente in capo al *provider* e non vi è alcuna norma che dia prescrizioni a riguardo.

Successivamente, una volta individuata a grandi linee la tematica (o le tematiche) di cui ci si andrà ad interessare, l'emittente andrà a scegliere gli indicatori, i KPI (*key performance index*) e le metriche tramite i quali andare a misurare la *performance* ESG (si veda la **Figura 2** per un esempio concreto). La tipologia dell'indicatore potrà essere sia di tipo quantitativo (emissioni carboniche, quantità di incidenti sul lavoro, numero di donne in posizioni di vertice etc.) che qualitativo (adozione di misure per la *privacy*, trasparenza fiscale, rispetto dei diritti umani etc.). In merito a quest'ultima distinzione è evidente che, a parità di metodologia, le metriche di carattere qualitativo costituiranno la maggiore fonte di divergenza tra i rating, in quanto più difficili da incorporare oggettivamente. Viceversa, i dati relativi alle *performance* ambientali tenderanno ad essere più uniformi poiché misurabili più oggettivamente (Commissione europea, Direzione generale della Stabilità finanziaria, dei servizi finanziari e dell'Unione dei mercati dei capitali, ERM, 2021).

Figura 2: KPI adottati dal *provider* MSCI

MSCI ESG Score									
Environment Pillar				Social Pillar				Governance Pillar	
Climate Change	Natural Capital	Pollution & Waste	Env. Opportunities	Human Capital	Product Liability	Stakeholder Opposition	Social Opportunities	Corporate Governance	Corporate Behavior
Carbon Emissions	Water Stress	Toxic Emissions & Waste	Clean Tech	Labor Management	Product Safety & Quality	Controversial Sourcing	Access to Communication	Board	Business Ethics
Product Carbon Footprint	Biodiversity & Land Use	Packaging Material & Waste	Green Building	Health & Safety	Chemical Safety	Community Relations	Access to Finance	Pay	Tax Transparency
Financing Environmental Impact	Raw Material Sourcing	Electronic Waste	Renewable Energy	Human Capital Development	Consumer Financial Protection		Access to Health Care	Ownership	
Climate Change Vulnerability				Supply Chain Labor Standards	Privacy & Data Security		Opportunities in Nutrition & Health	Accounting	
					Responsible Investment				
					Insuring Health & Demographic Risk				

 Key Issues selected for the Soft Drinks Sub Industry (e.g. Coca Cola)
  Universal Key Issues applicable to all industries

Fonte: MSCI *website*, <https://www.msci.com/our-solutions/esg-investing/esg-ratings/esg-ratings-key-issue-framework>

Infine, un ulteriore fattore di natura prettamente qualitativa di cui molti *provider* tengono conto è costituito da eventuali accuse e controversie nei confronti delle società analizzate relativamente a tematiche di sostenibilità, in quanto segnali di una potenziale esposizione al rischio ESG (Commissione europea, Direzione generale della Stabilità finanziaria, dei servizi finanziari e dell'Unione dei mercati dei capitali, ERM, 2021). Un esempio lampante dell'implementazione di tale criterio nella redazione di un rating è quello del *provider* RepRisk, il quale basa i propri giudizi esclusivamente su tale fattore.

1.2.2 Acquisizione e accertamento dei dati

In base alle indagini condotte da ERM per conto della Commissione Europea (Commissione europea, Direzione generale della Stabilità finanziaria, dei servizi finanziari e dell'Unione dei mercati dei capitali, ERM, 2021), in questa fase di elaborazione del rating è possibile individuare due differenti approcci adottati da parte dei *provider*: un primo consiste nel basarsi principalmente su dati ottenuti tramite indagini e questionari erogati dall'emittente stesso nei confronti delle società; tra le principali agenzie che adottano tale strategia di raccolta dei dati vi sono CDP e

SAM CSA⁶. Il secondo metodo di acquisizione dati, adottato da *provider* quali Sustainalytics, ISS, Bloomberg, MSCI, Vigeo Eiris, FTSE Russell e Refinitiv, si basa, invece, su un ventaglio maggiore di fonti che vanno dai documenti di *disclosure* aziendale imposti per legge o discrezionali, fino a fonti di dati disaggregati provenienti da report di enti ed organizzazioni oppure forniti da soggetti terzi.

Anche in questo caso, come è possibile osservare dalla Tabella 1, è presente una marcata eterogeneità negli approcci dei *provider*, che alimenta ulteriormente la scarsa correlazione tra i rating finali.

Tabella 1: fonti e metodi di verifica dei dati auto-rapportate dai provider

Provider and Product	Data Sources				Data Validation or Company Engagement
	Data Directly from the Company Covered		Unstructured Company Data	Third-Party Data	
	Public Corporate Disclosures	Questionnaire			
CDP Climate Score	Not utilized	Questionnaire	Not utilized	RepRisk	No information found
S&P SAM Corporate Sustainability Assessment	Not utilized	Corporate Sustainability Assessment (CSA)	Not utilized	RepRisk; CDP; EcoVadis	No information found
Sustainalytics Risk Rating	Corporate publications and regulatory filings (e.g. Annual Reports and Corporate Sustainability Reports)	Not utilized	News and other media; nongovernmental organization (NGO) reports/websites	Multisector information sources (e.g. Global Reporting Initiative, CDP reports)	Company feedback
ISS-ESG Corporate Rating	Publicly available company information	Not utilized	Data from external information sources is also incorporated, including NGOs, media, academic institutions and governmental authorities	Not utilized	Additional information provided by the company during the formal feedback process
ISS Quality Score	Company publications, including mainstream filings, Sustainability and CSR reports, Integrated Reports, publicly available company policies and information on company websites	Not utilized	Not utilized	Not utilized	Companies within the ISS QualityScore coverage universe are invited to review, verify and provide feedback on the data
Bloomberg ESG Disclosure	Company-sourced filings such as Corporate Social Responsibility reports, annual reports, company websites	Not utilized	Not utilized	Sustainalytics; ISS; CDP; SAM/DJSI	No information found
MSCI ESG Rating	Company disclosure (10-K, sustainability report, proxy report, AGM results, etc.)	Not utilized	Macro data at segment or geographic level from academic, government, NGO datasets; Government databases, 1 600+ media, NGO, other stakeholder sources regarding specific companies	Not utilized	Companies are invited to participate in a formal data verification process prior to publication of their ESG Ratings report.
Vigeo Eiris (VE) ESG Rating	Pre-analysis based on public information	Not utilized	Press Archives (33 000 sources)	Databases: CDP, World Chemical Directory, Janes	Dialogue with companies; VE Connect interactive platform
FTSE Russell ESG Ratings	Public sources	Not utilized	Governments and NGOs	Sustainalytics; RepRisk; CDP; GeoPhy; Refinitiv	No information found
Refinitiv ESG Rating	Reported data in the public domain	Not utilized	NGO reports, news articles	Data contributed by firms then audited and standardized (Thomas Reuters, ISS)	Uses algorithmic and human processes for data checking but does not engage with companies.
RepRisk Index	Not utilized	Not utilized	Media, stakeholders and other public sources external to a company	Not utilized	No information found

Fonte: Commissione europea, Direzione generale della Stabilità finanziaria, dei servizi finanziari e dell'Unione dei mercati dei capitali, ERM, 2021

⁶ SAM Corporate Social Assessment

Infine, per quanto riguarda il processo di accertamento e validazione dei dati, troviamo nuovamente un'ampia varietà di approcci. Alcuni emittenti come Vigeo Eiris e ISS-ESG, ogni due o tre anni, richiedono alle società da cui hanno ottenuto i dati dei *feedback* e delle conferme in merito a quanto dichiarato. Altre agenzie come ISS QualityScore mettono perfino a disposizione delle piattaforme online tramite le quali le aziende possono aggiornare, modificare e correggere i dati precedentemente comunicati.

1.2.1 Valutazione degli indicatori

L'ultima fase relativa alla stesura del rating prevede l'assegnazione di un punteggio per ciascun indicatore o *KPI* selezionato dal *provider* (operazione che, oggi sempre più, viene affidata a sistemi di intelligenza artificiale (Knutson, 2020)). Ancora una volta si osserva un'elevata eterogeneità nelle metodologie utilizzate, tuttavia, a livello generale, è possibile distinguere due approcci: un primo si fonda sulla **valutazione del livello di disclosure e trasparenza ESG** da parte delle società analizzate; alcuni esempi di rating che si basano su tale metodologia sono l'“*ESG Disclosure rating*” erogato dall'agenzia Bloomberg, oppure l'“*E&S Disclosure Quality Score*” erogato dal *provider* ISS (relativo soltanto ai *pillar* ambientale e sociale). Nello specifico, tale metodologia si fonda sulla valutazione del grado di accuratezza dei dati ESG dichiarati verso l'esterno. Pertanto, il giudizio potrà basarsi o sul confronto della *performance* della società oggetto di analisi con quella dei *peer*, oppure (come nel caso del “*E&S Disclosure QualityScore*”) sul rispetto delle norme e dei principali standard in materia di *disclosure* da parte dell'impresa in questione.

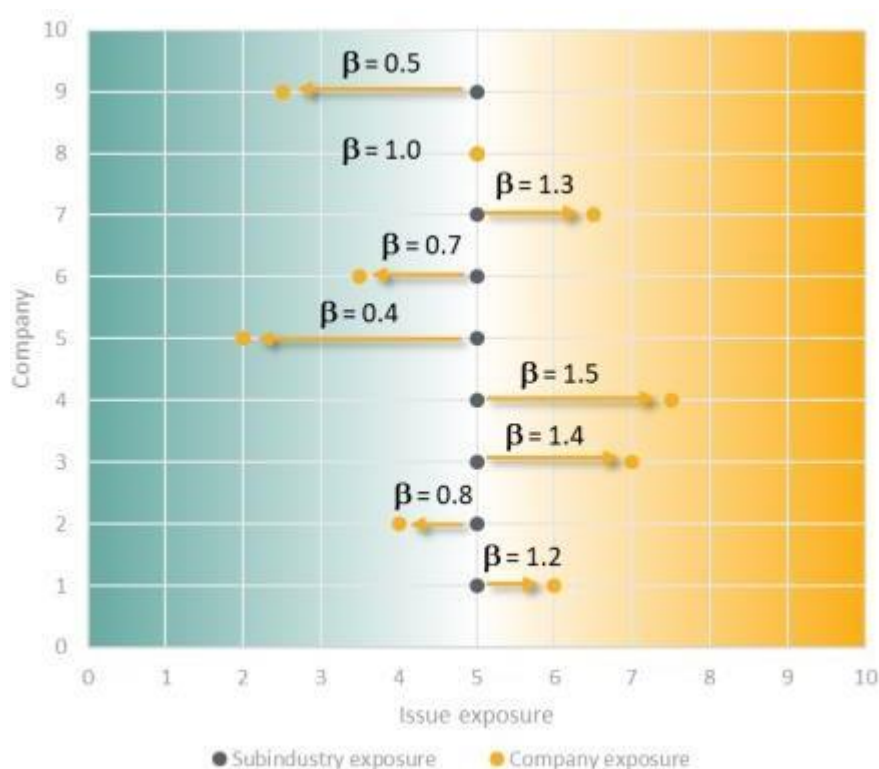
Il secondo criterio di *scoring* prevede, invece, una **valutazione della performance ESG**, tramite un'analisi dell'evoluzione dei dati sulla sostenibilità raccolti nelle prime fasi di creazione dell'indice, col fine di determinare il rischio ESG a cui l'impresa è soggetta (***ESG risk rating***) oppure l'impatto sulle componenti ESG derivante dall'operato della società (***ESG impact rating***). A tal proposito, si propone qui a titolo esemplificativo la fase di valutazione degli indicatori relativa all' *ESG risk rating* fornito dal *provider* Sustainalytics.

