



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI GENOVA

SCUOLA DI SCIENZE SOCIALI

DIPARTIMENTO DI GIURISPRUDENZA

CORSO DI LAUREA IN

GIURISPRUDENZA

Tesi di laurea in Diritto Commerciale II: Diritto dei mercati finanziari

**“IL RATING DI SOSTENIBILITÀ: PROFILI CRITICI E
PROSPETTIVE DI REGOLAMENTAZIONE.”**

Relatore:

Chiar.mo Professor Michele Siri

Candidato:

Camilla Parodi

Anno accademico 2021 - 2022

Indice

- Introduzione
- I CAPITOLO: IL RATING DI SOSTENIBILITÀ
 1. Dallo sviluppo sostenibile alla finanza sostenibile;
 2. Il ruolo dei ratings ESG;
 3. I fattori che compongono il giudizio: *E, S & G*.
 4. La regolamentazione europea;
 5. Le linee guida e gli standard internazionali.
- II CAPITOLO: LE AGENZIE DI RATING
 1. Le agenzie di rating: *gatekeepers* “atipici”;
 2. L’impatto dell’approccio ESG;
 3. Le tipologie di rating offerte;
 4. Le metodologie a confronto.
- III CAPITOLO: CRITICITÀ E SOLUZIONI NORMATIVE
 1. I limiti del rating ESG:
 - a. Divergenze nei metodi e nei risultati;
 - b. *Biases*;
 - c. I conflitti d’interesse;
 - d. La responsabilità civile;
 - e. Il potenziale *greenwashing*;
 - f. L’eccessivo affidamento;
 2. Prospettive di regolamentazione.
- Conclusioni
- Bibliografia

INTRODUZIONE

Il presente elaborato nasce con l'obiettivo di offrire un'analisi critica delle valutazioni sulla sostenibilità delle aziende, i cd. ratings di sostenibilità, altresì noti come ratings ESG (dall'acronimo inglese dei fattori *Environmental*, *Social* e *Governance* che valutano); questi giudizi vengono emessi da particolari intermediari dell'informazione sui mercati, con la funzione dichiarata di segnalare ai soggetti interessati le caratteristiche delle imprese in termini di impatto delle loro attività sull'ambiente e sulla società.

La ricerca si sofferma inizialmente sul concetto di "finanza sostenibile" e sulla definizione e regolamentazione del rating ESG (o più precisamente sull'assenza di queste); tuttavia, per fornire un quadro generale del settore, vengono prese in rassegna tutte le più recenti iniziative legislative avanzate da Unione Europea - e svariate organizzazioni internazionali - circa la sostenibilità d'impresa, con un focus particolare sui criteri considerati rilevanti da queste normative per valutare i tre fattori ESG (ambientale, sociale e di assetto societario).

Successivamente, lo studio si concentra sulla storia e sulla funzione delle agenzie di rating tradizionali nel funzionamento dei mercati, sull'impatto che l'approccio ESG ha avuto sulle loro operazioni, l'avvento delle agenzie specializzate in sostenibilità d'impresa, i tipi di prodotti che quest'ultime offrono rispetto al rating "ordinario" (il cd. rating di merito creditizio) e le diverse metodologie adottate nei loro processi di valutazione messe a confronto.

L'ultimo capitolo è dedicato ai profili più critici di questi giudizi, emersi dagli studi effettuati da operatori del diritto, agenti economici ed istituzionali che lavorano nell'ambito finanziario, i quali dovranno sicuramente essere tenuti in considerazione da ogni futura proposta di regolamentazione che verrà. Per citarne alcuni, questi sono la loro potenziale capacità di amplificare il fenomeno, estremamente dannoso, del *greenwashing*, la loro presunta inaffidabilità in quanto strumenti nuovi, non regolamentati e poco trasparenti, e gli evidenti limiti che ostacolano la loro efficacia di strumenti "segnalativi", come la presenza di divergenze e distorsioni sistemiche nei loro risultati. Infine, l'elaborato si conclude con una visione d'insieme delle possibili iniziative di regolamentazione che il legislatore, nazionale ma soprattutto comunitario, può intraprendere per affrontare le criticità sovraccitate.