L'indice erogato dall'emittente olandese (la cui creazione è spiegata in dettaglio in **Figura 4**) si propone di evidenziare due aspetti legati al rischio ESG: l'**esposizione** e la **gestione** di esso da parte dell'impresa analizzata.

La prima fase di stesura del rating consiste nel determinare il livello medio di esposizione al rischio per le società operanti nel settore a cui appartiene anche l'impresa oggetto di analisi. Successivamente sarà necessario determinare il “beta” del titolo valutato, ovvero l'indice

rappresentante “la variazione percentuale attesa nel rendimento in eccesso di un titolo per una variazione del 1% del portafoglio di mercato” (Berk e De Marzo, 2018), dove, in questo caso, il portafoglio di mercato è costituito da titoli di società operanti nello stesso settore dell’impresa considerata (si veda la **Figura 3**).

Figura 3: determinazione dell’indice “beta” nel *ESG risk rating* di Sustainalytics



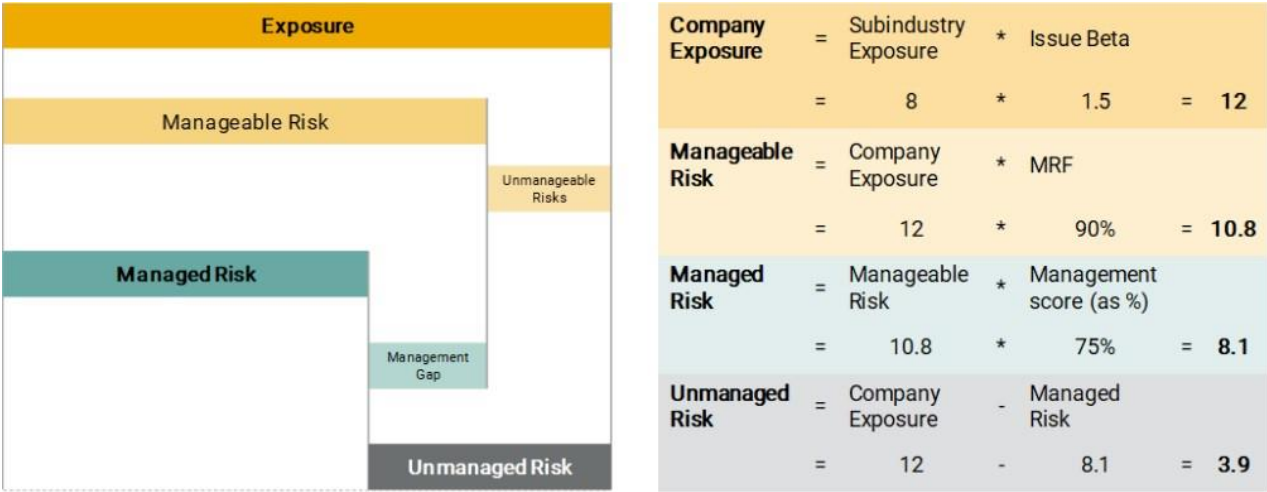
Fonte: Sustainalytics, 2021, p.8

Successivamente, la metodologia prevede di individuare l’esposizione al rischio della singola società moltiplicando il dato ottenuto in merito all’esposizione media di settore per il “beta” dell’impresa. Poiché, chiaramente, non tutti i rischi possono essere gestiti o eliminati, la metodologia adottata da Sustainalytics prevede, poi, di andare a calcolare la porzione di “rischio gestibile” tramite il prodotto tra l’esposizione al rischio della singola impresa e il cosiddetto *manageble risk factor*. Quest’ultimo fattore tiene conto di elementi quali l’influenza di agenti esterni sulle possibilità di gestire problematiche ESG, le limitazioni fisiche all’innovazione e al progresso tecnologico (specie in settori di tipo ingegneristico/tecnologico e caratterizzati da elevate emissioni, come quello aeronautico), prestando attenzione anche alla complessità generale della problematica ESG da gestire (come nel caso delle “catene globali del valore”). Una volta distinto il “rischio gestibile” da quello “non gestibile”, l’*iter* metodologico prevede di andare ad individuare la percentuale di *manageable risk* effettivamente gestita dalla società. Per fare ciò,

l'agenzia procede a calcolare il cosiddetto *management score*, un fattore frutto dell'elaborazione di dati sia qualitativi (certificazioni, sistemi di *management*, policy aziendali) che quantitativi (come l'intensità delle emissioni di CO2) raccolti in precedenza.

L'ultimo *step* consiste nel determinare il rischio a cui effettivamente la società è soggetta, tenendo conto sia della quota di rischi non gestibile sia della percentuale che sarebbe gestibile, ma che non è correttamente amministrata dalla società. Tale valore non sarà altro che il risultato della differenza tra l'esposizione complessiva della società e la quota di rischio gestita.

Figura 4: metodologia del *ESG risk rating*, Sustainalytics



Fonte: Sustainalytics, 2021, p. 11

Per quanto riguarda, invece, la valutazione finale della società analizzata, Sustainalytics, in base al valore ottenuto rappresentante il “rischio non gestito”, classifica i titoli secondo il criterio presentato in **Figura 5**.

Figura 5: metodo di *scoring*, Sustainalytics

Negligible	Low	Medium	High	Severe
0 - 10	10 - 20	20 - 30	30 - 40	40+

Fonte: Sustainalytics *website*, <https://www.sustainalytics.com/esg-data>

Capitolo 2

Elementi di criticità e affidabilità nei rating ESG

2.1 Problemi metodologici

Si è riscontrato che molti dei rating ESG emessi dai maggiori *provider* sono affetti da distorsioni sistematiche a favore o a danno di determinate categorie di società (Doyle, 2018). Tale tendenza da parte degli emittenti ha come conseguenza la diffusione di giudizi imparziali e poco oggettivi, non sempre in grado di cogliere a pieno i rischi e le opportunità dei titoli analizzati.

Nelle sezioni successive si illustreranno sinteticamente i principali limiti metodologici che possono influenzare l'affidabilità dei ESG, soffermandosi maggiormente sull'analisi dei *bias* più diffusi.

2.1.1 *Company Size Bias*

Tale distorsione metodologica consiste in un'alterazione dell'imparzialità del rating a favore delle compagnie finanziariamente più grandi e strutturate. Tali società, infatti, avendo più risorse a disposizione, sono in grado di fornire una documentazione non-finanziaria più ricca e accurata che permette loro di ricevere delle valutazioni più elevate senza che, però, vi sia necessariamente una *performance* che le giustifichi.

Come testimoniato dalle elaborazioni effettuate dall'ACCF⁷ sui dati acquisiti dal *provider* Sustainalytics (si veda **Figura 6**) tale fenomeno è tutt'altro che raro nell'universo ESG (Doyle, 2018; Akgun et al. 2021).

⁷ American Council for Capital Formation

Figura 6: rating ESG di gruppi di società suddivisi per capitalizzazione di mercato, dati di Sustainalytics



Fonte: Doyle, 2018, p.10

Tuttavia, non c'è una giustificazione per tale tendenza, in quanto è semplicemente frutto del fatto che società più strutturate hanno la possibilità di allocare un maggior numero di risorse per le attività di *disclosure*. Infatti, solo tali compagnie possono permettersi di creare gruppi per il monitoraggio della sostenibilità aziendale oppure di assumere consulenti specializzati ed è solo grazie a tali risorse che sono in grado di ottenere una rendicontazione non-finanziaria più accurata e, quindi, rating più elevati (Commissione europea, Direzione generale della Stabilità finanziaria, dei servizi finanziari e dell'Unione dei mercati dei capitali, ERM, 2021). Tuttavia, tale assenza di imparzialità da parte degli emittenti dei rating causa una vera e propria distorsione della realtà, facendo passare le società con minor capitalizzazione come meno “sostenibili” quando, in realtà, diversi sono gli studi che evidenziano la sempre maggiore innovatività di tali aziende (Evans, 2017). Se ne conclude, dunque, che i giudizi così emessi sono solamente il riflesso della quantità di documenti dichiarati più che della reale *performance* ESG.

Una delle possibili soluzioni a tale questione, per altro adottata già da alcuni emittenti, consiste nel basare i rating non solo sulle informazioni dichiarate dalle compagnie, ma anche sull'utilizzo di dati derivanti da fonti alternative, come accuse e controversie in cui le società sono coinvolte, dati forniti da organizzazioni e ONG oppure dai *media*.

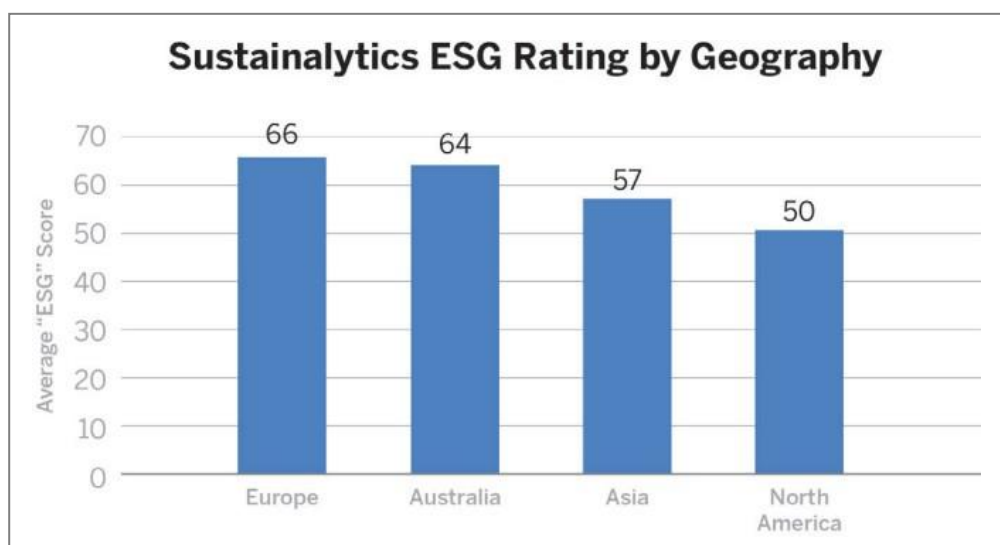
2.1.2 Geographic Bias

Con *geographic bias* si intende l'alterazione dell'oggettività del rating tale per cui, *ceteris paribus*, società situate in diverse aree geografiche ricevono giudizi altrettanto differenti. La ragione principale di tale pregiudizio metodologico è legata alle diverse regolamentazioni in materia di *disclosure* non-finanziaria che si registrano nei vari paesi. In pratica, nelle nazioni in cui è presente una legislazione più stringente si riscontra anche che i punteggi dei rating delle società ivi locate sono più elevati; ciò,

tuttavia, accade solamente poiché tali compagnie sono obbligate a dichiarare verso l'esterno più informazioni rispetto alle loro omologhe (Doyle, 2018).

Tale pregiudizio metodologico è particolarmente evidente se si confrontano i rating relativi a società che hanno sede in Europa con quelli di compagnie localizzate in altri continenti (si veda **Figura 7**) (Doyle, 2018; Commissione europea, Direzione generale della Stabilità finanziaria, dei servizi finanziari e dell'Unione dei mercati dei capitali, ERM 2021).

Figura 7: rating di sostenibilità suddivisi per area geografica, con dati di Sustainalytics



Fonte: Doyle, 2018, p.10

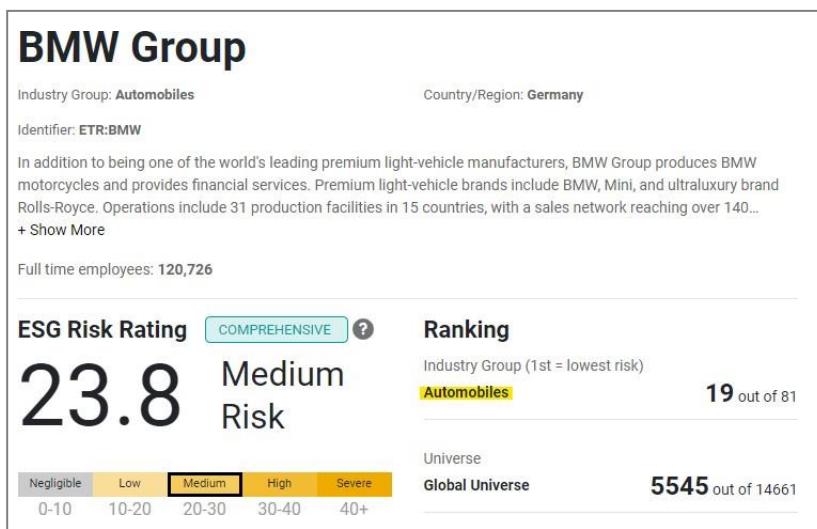
Il divario tra i rating delle società europee e quelle localizzate altrove (specialmente negli USA) può essere spiegato da due ragioni: la prima riguarda le profonde differenze legislative tra i continenti, per cui in Europa si registra una regolamentazione in materia di rendicontazione di sostenibilità molto più stringente e pressante (si pensi a standard di *disclosure* come la NFDR⁸ o altre leggi a livello nazionale). La seconda ragione è legata, invece, al maggiore peso che fondi d'investimento, società di rating e *asset manager* europei danno agli aspetti ESG e di sostenibilità durante il processo di investimento (Schroders, 2016).

Svariati sono gli esempi di tale distorsione, ma uno dei più lampanti, riportato nel sopracitato studio dell'ACCF⁹, è quello riguardante il gap tra il rating ESG relativo alla tedesca BMW Group e la statunitense Tesla. Le due compagnie, operanti nel medesimo settore (automobilistico), presentano, infatti, valutazioni piuttosto differenti in merito al rischio ESG (**Figure 8 e 9**).

⁸ Non-Financial Reporting Directive

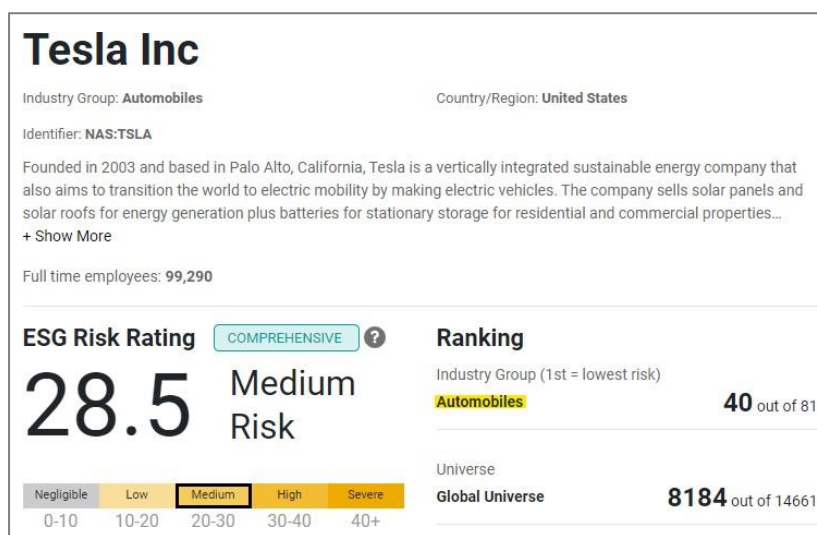
⁹ Doyle, 2018

Figura 8: rating BMW Group, Sustainalytics



Fonte: Sustainalytics website, <https://www.sustainalytics.com/esg-rating/bmw-group/1008582880>

Figura 9: rating Tesla, Sustainalytics



Fonte: Sustainalytics website, <https://www.sustainalytics.com/esg-rating/tesla-inc/1035322998>

Si noti, infatti, come i rating proposti evidenzino un maggiore rischio ESG per Tesla nonostante la compagnia sia tra le più all'avanguardia sul tema della riduzione delle emissioni di CO2 in ambito automobilistico (Barnard, 2016); ma soprattutto nonostante il gruppo BMW sia stato coinvolto in svariate controversie legate a pratiche di marketing anti-competitive, violazione delle pratiche commerciali sulla proprietà intellettuale, violazione dei diritti umani, dei lavoratori e degli animali e attività collusive coi gruppi Volkswagen, Audi, Porsche, and Daimler¹⁰. Considerato ciò, è probabile

¹⁰ Corporate Research Project, Violation Tracker. <https://violationtracker.goodjobsfirst.org/prog.php?parent=bmw>

che le differenze nelle valutazioni siano principalmente dovute alla diversa locazione geografica e ai diversi standard di rendicontazione non-finanziaria, più che all'effettiva *performance* delle due società.

Un altro esempio di *geographic bias* proposto nello studio condotto da ERM sul tema¹¹, è possibile individuarlo nell'ambito dei rating incentrati sul *pillar* di *governance*. Esso riguarda le imprese francesi, le quali, conformemente all'*Afep-Medef Code*¹², prendono come riferimento un periodo di dodici anni come termine entro il quale non considerare più indipendente un dirigente (AFEP, 2018). Tuttavia, nel momento in cui vanno a valutare tale aspetto, molti *provider* si rifanno alla più stringente normativa anglo-statunitense che prevede un intervallo di tempo di nove anni. In questo modo, pur rispettando lo standard imposto dal proprio paese, le compagnie francesi si ritrovano con dei punteggi più bassi solamente per delle imprecisioni metodologiche.

2.1.3 Industry Sector Bias

Tale distorsione metodologica deriva dall'operato di alcuni *provider* che, nel lecito tentativo di normalizzare i rating a livello di settore, adottano *KPI* e indicatori comuni per imprese operanti nello stesso comparto industriale; in questo modo, tuttavia, vanno a trascurare le caratteristiche specifiche delle società analizzate, necessarie, invece, per la stesura di un rating significativo. È chiaro, infatti, che sia riduttivo assumere che tutte le compagnie appartenenti ad un certo settore siano esposte solamente ad uno preciso insieme rischi. Infatti, al di là del cosiddetto rischio sistematico, vi è da considerare anche la componente di rischio specifico, la quale è, appunto, determinata da elementi come il modello di business, le relazioni commerciali, l'area in cui l'impresa opera etc.

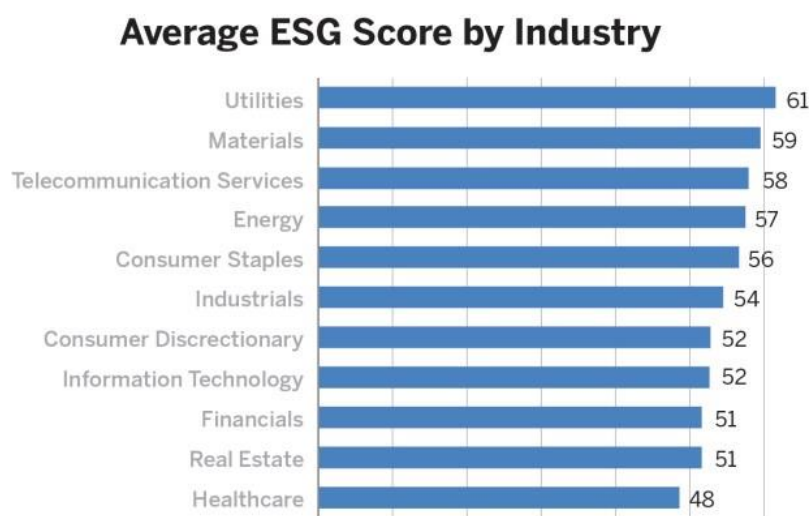
Pertanto, a causa di tale pregiudizio, potrà accadere che nei rating venga dato un peso eccessivo a fattori che, magari, in media risultano significativi per le imprese di un determinato settore, ma non per la singola impresa, pur essa operando in tale industria; e, viceversa, verrà sottostimata la rilevanza di altri elementi di rischio in media di scarso rilievo per le imprese del settore, ma cruciali per una data società (Commissione europea, Direzione generale della Stabilità finanziaria, dei servizi finanziari e dell'Unione dei mercati dei capitali, ERM, 2021).

¹¹ Commissione europea, Direzione generale della Stabilità finanziaria, dei servizi finanziari e dell'Unione dei mercati dei capitali, ERM (2021), p. 113

¹² *Association française des entreprises privées - Mouvement des entreprises de France Code*

Un altro effetto del *industry sector bias*, riscontrato nel corso dello studio condotto da ERM sul tema¹³, è il pregiudizio da parte di alcuni *provider* nei confronti di specifici settori. Come dimostrato dai dati riportati in **figura 10**, a causa di tale *bias* le società facenti parte di comparti industriali come quello estrattivo o, in generale, caratterizzati da un elevato livello di emissioni carboniche, tendono a ricevere dei rating mediocri per il solo fatto di appartenere a un tale settore. In questo modo si va, però, a trascurare la maggiore difficoltà per le imprese appartenenti a tali settori di ridurre le emissioni, ignorando gli sforzi che, magari, la società sta sostenendo per abbattere il livello di CO2 emessa.

Figura 10: rating ESG suddivisi per settore industriale, con dati di Sustainalytics



Fonte: Doyle, 2018, p.12

Un'altra categoria di vittime del *Industry sector bias* sono le grandi compagnie e i conglomerati che operano in più settori. Non essendo facilmente classificabili all'interno di un singolo comparto industriale, tali società vengono valutate con indicatori e *KPI* generici e poco appropriati che, quindi, non sono in grado di catturare tutti gli aspetti necessari per giudicare adeguatamente la *performance* dell'impresa.

Per concludere, occorre riconoscere che individuare una soluzione a tale problematica non è affatto semplice. Se, infatti, da un lato l'*escamotage* più semplice sarebbe quello di realizzare rating ritagliati

¹³ Commissione europea, Direzione generale della Stabilità finanziaria, dei servizi finanziari e dell'Unione dei mercati dei capitali, ERM, 2021, p. 113

“su misura” per l’impresa analizzata, dall’altro bisogna anche tener conto dei maggiori costi operativi e informativi che tale opzione comporterebbe.

2.2 Cause e conseguenze delle divergenze tra i rating

2.2.1 La correlazione tra i rating

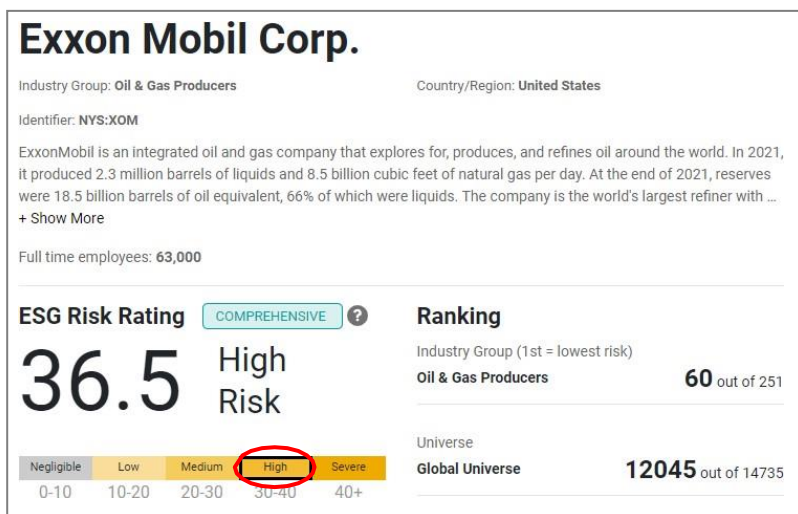
Diversamente da quanto avviene per i canonici rating di credito, la correlazione tra le valutazioni di sostenibilità emesse dai maggiori *provider* è piuttosto debole (SSGA, 2019; Berg, Kölbel, Rigobon, 2019; Gibson, Krueger, Schmidt, 2019). Tale criticità sta progressivamente emergendo all’interno del mondo finanziario e lo si nota dal crescente scetticismo¹⁴ che investitori ed operatori di mercato riservano nei confronti degli investimenti sostenibili, nonché dalla comparsa sulle pagine di rilevanti testate giornalistiche di svariati articoli in merito (Allen, 2018; Mackintosh, 2022).