Si può notare come nell'ultimo decennio, a livello mondiale, è andata crescendo una pressione sempre maggiore sulle imprese, affinché anch'esse facciano la loro parte nella creazione di un sistema economico sostenibile, sfruttando la loro posizione di privilegio, in modo da garantire alle generazioni future le stesse opportunità di cui hanno goduto quelle passate, se non per ampliarle in misura maggiore. Il sistema economico attuale si è da sempre basato su un ideale di crescita continua, infinita, il quale risulta particolarmente incompatibile oggi con la reale ed allarmante natura finita delle risorse a nostra disposizione. Affinchè si realizzi la cd. transizione ecologica, si devono necessariamente responsabilizzare tutti i soggetti che popolano i mercati; oltre ai singoli, devono essere coinvolti i grandi soggetti collettivi (le aziende, i fondi d'investimento, le banche, ecc.), i quali, data la larga scala su cui operano, hanno maggiori capacità di realizzare un impatto significativo, sia in negativo sia in positivo, sul loro ambiente circostante.

Per i suddetti motivi l'elaborato si concentra su degli strumenti che sono nati con l'intento di identificare, classificare e quindi valutare, l'impatto delle società sull'ambiente e sulla società; il settore dei ratings ESG tuttavia, in assenza di un'adeguata struttura normativa, può rivelarsi una bolla speculativa dallo scarso impatto materiale, ed invece di fornire ai mercati dei preziosi strumenti per la transizione ad un'economia realmente egualitaria e "verde", rimanere una "moda" passeggera dagli effetti estremamente mistificatori.

CAPITOLO I

IL RATING DI SOSTENIBILITÀ

1. Dallo sviluppo sostenibile alla finanza sostenibile

Per capire cosa sono e come si è arrivati ai ratings ESG, o rating di sostenibilità, è necessario in primo luogo definire concetti come sviluppo sostenibile, responsabilità di impresa e finanza etica, nonché i tre pilastri *Environmental*, *Social* e *Governance* che li compongono. Queste nozioni sono state tappe fondamentali per arrivare all'attuale approccio di "responsabilizzazione" delle imprese, alle quali viene chiesto, dal mercato e dai legislatori, uno sforzo ulteriore rispetto al perseguimento del profitto: raggiungere un bilancio positivo anche dal punto di vista sociale ed ambientale.

Il Rapporto Brundtland, pubblicato nel 1987 dalla Commissione mondiale sull'ambiente e sullo sviluppo, definisce il concetto di "sviluppo sostenibile" come uno sviluppo in grado di garantire "il soddisfacimento dei bisogni della generazione presente senza compromettere la possibilità delle generazioni future di realizzare i propri"¹.

Questa nozione ha portato alla conclusione di numerosi trattati di diritto internazionale e ambientale, alcuni meramente dichiarativi come la Convenzione di Rio de Janeiro del 1992, altri più recenti come l'Accordo di Parigi (COP21) del 2015: il primo accordo universale e giuridicamente vincolante, firmato da 195 paesi, tutti impegnati in una strategia globale per contrastare i cambiamenti climatici.

Sempre nel 2015 le Nazioni Unite hanno adottato l'Agenda 2030, che definisce 17 obiettivi (*Sustainable Development Goals* – SDGs - o OSS per utilizzare l'acronimo italiano), sostanziati in 169 Target, da raggiungere entro il 2030. Nonostante il documento elaborato dall'ONU non comporti espresse rinunce di sovranità da parte dei paesi membri, e rimanga un impegno assunto su base volontaria, costituisce comunque *soft law* di diritto internazionale e

¹ G. BRUNDTLAND, *Report of the World Commission on Environment and Development: Our Common Future*, Assemblea Generale dell' ONU, documento A/42/427, 1987.

rende perfettamente legali e legittime tutte le iniziative volte a realizzarlo (il cd. effetto di liceità elaborato da Benedetto Conforti nell'ambito del diritto internazionale).

Nell'ordinamento italiano, il principio di sviluppo sostenibile è stato inserito all'art. 3-quater del Codice dell'ambiente del 2006, con le modifiche apportate dal D.lgs n. 4 del 16 gennaio 2008, oltre che aver indirettamente assunto portata costituzionale grazie al nuovo testo dell'articolo 9, così modificato dalla L. Cost. n. 1/2022. Il suo ultimo comma recita infatti: "La Repubblica (...) tutela l'ambiente, la biodiversità e gli ecosistemi, anche nell'interesse delle future generazioni".²

Nell'ambito degli studi economici e manageriali, in diretta correlazione con l'affermarsi di questo principio, sono nati filoni come quello della cd. *ecological economics* che cerca di disaccoppiare l'idea di crescita economica dalla sua capacità di utilizzare le risorse esauribili, o il movimento d'opinione "*beyond GDP*" che ha fortemente spinto per la definizione di indicatori, diversi dal PIL, in grado di misurare il livello di sviluppo delle nazioni.³