Il tema della scarsa coerenza tra i rating di sostenibilità è senz’altro uno degli ostacoli che, allo stato attuale, rallenta l’avanzamento della transizione climatica. Se, infatti, tali strumenti continueranno a rimanere poco significativi, se non addirittura svianti (Boffo, 2020), difficilmente gli investimenti sostenibili risulteranno ancora attraenti per gli investitori e tantomeno sarà conveniente per le aziende effettuare sforzi per migliorare il proprio profilo ESG.

A testimonianza di tale inconsistenza dei rating vi sono molteplici casi; ad esempio, se si osservano i giudizi emessi da Sustainalytics e MSCI per la nota compagnia petrolifera ExxonMobil, si ottengono dei risultati piuttosto disorientanti (**Figure 11 e 12**).

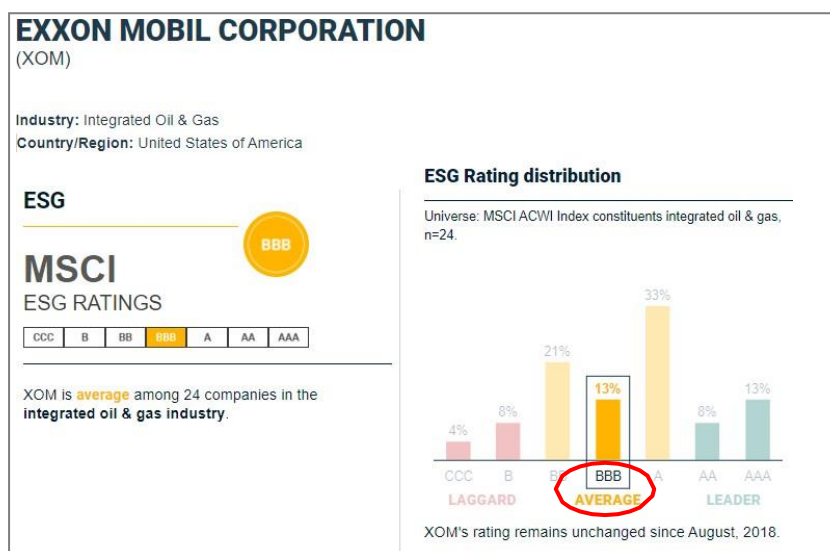
¹⁴ Garvey et al (2016)

Figura 11: rating di sostenibilità ExxonMobil, Sustainalytics



Fonte: Sustainalytics website, <https://www.sustainalytics.com/esg-rating/exxon-mobil-corp/1008284584>

Figura 12: rating di sostenibilità ExxonMobil, MSCI



Fonte: MSCI website, <https://www.msci.com/research-and-insights/esg-ratings-corporate-search-tool/issuer/exxon-mobil-corporation/IID000000002127471>

Si noti, infatti, come i due provider classifichino la medesima società entro due categorie di rischio differenti; nello specifico, rischio ESG elevato per Sustainalytics e rischio medio per MSCI.

Tale tendenza è tutt'altro che sporadica, al contrario, sono sempre più gli studi che evidenziano una **divergenza sistematica** tra i vari rating di sostenibilità (SSGA, 2019; Berg, Kölbel, Rigobon, 2019; Gibson, Krueger, Schmidt, 2019). In particolare, è emerso che, in media, vi è un indice di correlazione

pari a 0.5; per cui, i rating emessi risultano tra loro coerenti soltanto per metà delle compagnie analizzate.

Nello specifico, uno studio in merito condotto su un campione di 924 società dall'*Massachusetts Institute of Technology's Sloan School of Management* (Berg, Kölbel, Rigobon, 2019) evidenzia che la correlazione tra i rating redatti da sei tra i principali *provider* (Sustainalytics, S&P Global, Moody's ESG, Refinitiv, KLD, and MSCI) varia a seconda delle componenti ESG che vengono analizzate. Se, infatti, si considerano contemporaneamente tutti e tre i pilastri ESG, la correlazione in media è pari a 0.54; tuttavia tale valore diminuisce a 0.5 se si considerano singolarmente il pilastro ambientale e quello sociale. Infine, per quanto riguarda la sola componente di *governance* la correlazione media cala addirittura a 0.46 (si veda la **Figura 13**).

Figura 13: correlazione tra i rating emessi da sei principali provider relativi a un campione di 954 imprese, dati 2017

	SA MO	SA SP	SA RE	SA MS	MO SP	MO RE	MO MS	SP RE	SP MS	RE MS	Average
ESG	0.77	0.65	0.53	0.53	0.62	0.6	0.49	0.42	0.4	0.37	0.54
E	0.7	0.66	0.59	0.33	0.69	0.59	0.35	0.61	0.26	0.19	0.5
S	0.67	0.57	0.52	0.29	0.62	0.58	0.27	0.55	0.27	0.28	0.46
G	0.55	0.48	0.36	0.34	0.7	0.7	0.43	0.68	0.38	0.34	0.5

Fonte: Berg, Kölbel, Rigobon, 2019

Dal medesimo studio sono emersi anche altri risultati ancor più allarmanti, come il fatto che, per specifici indicatori (attività di *lobbying* e diritti delle popolazioni indigene), sia stata registrata una correlazione negativa (rispettivamente pari a -0.28 e -0.10 in media).

Infine, si è osservato che, aggregando più indicatori, il coefficiente di correlazione tra i rating tende ad aumentare rispetto a quando si analizza la relazione tra singoli parametri. Ad esempio, se per le singole aree tematiche “*water*” e “*energy*” si riscontra una correlazione pari a 0.36 e 0.38, analizzando la macro categoria “ambiente” la correlazione aumenta a 0.53. Gli autori non indagano ulteriormente in merito a tale fenomeno, tuttavia si limitano ad osservare che potrebbe essere spiegato dal fatto che alcuni *provider* tendono a valutare degli indicatori con criteri più rigorosi e altri in maniera più indulgente e che tali comportamenti si compensino nel momento in cui si aggregano gli indicatori.

Tali contributi corroborano, dunque, lo scetticismo di investitori e analisti in merito alla validità dei rating di sostenibilità. Tuttavia, considerata l’elevata influenza che tali strumenti potrebbero avere nell’indirizzare i necessari investimenti che si dovranno effettuare per conseguire gli obiettivi

climatici prefissati, è indispensabile cercare di comprendere le cause di tale problematica per potervi, così, porre rimedio. Di ciò, dunque, si tratterà nel paragrafo successivo.

2.2.2 Le cause della divergenza

Per comprendere al meglio l'origine delle criticità sopra discusse, è opportuno richiamare la struttura di base che soggiace ai rating ESG. Questi possono essere considerati come la somma pesata dei valori/punteggi che il *provider* assegna alla compagnia per ogni pilastro ESG (**Figura 14**).

Figura 14: costruzione di un rating di sostenibilità

$$ESG(i) = E(i) * W_E + S(i) * W_s + G(i) * W_G.$$

15

Fonte: Capizzi e al. (2021)

Osservando tale struttura elementare si possono già scorgere due elementi di soggettività: i punteggi assegnati per ciascun pilastro e i relativi pesi. Stando, infatti, allo studio condotto Berg, Kölbel e Rigobon (2019) queste sarebbero due delle maggiori cause di divergenza tra i rating ESG. Tuttavia, complessivamente sono tre le fonti principali dell'inconsistenza dei giudizi di sostenibilità individuate dall'analisi:

- **Measurement divergence:** si tratta della principale fonte di divergenza, la quale si stima spieghi il 50,1% della differenza complessiva tra i rating (Berg, Kölbel, Rigobon, 2019). Tale problematica deriva dal fatto che, per valutare il medesimo parametro, ciascun *provider* utilizza indicatori differenti. Infatti, specialmente per i pilastri sociale e di *governance*, la scelta degli indicatori è prettamente soggettiva; per cui, ad esempio, per misurare il livello della sicurezza sul lavoro, alcuni *provider* prendendo come riferimento il numero di incidenti sul lavoro, mentre altri la presenza o meno di regolari controlli medici per i dipendenti. Un'ulteriore questione legata alla divergenza nella misurazione riguarda il fatto che, per lo stesso parametro, alcuni emittenti utilizzano metriche di carattere quantitativo (e.g. emissioni di CO₂) mentre altri si servono di indicatori qualitativi (e.g. la presenza o meno di un piano di riduzione delle emissioni). Infine, tale fonte di divergenza è alimentata anche dal modo in cui gli emittenti gestiscono la mancanza di informazioni in merito a determinati parametri.

¹⁵ E(i)= punteggio per il pilastro ambientale per la società i, S(i)= punteggio per il pilastro sociale per la società i, G(i)= punteggio per il pilastro di *governance* per la società i, W_E= peso del pilastro ambientale, W_s= peso del pilastro sociale, W_G= peso del pilastro di *governance*.

Alcuni, infatti, scelgono di stimare i dati mancanti (introducendo, per altro, un'ulteriore fonte di imprecisione), mentre altri interpretano la mancanza di dati come un tentativo di occultare una *performance* negativa e scelgono, quindi, di penalizzare la compagnia.

- ***Scope divergence***: tale fonte di divergenza deriva dal fatto che alcuni emittenti includono nella propria metodologia argomenti e temi che altri non considerano. Così facendo, si ottiene, infatti, una composizione radicalmente differente delle tematiche valutate dai rating, che diventano, quindi, poco confrontabili. Gli autori dello studio sopra citato (Berg, Kölbel e Rigobon, 2019) sono giunti a tale conclusione dopo aver suddiviso in 65 categorie (*Biodiversity, Employee Development, Energy, Green Products, etc.*) i 709 indicatori/KPI utilizzati dai *provider* facenti parte del campione analizzato. Ciò che hanno constatato è stato che soltanto 10 di tali categorie risultavano incluse nella metodologia di tutti e sei gli emittenti, concludendo che circa il 36,7% della divergenza tra i rating fosse spiegata dalla divergenza nello scopo.
- ***Weighting divergence***: in questo caso la debole correlazione tra i rating deriva dal fatto che diversi emittenti assegnano un peso differente a determinati parametri.

2.2.3 Le conseguenze della scarsa correlazione

Le conseguenze legate alla debole correlazione tra i rating di sostenibilità sono tutt'altro che trascurabili. Ciò poiché l'attuale scarsa rilevanza di tali strumenti non solo rischia di allontanare dall'universo ESG investitori ed *asset manager* diffidenti, ma anche di rendere vani ed infruttuosi gli investimenti di coloro che basano le proprie scelte su di essi.

Nello specifico le implicazioni legate a tale problematica individuate dal sopracitato studio dell'MIT (Berg, Kölbel e Rigobon, 2019) sono le seguenti:

- **Difficoltà nella scelta del *provider* a cui affidarsi durante il processo di investimento**: tale problematica colpisce soprattutto i cosiddetti “investitori responsabili”, in quanto rende più complesso (e meno incentivante) intraprendere un percorso d'investimento sostenibile. Diviene più difficile per tali agenti selezionare il *provider* a cui affidarsi, in quanto, a seconda della scelta, la *performance* del portafoglio potrebbe variare sensibilmente.

- **Difficoltà per le imprese di migliorare la propria *performance* ESG:** poiché le imprese ricevono informazioni incoerenti o persino contrastanti dei vari emittenti, risulta difficile comprendere dove e come intervenire per migliorare il proprio profilo di sostenibilità.
- **Difficoltà di scelta dei dati su cui basare studi e ricerche:** il fatto che diversi *provider* emettano report differenti per le stesse compagnie è frutto di non poche problematiche nel momento in cui, nel corso di una ricerca, ci si trova a scegliere la fonte da cui reperire i dati. Ciò perché, a seconda della scelta, i risultati finali potrebbero variare sensibilmente.

2.2.4 Proposte d'azione e raccomandazioni per una maggior efficacia dei rating ESG

In conclusione, ciò che emerge dagli studi fin qui citati è che alla base della sempre maggior sfiducia da parte degli operatori di mercato nei confronti dei rating di sostenibilità non vi sono soltanto la scarsa correlazione fra le valutazioni e i *bias* metodologici sopra descritti; bensì criticità ben più sostanziali.

Analizzando le risposte che *asset manager* ed *asset owner* hanno fornito durante le interviste condotte da ERM per uno studio sul tema¹⁶, le problematiche emerse hanno a che fare con la **scarsa trasparenza** da parte dei *provider* in merito alla metodologia adottata, l'assenza di un'appropriata standardizzazione della metodologia stessa e un insufficiente livello di armonizzazione delle leggi in materia di *disclosure* non-finanziaria.

Gli **investitori** intervistati hanno evidenziato diversi aspetti in merito ai quali la Commissione Europea potrebbe intervenire per migliorare l'attuale condizione. Anzitutto, la maggior parte dei soggetti sentiti è concorde sul fatto che sia necessaria una maggiore trasparenza nella metodologia adottata dai provider. In particolare, si richiede una maggiore chiarezza in merito allo scopo della valutazione, ovvero ciò che il rating si propone di misurare, e riguardo alle modalità di misurazione, ovvero l'insieme di indicatori utilizzati. Tra le varie proposte effettuate dagli investitori consultati, spiccano anche la richiesta di una vera e propria **standardizzazione del processo di creazione dei rating**, l'appello a **uniformare** le svariate **regolamentazioni** in materia di **disclosure non finanziaria** come la SASB, i GRI oppure il TCFD¹⁷ (senza contare le molteplici iniziative

¹⁶ Commissione europea, Direzione generale della Stabilità finanziaria, dei servizi finanziari e dell'Unione dei mercati dei capitali, ERM, 2021, p. 120-125

¹⁷ Sustainability Accounting Standards Board (SASB), Global Reporting Initiative (GRI), Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD)

locali/nazionali), nonché l'adozione di **definizioni e terminologie univoche** al fine di evitare ambiguità nella redazione e nell'utilizzo degli strumenti (a tal proposito, l'introduzione da parte della Commissione Europea della cosiddetta "tassonomia verde" per gli investimenti sostenibili¹⁸ va pienamente incontro a tale richiesta).

I **provider** intervistati sul tema, che riconoscono l'esistenza e la portata del problema, concordano con alcune delle proposte avanzate da investitori e *asset manager* per risolvere le problematiche che affliggono i rating ESG. Tuttavia, nonostante gli emittenti approvino e sostengano la richiesta di una maggiore uniformazione delle leggi in materia *disclosure* non-finanziaria e la necessità di una maggiore trasparenza in merito alla metodologia di costruzione dei rating, essi si **oppongono** fortemente alle richieste degli operatori finanziari in merito a una **regolamentazione e standardizzazione della creazione dei criteri di valutazione**. In particolare, i *provider* intervistati sostengono che una maggiore armonizzazione dei rating andrebbe a discapito degli investitori stessi, i quali non beneficerebbero più della vasta gamma di prospettive e approcci che vi sono oggi sul mercato. Al contrario, affermano che un'uniformazione forzata delle metodologie andrebbe a reprimere ogni tentativo di innovazione.

Tuttavia, è necessario anche riconoscere gli effetti positivi che una maggiore standardizzazione e confrontabilità dei rating avrebbero sui mercati. Se, infatti, le valutazioni di sostenibilità fossero tra loro più consistenti, sarebbe più semplice per gli investitori individuare le imprese che meglio soddisfano i criteri ESG, permettendo, così, una più intensa convergenza dei capitali verso tali società.

¹⁸ Technical Expert Group (TEG) on sustainable finance, 2020

Capitolo 3

Transition risk: cos'è e come mitigarlo tramite gli investimenti sostenibili e i rating di sostenibilità

3.1 Il *transition risk*: definizione

Nel corso degli ultimi anni, specialmente in seguito alla conferenza di Parigi sul clima, l'opinione pubblica ha cominciato a prestare sempre maggiore attenzione e preoccupazione nei riguardi dell'emergenza climatica in corso. Governi ed istituzioni, infatti, hanno iniziato ad adoperarsi per implementare nel più breve tempo possibile politiche di adattamento e mitigazione nei confronti del cambiamento climatico e del riscaldamento globale.

Nonostante tali misure siano imprescindibili per il conseguimento degli obiettivi climatici prefissati, è opportuno tenere a mente che l'adozione di esse non sarà priva di ripercussioni. Se, infatti, sono indubbi i benefici globali derivanti dalla riduzione delle emissioni e dal contenimento dell'aumento della temperatura atmosferica, vi saranno anche alcune categorie di soggetti, società e intere regioni geografiche che, inizialmente, ne risentiranno sotto il profilo economico-finanziario (Carney et al. 2019). L'insieme di tali conseguenze negative costituisce il cosiddetto ***transition risk***, ovvero il *pool* di rischi economico-finanziari derivante da impreviste e forti accelerazioni delle politiche climatiche, da cambiamenti radicali nelle tecnologie in uso oppure da mutamenti nelle norme sociali e nelle preferenze degli agenti economici (Dollman et al. 2020).

Diversi sono, invece, i **rischi fisici**, i quali comprendono le minacce più “visibili” derivanti direttamente dal cambiamento climatico o dal riscaldamento globale. Si tratta di rischi che possono altresì mettere a repentaglio la stabilità economica di famiglie e imprese, ma contro i quali il sistema finanziario in sé non può compiere significative azioni di mitigazione. Si pensi, ad esempio, alla riduzione del valore delle risorse naturali a causa di fenomeni atmosferici sempre più estremi (per esempio, la minore resa dei terreni coltivabili a causa di una maggiore siccità), oppure l'aumento dei costi di produzione per via della scarsità di materie prime come l'acqua. In questa sede, tuttavia, ci si concentrerà principalmente sui rischi derivanti dalla transizione tralasciando quelli di natura fisica, in quanto maggiormente gestibili e contrastabili dal sistema finanziario.

I rischi (e le opportunità) derivanti dalla transizione climatica possono essere suddivisi in diverse categorie (TCFD, 2017):

- **Rischi normativi:** si tratta delle fonti di instabilità ed incertezza che potrebbero derivare dall'**inattesa** adozione di politiche di mitigazione e adattamento al cambiamento climatico da parte delle istituzioni. L'impatto che tali rischi potrebbero avere sul sistema dipenderà dal livello di coordinamento tra le istituzioni e i soggetti coinvolti, nonché dalla capacità dei *policymaker* di assicurare un adeguato livello di **gradualità** nell'introduzione di tali norme, in modo da dare il tempo alle aziende di adattarsi ai nuovi standard. Tali rischi potranno derivare da inattesi e drastici aumenti del prezzo delle emissioni (*carbon pricing*), dall'introduzione di rigidi standard tecnologici o di processo, oppure da un brusco inasprimento delle norme in materia di *disclosure* non finanziaria. Simili disposizioni, infatti, comporterebbero un aumento notevole dei costi operativi, nonché la svalutazione in bilancio di *asset* non più utilizzabili a causa delle norme introdotte.
- **Rischi operativi:** si tratta dell'insieme di rischi derivanti dalla transizione che potenzialmente potrebbe rendere più costoso e/o meno efficiente il processo operativo delle imprese. Ad esempio, tale effetto potrebbe derivare da improvvisi e bruschi aumenti del prezzo dell'energia.
- **Rischi legali (*liability risk*):** tale gamma di rischi riguarda maggiormente le società con un'elevata "esposizione ambientale", ovvero quelle compagnie il cui operato rischia di nuocere gravemente all'ambiente. Essendo responsabili per tali danni, infatti, a tali imprese potrà essere chiesto un risarcimento da parte dei soggetti eventualmente lesi (Carney, 2015).
- **Rischi tecnologici:** con tale accezione si fa riferimento alla possibilità che l'imposizione di nuovi standard tecnologici come sistemi di gestione delle emissioni, tecnologie per l'efficientamento energetico etc. possa incidere negativamente sui costi e, quindi, sulla competitività delle imprese. Anche in questo caso l'impatto dipenderà dalla gradualità o meno con cui i nuovi standard tecnologici verranno introdotti. Sarà, quindi, cruciale che via sia una tempestiva comunicazione da parte delle istituzioni in merito all'adozione di tali norme, al fine di evitare la messa in atto da parte delle società di investimenti in tecnologie obsolete e non più consentite.

- **Rischi di mercato:** tale ventaglio di rischi riguarda le conseguenze che una vendita su larga scala degli *asset* finanziari maggiormente colpiti dalla transizione potrebbe avere sui mercati. I titoli fortemente dipendenti dai combustibili fossili, infatti, saranno quelli che più risentiranno della transizione a causa di una minore profittabilità e di una elevata presenza di *stranded asset*¹⁹ nei bilanci delle società che li hanno emessi. Inoltre, se realmente si verificherà una vendita massiva di tali titoli, non solo ne risentiranno le singole imprese, ma anche l'intero sistema finanziario verrà condizionato, e ci sarà la possibilità che il propagarsi di tali effetti inneschi perfino una crisi finanziaria (Bolton et al. 2020).
- **Rischio reputazionale:** tale rischio ha a che fare con il mutamento delle preferenze dei consumatori, i quali sono sempre più attratti da prodotti e servizi dotati di certificazioni “green” e di “sostenibilità” (Marini, 2022). Molti consumatori, infatti, hanno già iniziato a premiare le imprese considerate “sostenibili” e a punire, tramite una riduzione degli acquisti, le imprese con una scarsa *performance* ESG. Inoltre, è possibile che banche e intermediari finanziari inizino a rivalutare il merito creditizio delle imprese non al passo con la transizione, alle quali chiederanno un prezzo del capitale maggiore al fine di coprirsi dal rischio più elevato legato a tali imprese (*credit risk*).

Nonostante tali rischi siano stati sintetizzati separatamente, si tratta di minacce che sono fortemente interconnesse l'una con l'altra e che sono spesso innescate da cause comuni. Verosimilmente, inoltre, non graveranno soltanto sulle singole imprese, ma interesseranno anche l'intera *supply chain* alle spalle di esse, aumentandone i costi e riducendone l'efficienza (Wei et al., 2018). Si pensi, ad esempio, a come una regolamentazione più stringente in materia di emissioni (rischio normativo) renderebbe più complicato per le multinazionali individuare dei fornitori in grado di soddisfare i più rigidi standard imposti dal proprio paese. E, al contempo, come l'adozione di tali norme andrebbe ad escludere dalle catene del valore quei fornitori, solitamente localizzati in paesi emergenti, che, pur rispettando le norme (spesso più blande) in vigore nel proprio stato, non sarebbero in grado di soddisfare le leggi più stringenti vigenti nei paesi dove sono localizzati i loro clienti, causando, così, costose interruzioni delle *supply chain* (Standard Chartered, 2021). Un'altra possibile modalità tramite cui il *transition risk* potrebbe propagarsi lungo le catene del valore è rappresentato dal rischio reputazionale; molte imprese, infatti, hanno cominciato a prestare una maggiore attenzione alla

¹⁹ Trattasi di risorse che, a causa del cambiamento climatico stesso (rischio fisico) oppure dell'adozione di norme e politiche di sostenibilità (*transition risk*), perdono la capacità di generare valore prima che la loro vita economica sia esaurita (Van der Ploeg, Rezai, 2020).

cosiddetta “reputazione ESG”, la quale potrebbe essere compromessa qualora emergessero dei rapporti commerciali con fornitori non allineati con gli standard etico-ambientali adottati dall’imprese. Anche in questo caso, dunque, gli attori che maggiormente ci rimetterebbero sarebbero le piccole-medie imprese localizzate nei mercati emergenti (Standard Chartered, 2021).