Un altro concetto fondamentale che sta alla base di questo cambio di paradigma in ambito economico è quello di responsabilità sociale d'impresa (in inglese CSR). Ispirato dalla nozione di Bowen sulla responsabilità sociale degli uomini d'affari, passa negli anni '70 attraverso la neoclassica *Shareholder Theory*, a sua volta ispirata dalle teorie di Milton Friedman degli anni '60, la quale guarda all'impresa come una *black box*, il cui obiettivo coincide con la massimizzazione dei profitti di breve periodo degli azionisti. In questo contesto, governare ed eventualmente introdurre correttivi per il raggiungimento di obiettivi ambientali e sociali è compito delle sole istituzioni pubbliche. Contestualmente alla *Shareholder Theory* maturano però le prime premesse della *Stakeholder Theory*, secondo la quale il profitto è solo uno degli obiettivi da massimizzare nell'ambito di un processo decisionale che contempera gli interessi di diverse categorie di attori: vengono quindi presi in considerazione gli interessi di categorie di soggetti ulteriori rispetto agli azionisti.⁴

² Articolo 9 della Costituzione italiana.

³ F. TIMPANO, M. FEDELI, *La finanza per lo sviluppo sostenibile: un'analisi dello stato dell'arte*, in *Economia Italiana*, n° 2 / 2019, p. 126.

⁴ N. LINCIANO, E. CAFIERO, A. CIAVARELLA, G. DI STEFANO, E. LEVANTINI, G. MOLLO, S. NOCELLA, R. SANTAMARIA, M. TAVERNA: *La finanza per lo sviluppo sostenibile, Tendenze, questioni in corso e prospettive alla luce dell'evoluzione del quadro regolamentare dell'Unione europea*, quaderno CONSOB, 28 giugno 2021, p. 17.

Il legame tra CSR e sostenibilità è emerso inizialmente soprattutto in ambito istituzionale, grazie alle molteplici iniziative di ONU, OCSE e UE. Esemplificativo di questo è la nascita dell'UN Global Compact: un patto non vincolante nato per indirizzare le aziende firmatarie ad adottare pratiche sostenibili e socialmente responsabili e a riferire sulla loro implementazione, fornendo un *framework* di dieci principi che vanno dai diritti umani all'anti-corrruzione, passando per le pratiche ambientaliste e le condizioni di sicurezza sul lavoro, con cui le aziende possono valutare il proprio operato.⁵ Con più di 13000 membri in 170 Paesi è ad oggi considerata la più ampia iniziativa di CSR al mondo.

Nell'ordinamento italiano appare rilevante sottolineare che il Codice di *Corporate Governance*, modificato nel 2020 — sulla scia di quanto avvenuto, a livello di normativa primaria, in altri Paesi europei: si pensi alla Section 172 del *Companies Act* 2006 inglese e all'art. 1833 del Code civil francese, recentemente modificato⁶ — ha inserito un riferimento esplicito ai temi della sostenibilità, ponendo il “successo sostenibile” quale obiettivo che guida l'azione dell'organo di amministrazione e che si sostanzia nella creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri *stakeholders* rilevanti per la società. Il modello italiano prevede inoltre adeguati presidi in relazione all'autodisciplina, in quanto l'impegno che assumono le società quotate con il mercato dichiarando di aderire al Codice e di darne adeguata informativa nella relazione sul governo societario trova un riconoscimento normativo nel Testo Unico della Finanza (art. 123-bis del d.lgs. 58/1998, TUF). La norma che prevede l'obbligo per le società di dare trasparenza sull'adesione o meno ai Codici di autodisciplina è presidiato da uno specifico potere sanzionatorio della Consob, nonché da uno specifico dovere di vigilanza da parte dell'organo di controllo ai sensi dell'art. 149 del TUF.⁷

Si può affermare che oggi, nella letteratura di settore, l'impresa non venga più considerata come sola proprietà di manager e azionisti ma come un “bene sociale” che interagisce con la società, mentre la CSR non viene più considerata un “costo” ma un “investimento”, essendo connessa alla gestione strategica delle imprese e alla loro competitività.⁸ Infatti, sono stati

⁵ *Ibid.* p. 18

⁶ A. DACCÒ, *Spunti di riflessione sul capitalismo sostenibile e strumenti a disposizione*, in Banca, borsa, titoli di credito, n. 3/2022, p. 388.

⁷ N. LINCIANO, E. CAFIERO, A. CIAVARELLA, G. DI STEFANO, E. LEVANTINI, G. MOLLO, S. NOCELLA, R. SANTAMARIA, M. TAVERNA: *La finanza per lo sviluppo sostenibile, Tendenze, questioni in corso e prospettive alla luce dell'evoluzione del quadro regolamentare dell'Unione europea cit.*, p. 26.