Da ultimo, l’impatto (negativo o positivo) che la transizione climatica avrà sul sistema economico-finanziario dipenderà senz’altro anche da come il sistema stesso saprà rispondere al cambio di paradigma; pertanto, è necessario comprendere quali siano le condizioni ottimali in cui i mercati dovranno trovarsi, così da poter sfruttare a pieno i benefici della transizione e limitarne gli svantaggi.

3.2 Conseguenze finanziarie della transizione climatica

Nonostante i rischi economico-finanziari legati al passaggio ad un’economia *low-carbon* siano senz’altro concreti, è necessario anche considerare le opportunità offerte dalla transizione stessa. Stando alle stime effettuate dall’OCSE²⁰, infatti, se entro il 2050 si riuscirà a contenere l’aumento della temperatura atmosferica entro 2°C, ciò consentirà di ottenere un aumento del PIL globale pari al 5%, del quale beneficerà anche il sistema finanziario. A livello microeconomico, invece, i benefici della transizione si realizzeranno, ad esempio, tramite la riduzione dei costi operativi per le imprese, grazie a processi produttivi più efficienti e ad un uso più misurato delle materie prime (TCFD, 2017), ma anche grazie all’abbattimento dei costi energetici che investimenti in nuove tecnologie e in dispositivi di efficientamento energetico consentiranno di ottenere (Fawkes et al. 2016). Infine, un’ulteriore opportunità potrà derivare dalla maggiore attrattività che i prodotti e i servizi offerti dalle imprese più “green” avranno agli occhi della sempre più grande fetta di “consumatori responsabili”.

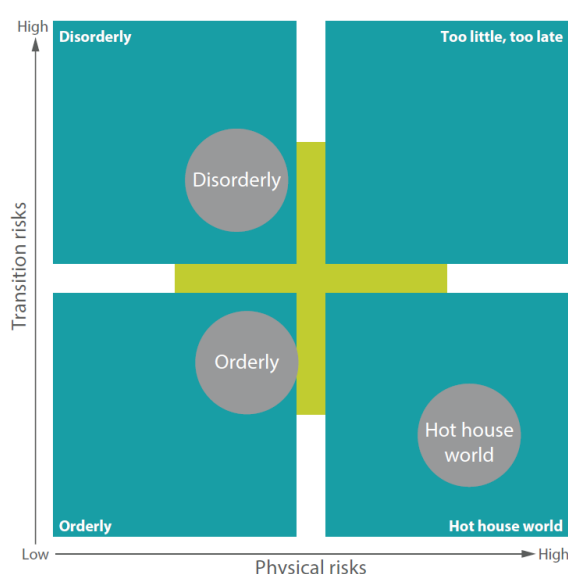
Tuttavia, i rischi e le opportunità che emergeranno dalla transizione si concretizzeranno in misura diversa a seconda dello scenario che si svilupperà. È possibile, infatti, individuare tre distinti scenari di transizione (NGFS, 2020), caratterizzati ciascuno da un diverso *timing* nell’adozione delle politiche climatiche e da diversi panorami climatici (si veda **figura 15**):

- **Orderly transition:** si tratta dello scenario più auspicabile, ovvero quello in cui vi è un’adozione tempestiva delle politiche volte al raggiungimento della neutralità climatica, con un graduale irrigidimento delle stesse nel corso del tempo. In questo modo, i rischi derivanti dalla transizione saranno limitati e, inoltre, grazie al contenimento della temperatura atmosferica entro i 2°C, anche i danni fisici saranno minimizzati.

²⁰ OECD, 2017

- **Disorderly transition:** tale scenario, meno desiderabile, è caratterizzato dall'implementazione tardiva, e quindi precipitosa, di politiche climatiche, con un conseguente aumento dei rischi legati alla transizione e dell'incertezza sui mercati.
- **Hot house world:** tale prospettiva è senz'altro la più sgradevole, in quanto contraddistinta da un'azione pressoché nulla nei confronti del cambiamento climatico. In questo scenario, infatti, si ipotizza che nessuna ulteriore norma rispetto a quelle attualmente in vigore venga implementata, e che ciò porti al mancato soddisfacimento degli obiettivi climatici e ad un significativo aumento dei "rischi fisici".

Figura 15: possibili scenari di transizione climatica



Fonte: NGFS, 2020

Tuttavia, occorre sottolineare che il verificarsi di tali scenari non sarà dovuto esclusivamente al tempismo con cui verranno adottate le politiche di contrasto al cambiamento climatico. Infatti, il conseguimento di uno scenario piuttosto che un altro dipenderà anche da incentivi di natura economico-finanziaria; ciò significa che l'assetto e il funzionamento del sistema finanziario svolgeranno un ruolo cruciale nell'assicurare una transizione "ordinata".

Ad esempio, uno scenario come quello prospettato nel caso di una **transizione ordinata** potrà essere più facilmente raggiunto in presenza di mercati finanziari efficienti (OECD, 2021). Nello specifico, affinché il sistema finanziario operi al meglio, sarà necessario che vi sia un buon livello di trasparenza delle informazioni di sostenibilità dichiarate dalle società e dai *provider* di rating ESG; in questo modo gli investitori saranno in grado di incorporare nei prezzi dei titoli i rischi e le opportunità derivanti dalla transizione, adeguandoli in modo tale da indirizzare gli investimenti in maniera più consistente verso le società con una miglior *performance* ESG. Parimenti, sarà importante che vi sia

un'elevata rilevanza e coerenza delle informazioni divulgate (si veda il capitolo 2), così da ridurre il più possibile le fonti di incertezza. Se tali condizioni verranno soddisfatte, i mercati saranno maggiormente in grado di limitare gli inevitabili rischi che si creeranno a causa della transizione, controbilanciandoli con i vantaggi derivanti dalle nuove opportunità che tale svolta consentirà.

Già oggi, infatti, è possibile osservare come alcune risorse, il cui valore è fortemente legato ai combustibili fossili, stiano subendo delle repentine svalutazioni (Carbon Tracker Initiative, 2019; Bolton e Kacperczyk, 2021) e come il costo del capitale per le imprese con elevati livelli di emissioni carboniche sia decisamente lievitato proprio per via della sempre maggiore attenzione alla questione ambientale e in virtù delle aspettative in merito all'adozione di future politiche climatiche più stringenti (Trinks et al. 2022). Ciò nonostante, se si riuscirà a garantire una transizione ordinata, tali svalutazioni potranno essere più gradualità, ma soprattutto potranno essere bilanciate dalle sopraccitate opportunità che la transizione porterà con sé.

Nel caso in cui, invece, si materializzasse una **transizione “disordinata”**, avremo una maggiore incertezza quanto ai rischi a cui il sistema economico-finanziario potrebbe essere sottoposto. In tale scenario, infatti, l'adozione inattesa e precipitosa di politiche per contrastare il cambiamento climatico, unitamente a drastici mutamenti degli standard tecnologici, rischierà di accentuare le possibili esternalità negative derivanti dalla transizione. Se inaspettate, infatti, tali misure potranno suscitare un forte aumento dell'incertezza sui mercati, la quale, assieme all'effetto derivante dall'implementazione di severe strategie di *command and control*, potrebbe causare un brusco aumento dei prezzi dell'energia e non solo. Inoltre, in uno scenario di transizione “disordinata”, vi è una maggiore probabilità che il premio al rischio dei titoli più esposti al “rischi climatico” aumenti sensibilmente in risposta alla maggiore volatilità legata a tale circostanza (*Financial Stability Board*, 2020). Svariati studi, infatti, evidenziano già una robusta correlazione positiva tra i rendimenti dei titoli e il livello delle emissioni delle imprese, a dimostrazione di come gli investitori chiedano una maggiore remunerazione a fronte di un rischio (climatico) maggiore (Bolton e Kacperczyk, 2021); pertanto, l'incertezza che una transizione “disordinata” porterebbe con sé potrebbe ulteriormente accentuare tale tendenza (*Financial Stability Board*, 2020). In tal caso, a seconda della quantità dei titoli interessati, vi potrebbero anche essere delle implicazioni sulla correlazione tra i prezzi, la quale, se aumentasse, renderebbe più difficile per gli investitori diversificare il proprio portafoglio per proteggersi dal *transition risk* (*Financial Stability Board*, 2020). Da ultimo, tale volatilità potrebbe innescare delle vendite su larga scala dei titoli colpiti, aumentando ulteriormente l'instabilità dei mercati e, potenzialmente, innescando severe turbolenze finanziarie (The Economist, 2021).

Un'ulteriore conseguenza di una transizione caratterizzata da un approccio “*too late – too little*” potrà consistere in un innalzamento del **rischio di credito** di alcune imprese (Monnin, 2018). Infatti,

potrebbe accadere che, a causa dei sopracitati rischi operativi e reputazionali, la profittabilità di alcune società possa essere compromessa ad un livello tale da deteriorare sensibilmente anche il merito creditizio delle stesse (*Financial Stability Board*, 2020). In aggiunta, a causa di “rischi fisici”, ma anche delle politiche eventualmente adottate, la solvibilità di alcune imprese potrà essere messa a repentaglio dalla riduzione del valore di alcuni beni ipotecati a garanzia dei prestiti, specialmente nel caso di beni immobili oppure beni legati ai combustibili fossili (Jong, 2021). Si noti, poi, come la materializzazione di un simile rischio non avrà solamente ripercussioni sulle singole imprese, che avranno maggiori difficoltà di accesso al credito, ma anche sull’intero sistema bancario. Gli intermediari, infatti, nel caso di una transizione “disordinata”, si ritroveranno a gestire linee di credito caratterizzate da una maggiore *probability of default* e una più marcata *loss given default*, con un conseguente aumento del proprio rischio totale di insolvenza (ECB/ESRB - *Project Team on climate risk monitoring*, 2021). Nel caso in cui le politiche di transizione siano eccessivamente brusche ed impattanti, ci sarà anche la possibilità che tale rischio di insolvenza a cui alcune banche potranno essere soggette si propaghi all’intero sistema per mezzo dello schema di prestiti che lega gli intermediari fra loro (Battiston et al. 2017).

Considerate, dunque, le profonde differenze tra i due possibili scenari di transizione, è evidente che un passaggio ordinato ad un’economia *low-carbon* sia decisamente più auspicabile. Nella sezione successiva, dunque, si cercherà di comprendere come il sistema finanziario possa contribuire ad assicurare lo sviluppo di tale scenario e di quali strumenti esso disponga per garantirne il conseguimento.

3.3 Pratiche per un miglior allineamento degli strumenti finanziari agli obiettivi di transizione

Da quanto detto sopra è evidente che i rischi climatici non possono essere più trattati semplicemente come tali, bensì, istituzioni finanziarie, governi ed investitori devono iniziare a considerarli come veri e propri rischi finanziari (Colas et al. 2019). Affinché si riesca a conseguire una transizione ordinata è, infatti, necessario che il *transition risk* sia opportunamente stimato e gestito da parte degli operatori.

Tra le possibili misure implementabili e in parte già adottate, i **rating di sostenibilità** (al netto delle problematiche esposte nel secondo capitolo) possono fornire un importante contributo. Sempre più investitori, infatti, fanno uso di tali strumenti (con particolare attenzione al pilastro ambientale) per allineare i propri portafogli agli obiettivi di transizione (OECD, 2021).

Tuttavia, da soli tali giudizi non sono in grado di cogliere gli effetti che i diversi scenari di transizione potrebbero avere sulla *performance* dei titoli. Nella maggior parte dei casi, infatti, i rating ESG si sostanziano in giudizi per lo più basati sui dati storici relativi al titolo analizzato e sui dati dichiarati in merito all'impatto ESG attuale (*backward-looking*) (Dunstan, 2022).

Nonostante tale approccio possa essere idoneo per un'analisi di breve periodo, essendo che i rischi climatici si verificheranno in un orizzonte di tempo ben più esteso rispetto a quello considerato attualmente da investitori ed istituzioni finanziarie, approcci di più ampie vedute saranno da prediligere (si veda il concetto di “*tragedy of the horizon*”, Carney, 2015).

A tal proposito, sempre più organizzazioni e gruppi di ricerca attivi nel settore finanziario sottolineano come sia fondamentale la diffusione di un approccio di *forward-looking* all'interno delle metodologie dei *provider* di prodotti e servizi finanziari di sostenibilità, così come esortano gli emittenti ad irrobustire le proprie strategie di valutazione introducendo delle **analisi di scenario** (Bolton et al. 2020; UNEP-FI, 2021). Tale raccomandazione inizia ad essere recepita da un crescente numero di *provider* di servizi finanziari (S&P²¹, MSCI²²), i quali, seguendo anche le linee guida rilasciate dalla TCFD (2017), stanno aggiornando le proprie metodologie. L'estensione di tale strategia all'universo ESG consentirà, dunque, un miglior allineamento dei rating ESG agli obiettivi di transizione, fornendo maggiori dettagli su come i possibili scenari di transizione potrebbero impattare sulla *performance* delle società analizzate.

Un esempio concreto di implementazione di tale approccio è possibile osservarlo nei “*Transition check*”. Si tratta di uno strumento disponibile online, nato dalla collaborazione tra la società di consulenza Oliver Wyman e UNEP-FI, il cui scopo è esattamente quello di implementare l'analisi di scenario e di lungo periodo nella valutazione del rischio connesso ai prestiti erogati (UNEP-FI, 2020). Tale metodologia potrebbe quindi consentire di stimare le eventuali perdite, la *probability of default*, la *loss given default* etc. relative ad una determinata esposizione, tenendo in considerazione l'effetto che ciascun diverso scenario di transizione potrebbe avere sull'andamento dell'rapporto di credito.

²¹ “*ESG Evaluation*”, *Ratings Products*, S&P Global, <https://www.spglobal.com/ratings/en/products-benefits/products/esg-evaluation>.

²² “*Scenario analysis*”, *MSCI website*, <https://www.msci.com/our-solutions/climate-investing/climate-and-net-zero-solutions/scenarioanalysis#:~:text=By%20calculating%20the%20financial%20risks,risk%20management%20and%20regulatory%20reporting>

CONSIDERAZIONI FINALI

Nel corso della trattazione si è cercato di offrire al lettore una panoramica sulle caratteristiche, criticità e potenzialità dei rating ESG. Si è potuto, così, constatare il discreto livello di ambiguità che caratterizza tali strumenti, i quali, da un lato, sono cruciali per indirizzare gli investimenti verso soluzioni in linea con gli obiettivi posti dalla transizione ecologica; ma dall'altro, sono ancora troppo grezzi ed imprecisi per essere implementati in maniera affidabile nelle strategie d'investimento.

Tra le svariate ragioni della diffidenza da parte di investitori ed *asset manager* nei confronti di tali strumenti spicca l'ancora troppo elevato grado di disomogeneità tra i sistemi di valutazione, dovuto alle motivazioni che sono state evidenziate nel corso dell'elaborato. In particolare, risalta quella legata al “vuoto legislativo” rispetto al tema dei rating ESG, denunciata da parte dall'ex presidente dell'ESMA Steven Maijoor (Maijoor, 2019), il quale ha sottolineato come, attualmente, non vi siano norme che definiscano giuridicamente tali strumenti o ne regolamentino la redazione. Successivamente, analizzando il processo di creazione dei rating, si è cercato non solo di esporre le logiche sottostanti alle metodologie utilizzate dalla maggior parte dei *provider*, ma anche di evidenziare un'altra delle ragioni della scarsa coerenza tra i rating. È emerso, infatti, che in tutte e tre le fasi di redazione analizzate, vi sono svariati elementi di arbitrarietà derivanti da scelte puramente soggettive da parte dei *provider*. Tali elementi spaziano dalla semplice scelta dello scopo del rating, fino alle decisioni in merito alle metriche e ai relativi pesi da utilizzare per misurare la *performance* ESG delle imprese.

Un'ulteriore causa della scarsa correlazione dei rating constatata nel corso dell'analisi riguarda i *bias* a cui sono soggette le metodologie di molti *provider* di rating di sostenibilità. A tal proposito, tre sono i principali pregiudizi metodologici evidenziati: *geographic bias*, *company size bias* e *industry sector bias*. A motivo di tali "pregiudizi" da parte delle agenzie di rating a favore, oppure a discapito, di intere categorie di imprese, si è visto come le valutazioni erogate risultino poco rappresentative della realtà e spesso tra loro incoerenti.

Infine, si è esaminato il contributo che i rating ESG potrebbero fornire nell'assicurare una transizione climatica “ordinata” ed efficiente. Tali strumenti, infatti, una volta colmate le lacune che attualmente presentano, potrebbero rappresentare un importante tassello per il raggiungimento degli obiettivi climatici prefissati. Tuttavia, allo stato attuale, si è visto come i rating ESG forniscano ancora delle informazioni parziali relativamente alla *performance* delle imprese. Essi, infatti, non tengono conto dell'impatto che i possibili scenari di transizione potranno avere sulla *performance* ESG dell'impresa, in quanto si basano ancora su una metodologia di ***backward-looking***, ovvero fortemente legata al passato e ai dati storici. Da più parti, infatti, è stata evidenziata l'importanza di adottare un approccio

di ***forward-looking*** nella redazione di tali strumenti e non solo, in modo tale da evitare la cosiddetta “*tragedy of the horizon*” (Carney, 2015). L’orizzonte temporale con cui la maggior parte delle considerazioni finanziarie vengono attualmente effettuate è, infatti, troppo breve e ciò rischia di rendere miopi le strategie degli investitori.

In conclusione, dalla lettura dell’elaborato si evince che il tema dei rating ESG e, in generale, degli “investimenti sostenibili” oltre ad essere estremamente affascinante ed articolato, rappresenta anche un valido mezzo utile al raggiungimento degli obiettivi climatici previsti dagli accordi internazionali. Tuttavia, dall’analisi condotta è emerso che tali strumenti presentano ancora non poche problematiche, le quali li rendono poco affidabili agli occhi degli investitori. Affinché tali criticità vengano risolte, una maggiore cooperazione tra i soggetti coinvolti nella creazione e nell’uso di tali prodotti sarà opportuna. Si auspica, ad esempio, che, anche tramite l’intervento delle autorità competenti in materia, gli attori interessati si adoperino per il raggiungimento di una maggiore trasparenza riguardo alle metodologie di costruzione dei rating, in modo tale da fornire agli utilizzatori una migliore comprensione delle logiche e degli scopi sottostanti ai giudizi erogati, intensificando i flussi di capitali nella corretta direzione. Altresì desiderabile sarà la cooperazione tra le agenzie di rating e le imprese oggetto di analisi, al fine di ottenere dati più accurati sulla base dei quali costruire dei rating più attendibili e precisi. Anche in questo caso, al fine di evitare eventuali conflitti di interessi, sarà opportuna una supervisione e mediazione del rapporto *provider-impresa* da parte di un soggetto *super partes*.

Tali azioni, ovviamente, non potranno che essere graduali e progressive, tuttavia, se realizzate entro tempi ragionevoli, renderanno estremamente utili e informativi i rating ESG e prodotti simili, ed accresceranno l’efficacia delle modalità d’investimento come la SRI (*Social Responsible Investments*), che potranno, così, fornire un importante contributo per il puntuale raggiungimento degli obiettivi climatici prefissati.

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

AFEP, 2018. *The AFEP-MEDEF Code 2018*, June 2018 [online]. Disponibile su: <<https://afep.com/en/publications-en/le-code-afep-medef-revise-de-2018/>> [Data di accesso: 17/08/2022]

AKGUN, O. T., MUDGE III, T. J., TOWNSEND, B., 2021. *How Company Size Bias in ESG Scores Impacts the Small Cap Investor*. The journal of impact & ESG investing, volume 1, 1 giugno 2021.

ALLEN, K., 2018. *Lies damned lies and ESG rating methodologies*. Financial Times [online], 5 dicembre 2018. Disponibile su: <<https://www.ft.com/content/2e49171b-a018-3c3b-b66b-81fd7a170ab5>> [Data di accesso: 17/08/2022]

BARNARD, M., 2016. *The Carbon Footprint of Tesla Manufacturing*. Forbes [online], 22 aprile 2016. Disponibile su: < <https://www.forbes.com/sites/quora/2016/04/22/the-carbon-footprint-of-tesla-manufacturing/?sh=41f2098f6096> > [Data di accesso: 17/08/2022]

BATTISTON, S., MANDEL, A., MONASTEROLO, I., SCHÜTZE, F., VISENTIN, G., 2017. *A climate stress-test of the financial system*. Nature, 27 marzo 2017.

BERG, F., KÖLBEL, J. F., RIGOBON, R., 2019. *Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings*. Forthcoming Review of Finance, 15 agosto 2019. Disponibile su SSRN: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3438533>

BERK, J., DE MARZO, P., 2018. Finanza aziendale 1. Pearson, IV edizione, 12 febbraio 2018, p. 334.

BOFFO, R., MARSHALL, C., PATALANO, R., 2020. *ESG Investing: Environmental Pillar Scoring and Reporting*. OECD, 2020. Disponibile su: <<http://www.oecd.org/finance/esg-investing-environmental-pillar-scoring-and-reporting.pdf>>

BOLTON, P., DESPRES, M., PEREIRA DA SILVA, L. A., SAMAMA, F., SVARTZMAN, R., 2020. *The green swan Central banking and financial stability in the age of climate change*. BIS [online], gennaio 2020, p 20. Disponibile su: <<https://www.bis.org/publ/othp31.pdf>>

BOLTON, P., KACPERCZYK, M., 2021. *Global Pricing of Carbon-Transition Risk*. National bureau of economic research, febbraio 2021. Disponibile su: <<https://www.nber.org/papers/w28510>>

BOLTON, P., KACPERCZYK, M., 2021. *Do investors care about carbon risk?*, *Journal of financial economics*, volume 142, novembre 2021.

CAPIZZI, V., GIOIA, E., GIUDICI, G., TENCA, F., 2021. *The Divergence of ESG Ratings: An Analysis Of Italian Listed Companies*. *Journal Of Financial Management, Markets And Institutions*, vol. 09, No. 02, 2021.