⁸ *Ibid.* p. 18

svolti molti studi nel tentativo di ricollegare gli sforzi “etici” delle aziende alla loro redditività nel lungo periodo, ma di questo si parlerà ampiamente più avanti nella ricerca.

Non ci resta che definire il terzo ed ultimo concetto rilevante ai fini della trattazione: quello di finanza sostenibile o “etica”. La nozione di investire per ragioni ulteriori al guadagno finanziario ha storicamente radici religiose. La chiesa cattolica nel Medioevo proibiva i prestiti con interessi, come il mondo Islamico prima di essa e fino ad oggi ha continuato a fare. Per secoli la Chiesa è stata “l’unica corporazione sul mercato”⁹, controllando la società intera ma catalizzando un flusso significativo di denaro verso ospedali, case di cura e scuole. Facendo altri esempi di pratiche di investimento religiose si possono citare i Quaccheri, i quali incoraggiavano i loro confratelli ad investire con criteri sociali in mente, particolarmente quelli di pace, fratellanza e solidarietà, e permisero, sulla scena finanziaria britannica, lo sviluppo di portafogli di investimento con specifici vincoli etici su cosa potesse essere oggetto di finanziamento e cosa no.¹⁰ Il loro approccio era caratterizzato da quello che oggi chiameremmo un *negative screening*: i loro membri non potevano investire nei cosiddetti “*sin stocks*”, azioni in società connesse all’alcool, al tabacco, alla difesa e al gioco d’azzardo. Il primo fondo d’investimento propriamente etico nato in Europa è stato l’Asnvar Aktiefond Sverige, creato dalla chiesa svedese nel 1965.¹¹

La guerra in Vietnam fu un importante catalizzatore per quello che venne dopo: il sentimento anti-bellico studentesco degli anni ‘60 e ‘70 negli Stati Uniti spingeva per il cambiamento ed il disinvestimento nelle aziende associate al finanziamento della guerra divenne molto popolare. Lo stesso approccio si sviluppò contro il sistema di *apartheid* in Sud Africa. Dagli anni ‘80 in poi si iniziarono a vedere i primi sforzi globali per una finanza responsabile. Vennero tenute un alto numero di conferenze delle Nazioni Unite, come la già citata di Rio de Janeiro nel 1992 o il *World Summit on Sustainable Development* a Johannesburg del 2002. Nell’Europa di quegli anni nacquero anche nuove imprese private allineate a questa missione come la Triodos olandese o Banca Etica, per fare un esempio nostrano.¹²

⁹ D. CASH, *Sustainability Rating Agencies vs Credit Rating Agencies: The Battle to Serve the Mainstream Investor*, Roma, 2021, p. 11.

¹⁰ *Ibid.*

¹¹ *Ibid.*

¹² *Ibid.*

Tuttavia, durante il periodo di massima popolarità del concetto di sviluppo sostenibile, non si riuscì ad elaborare una strategia generale circa il potenziale contributo del settore finanziario alla sua realizzazione concreta.¹³ Le conseguenze di ciò vennero alla luce brutalmente durante la Crisi finanziaria del 2008. Quello che doveva essere un vero punto di svolta per l'economia globale, finì per rivelarne invece tutti i difetti sistemici: *short-termism* dilagante, la convinzione che alcune istituzioni fossero “troppo grandi per fallire”, l'assenza di regolamentazione e di supervisione istituzionale. A seguito della crisi sono stati gli stessi investitori istituzionali (i quali hanno decisamente superato quelli *retail* – al dettaglio - come presenza sul mercato, e che a causa delle loro caratteristiche intrinseche sono meno inclini a correre dei rischi e più orientati sul lungo periodo) a richiedere ai manager delle aziende in cui investivano di migliorare i loro standard ambientali, sociali e di *governance* (i cosiddetti fattori ESG).¹⁴

La stessa Agenda 2030 dell'ONU, pur includendo un obiettivo riferibile a profili macroeconomici (ossia l'obiettivo 8: *Decent Work and Economic Growth*), nel parlare di “incentivare una crescita economica duratura, inclusiva e sostenibile, un'occupazione piena e produttiva ed un lavoro dignitoso per tutti” non ha assegnato un'esplicita rilevanza al sistema finanziario.¹⁵