CARBON TRACKER INITIATIVE, 2019. *Apocalypse Now, The energy complex has EU coal generators in a chokehold. Are policymakers and investors prepared for what comes next?* [online], 24 ottobre 2019. Disponibile su: <<https://carbontracker.org/reports/apocalypse-now/>>

CARNEY, M., 2015. *Breaking the Tragedy of the Horizon – Climate Change and Financial Stability*. *Speech at Lloyd's of London*, Londra, 29 settembre 2015. Disponibile su: <<https://www.bis.org/review/r151009a.pdf>>

CARNEY, M., VILLEROY DE GALHAU, F., ELDERSON, F., 2019. *The financial sector must be at the heart of tackling climate change*. *The Guardian* [online], 17 aprile 2019. Disponibile su: <<https://www.theguardian.com/commentisfree/2019/apr/17/the-financial-sector-must-be-at-the-heart-of-tackling-climate-change>> [Data di accesso: 17/08/2022]

COLAS, J., KHAYKIN, I., PYANET, A., 2019. *Climate change managing a new financial risk*. Oliver Wyman [online], 2019. Disponibile su: <https://www.oliverwyman.com/content/dam/oliver-wyman/v2/publications/2019/feb/Oliver_Wyman_Climate_Change_Managing_A_New_Financial_Risk_paper.pdf> [Data di accesso: 17/08/2022]

COMMISSIONE EUROPEA, DIREZIONE GENERALE DELLA STABILITÀ FINANZIARIA, DEI SERVIZI FINANZIARI E DELL'UNIONE DEI MERCATI DEI CAPITALI, ERM, 2021. *Study on sustainability-related ratings, data and research*. Ufficio delle pubblicazioni dell'Unione Europea, 6 gennaio 2021. Disponibile su: <<https://data.europa.eu/doi/10.2874/14850>>

CORPORATE RESEARCH PROJECT, 2021. Violation Tracker [online]. Disponibile su: <<https://violationtracker.goodjobsfirst.org/prog.php?parent=bmw>> [Data di accesso: 17/08/2022]

DOLLMAN, R., VANNICELLI, G., EIS J., CAMPIGLIO, E., 2020. *Low carbon transition and systemic risk*. *Vivid Economics* [online], marzo 2020. Disponibile su: <<https://www.vivideconomics.com/wp-content/uploads/2020/10/Low-Carbon-Transitions-and-Systemic-Risk-Final-1.pdf>> [Data di accesso: 17/08/2022]

DOYLE, T. M., 2018. *Ratings that Don't Rate: The Subjective World of ESG Ratings Agencies*. American Council for Capital Formation (ACCF), luglio 2018, p. 9-17. Disponibile su: <https://accfcorgov.org/wp-content/uploads/2018/07/ACCF_RatingsESGReport.pdf>

DUNSTAN, M., 2022. *ESG Ratings: Solution or Starting Point?. Alliance Bernstein* [online], 2 maggio 2022. Disponibile su: <<https://www.bernstein.com/our-insights/insights/2022/articles/esg-ratings-solution-or-starting-point.html>>

ECB/ESRB - PROJECT TEAM ON CLIMATE RISK MONITORING, 2021. *Climate-related risk and financial stability* [online], luglio 2021. Disponibile su: <<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.climateriskfinancialstability202107~87822fae81.en.pdf>> [Data di accesso: 17/08/2022]

ESMA, 2020. *Response to public consultation, EC consultation on a Renewed Sustainable Finance Strategy*, p.17. ESMA, 15 luglio 2020. Disponibile su: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma30-22-821_response_to_ec_consultation_on_a_renewed_sustainable_finance_strategy.pdf>

EVANS, M., 2017. *Job Creation in the New Political Economy: Small Companies, Not Big Companies, Create Jobs*. Forbes [online], 8 febbraio 2017. Disponibile su: <<https://www.forbes.com/sites/allbusiness/2017/02/08/job-creation-in-the-new-political-economy-small-companies-not-big-companies-create-jobs/?sh=221e9ca19e6e>> [Data di accesso: 17/08/2022]

FAWKES, S., OUNG, K., THORPE, D., 2016. *Best Practices and Case Studies for Industrial Energy Efficiency Improvement – An Introduction for Policy Makers*. Copenhagen: UNEP DTU Partnership, febbraio 2016.

FINACIAL STABILITY BOARD, 2020. *The Implications of Climate Change for Financial Stability* [online], 23 novembre 2020. Disponibile su: <<https://www.fsb.org/2020/11/the-implications-of-climate-change-for-financial-stability/>> [Data di accesso: 17/08/2022]

FIORENTINI, G., 2021. Finanza responsabile, tra quaccheri, proibizionismo, '68 e apartheid. *L'indro* [online], 10 settembre 2021. Disponibile su: <<https://lindro.it/finanza-responsabile-tra-quaccheri-proibizionismo-68-e-apartheid/>> [Data di accesso: 17/08/2022]

GARVEY, G. T., KAZDIN, J., NASH, J., LAFOND, R., SAFA, H., 2016. *A Pitfall in Ethical Investing: ESG Disclosures Reveal Vulnerabilities, Not Virtues* [online], 19 settembre 2016. Disponibile su SSRN: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2840629> [Data di accesso: 17/08/2022]

GIBSON, R., KRUEGER, P., SCHMIDT, P. S., 2019. *ESG Rating Disagreement and Stock Returns*. *Swiss Finance Institute Research Paper* N. 19-67, *European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper* N. 651/2020, *Financial Analyst Journal*, Forthcoming, 22 dicembre 2019. Disponibile su SSRN: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3433728#>

JONG, R., 2021. *What's the impact on expected credit losses?* KPMG [online], 28 giugno 2021. Disponibile su: <<https://home.kpmg/xx/en/home/insights/2021/06/climatechange-ifrs9-ecl.html>> [Data di accesso: 17/08/2022]

KNUTSON, T., *AI Is Mining ESG Data Companies Aren't Disclosing, Says BlackRock Exec*. *Forbes* [online], 18 giugno 2020. Disponibile su: <<https://www.forbes.com/sites/tedknutson/2020/06/18/ai-mining-esg-data-companies-not-disclosing-says-blackrock-exec/?sh=19fba1b87d97>> [Data di accesso: 17/08/2022]

LI, F., POLYCHRONOPOULOS, A., 2020, *What a Difference an ESG Ratings Provider Makes!*. *Articles, Research Affiliates*, gennaio 2020. Disponibile su: <https://www.researchaffiliates.com/en_us/publications/articles/what-a-difference-an-esg-ratings-provider-makes.html>

MACKINTOSH, J., 2022. *Why the Sustainable Investment Craze Is Flawed*. *The wall street journal* [online], 23 gennaio 2022. Disponibile su: <https://www.wsj.com/articles/why-the-sustainable-investment-craze-is-flawed-11642865789?st=r7pgniy72qee9ls&reflink=article_copyURL_share> [Data di accesso: 17/08/2022]

MAIJOOR, S., 2021. *ESMA letter to European Union on ESG ratings* [online]. ESMA, 28 gennaio 2021. Disponibile su: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma30-379-423_esma_letter_to_ec_on_esg_ratings.pdf> [Data di accesso: 17/08/2022]

MARINI, D., 2022. Meno brand e più qualità, i nuovi valori sostenibili che indirizzano i consumi. *Sole 24 Ore* [online], 31 maggio 2022. Disponibile su: <<https://www.ilsole24ore.com/art/meno-brand-e-piu-qualita-nuovi-valori-sostenibili-che-indirizzano-consumi-AEF57LcB>> [Data di accesso: 17/08/2022]

MONNIN, P., 2018. *Integrating Climate Risks into Credit Risk Assessment - Current Methodologies and the Case of Central Banks Corporate Bond Purchases*. *Council on Economic Policies*, 20 dicembre 2018. Disponibile su SSRN: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3350918>

MORGAN STANLEY, 2020. *7 insights from asset owner on the rise of sustainable investing*. Morgan Stanley [online], 28 maggio 2020. Disponibile su: <<https://www.morganstanley.com/ideas/sustainability-investing-institutional-asset-owners>> [Data di accesso: 17/08/2022]

MSCI, 2022. *ESG Ratings Key Issue Framework* [online]. Disponibile su: <<https://www.msci.com/our-solutions/esg-investing/esg-ratings/esg-ratings-key-issue-framework>> [Data di accesso: 17/08/2022]

MSCI, 2022. *ESG Ratings & Climate Search Tool* [online]. Disponibile su: <<https://www.msci.com/our-solutions/esg-investing/esg-ratings-climate-search-tool>> [Data di accesso: 17/08/2022]

NGFS, 2020. *NGFS Climate Scenarios for central banks and supervisors* [online], giugno 2020. Disponibile su: <https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/820184_ngfs_scenarios_final_version_v6.pdf> [Data di accesso: 17/08/2022]

OECD, 2017. *Investing in Climate, Investing in Growth*. OECD Publishing, Parigi, 2017. Disponibile su: <<http://dx.doi.org/10.1787/9789264273528-en>>

OECD, 2021. *ESG Investing and Climate Transition: Market Practices, Issues and Policy Considerations*. OECD, Parigi, 2021. Disponibile su: <<https://www.oecd.org/finance/ESG-investing-and-climate-transition-Market-practices-issues-and-policy-considerations.pdf>>

SCHRODERS, 2016. *Global Investor Study 2016 – Plan Sponsors* [online]. Disponibile su: <<http://www.schroders.com/en/sysglobalassets/digital/insights/2016/pdfs/global-investors-study-pension-funds.pdf>> [Data di accesso: 17/08/2022]

SSGA, 2019. *Into the Mainstream ESG at the Tipping Point* [online], Novembre 2019. Disponibile su: <<https://www.ssga.com/library-content/pdfs/insights/into-the-mainstream.pdf>> [Data di accesso: 17/08/2022]

STANDARD CHARTERED, 2021. *Carbon Dated: The Net Zero Supply Chain Revolution* [online]. Disponibile su: <<https://standardcharteredbank.turtl.co/story/carbon-dated/page/4?teaser=yes>> [Data di accesso: 17/08/2022]

SUSTAINALYTICS, 2021. *ESG Risk Ratings - Methodology Abstract Version 2*. [online], January 2021, p.8,11. Disponibile su: <[https://connect.sustainalytics.com/hubfs/INV/Methodology/Sustainalytics ESG%20Ratings Methodology%20Abstract.pdf](https://connect.sustainalytics.com/hubfs/INV/Methodology/Sustainalytics_ESG%20Ratings_Methodology%20Abstract.pdf)> [Data di accesso: 17/08/2022]

SUSTAINALYTICS, 2022. *Company ESG Risk Ratings* [online]. Disponibile su: <<https://www.sustainalytics.com/esg-ratings>> [Data di accesso: 17/08/2022]

TCFD, 2017. *Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures* [online], giugno 2017. Disponibile su: <<https://assets.bbhub.io/company/sites/60/2020/10/FINAL-2017-TCFD-Report-11052018.pdf>> [Data di accesso: 17/08/2022]

TECHNICAL EXPERT GROUP (TEG) ON SUSTAINABLE FINANCE, 2020 *Taxonomy: Final report of the Technical Expert Group on Sustainable Finance* [online], 20 marzo 2020. Disponibile su: <https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/200309-sustainable-finance-teg-final-report-taxonomy_en.pdf> [Data di accesso: 17/08/2022]

THE ECONOMIST, 2021. *Could climate change trigger a financial crisis?* [online] 4 settembre 2021. Disponibile su: <<https://www.economist.com/finance-and-economics/2021/09/04/could-climate-change-trigger-a-financial-crisis>> [Data di accesso: 17/08/2022]

TRINKS, A., IBIKUNLE, G., MULDER, M., SCHOLTENS, B., 2022. *Carbon intensity and the cost of equity capital*. *The energy journal*, volume 43, aprile 2022.

UNEP-FI, 2020. *Transition check: new online tool to assess transition risk*. UNEP-FI, 24 settembre 2020. Disponibile su: <<https://www.unepfi.org/news/industries/banking/transition-check-launch/>>

UNEP-FI, 2021. *Pathways to Paris A practical guide to climate transition scenarios for financial professionals* [online], gennaio 2021. Disponibile su: <<https://www.unepfi.org/wordpress/wp-content/uploads/2021/02/UNEP-FI-Pathways-to-Paris.pdf>> [Data di accesso: 17/08/2022]

VAN DER PLOEG, F., REZAI, A., 2020. *Stranded Assets in the Transition to a Carbon-Free Economy. Annual Reviews*, ottobre 2020. Disponibile su: < <https://doi.org/10.1146/annurev-resource-110519-040938>>

WEI, D., CHASE, M., 2018. *Climate and Supply Chain: The Business Case for Action*. Report BSR, San Francisco, settembre 2018.

WOLFE, K., 2022. *Who Regulates the ESG Ratings Industry?* Bloomberg [online], 22 febbraio 2022. Disponibile su: <<https://news.bloomberglaw.com/esg/who-regulates-the-esg-ratings-industry>> [Data di accesso: 17/08/2022]