Il *Sustainable Finance Study Group* del G20, cogliendo lo spunto lasciato incompleto dell'Agenda 2030, è nato nel 2016 con il mandato di individuare e promuovere i meccanismi di mercato che favoriscono una crescita forte, sostenibile e inclusiva, allineata agli SDGs e di migliorare la stabilità e l'efficienza del sistema finanziario attraverso un'adeguata gestione dei rischi e dei fallimenti di mercato.¹⁶ Il gruppo ha facilitato la formazione di un consenso globale sull'importanza di promuovere la finanza verde e ha contribuito a catalizzare l'attenzione pubblica verso i temi legati allo sviluppo della finanza sostenibile. Il gruppo, rilanciato nel 2020 con il nome di *Sustainable Finance Working Group*, riconosce che, nonostante il cambiamento climatico riguardi tutto il pianeta, il suo impatto ha conseguenze

¹³ D. CASH, *Sustainability Rating Agencies vs Credit Rating Agencies: The Battle to Serve the Mainstream Investor cit.*, p. 12.

¹⁴ *Ibid.*

¹⁵ Nazioni Unite, Centro regionale di Informazione delle Nazioni Unite, sito ufficiale: <https://unric.org/it/obiettivo-8-incentivare-una-crescita-economica-duratura-inclusiva-e-sostenibile-unoccupazione-piena-e-produttiva-ed-un-lavoro-dignitoso-per-tutti/>.

¹⁶ N. LINCIANO, E. CAFIERO, A. CIAVARELLA, G. DI STEFANO, E. LEVANTINI, G. MOLLO, S. NOCELLA, R. SANTAMARIA, M. TAVERNA: *La finanza per lo sviluppo sostenibile, Tendenze, questioni in corso e prospettive alla luce dell'evoluzione del quadro regolamentare dell'Unione europea cit.*, p. 14.

asimmetriche tra Paesi diversi. Il SFWG si è pertanto impegnato a mantenere un approccio flessibile e ad evitare approcci indifferenziati tra Paesi con diversi livelli di reddito, tenendo in adeguata considerazione la situazione dei Paesi più vulnerabili.¹⁷

La Banca Mondiale, nel suo Report del 2017, ha associato esplicitamente il concetto di sviluppo sostenibile al funzionamento delle imprese e dei mercati finanziari, sottolineando l'essenzialità di un forte impegno da parte di proprietari ed amministratori d'impresa nell'integrare la sostenibilità nelle loro strategie aziendali. In ambito europeo, il ruolo del sistema finanziario è stato chiaramente riconosciuto data l'insufficienza delle risorse pubbliche destinabili e necessarie per la transizione ecologica.¹⁸

Nel 2006 il Segretario delle Nazioni Unite Kofi Annan ha invitato i maggiori investitori istituzionali del mondo ad adottare i sei "Principi per l'investimento responsabile". L'adesione a tali principi è sempre su base volontaria. I firmatari (investitori istituzionali, società di gestione del risparmio e fornitori di servizi) formano, nel mondo, una community di oltre 4.000 aderenti¹⁹. Chi vi aderisce si impegna a:²⁰

1. Integrare le tematiche ESG nell'analisi e nei processi decisionali d'investimento;
2. Essere azionisti attivi e incorporare le tematiche ESG nelle politiche e nelle pratiche di azionariato attivo;
3. Richiedere un'adeguata comunicazione relativamente alle tematiche ESG da parte degli enti nei quali si investe;
4. Promuovere l'accettazione e l'applicazione dei principi nel settore finanziario;
5. Collaborare per migliorare l'efficacia nell'applicazione dei principi;
6. Comunicare le attività e i progressi compiuti nell'applicazione dei principi.

Gli esperti dell'*High-Level Expert Group on Sustainable Finance* hanno indicato nel loro *final report* del 2018 che la finanza sostenibile ruota attorno a due imperativi: migliorare il contributo della finanza alla crescita sostenibile ed inclusiva per mitigare il cambiamento climatico; rafforzare la stabilità finanziaria attraverso l'incorporazione di fattori ambientali,

¹⁷ Sito ufficiale del MEF, disponibile presso: www.dt.mef.gov.it/it/news/2021/g20_working_group.html.

¹⁸ N. LINCiano, E. CAFIERO, A. CIAVARELLA, G. DI STEFANO, E. LEVANTINI, G. MOLLO, S. NOCELLA, R. SANTAMARIA, M. TAVERNA: *La finanza per lo sviluppo sostenibile, Tendenze, questioni in corso e prospettive alla luce dell'evoluzione del quadro regolamentare dell'Unione europea cit.*, p. 14.

¹⁹ L. DONATO, *La lunga marcia dei fattori ESG. Tra regolamentazione e mercato*, in *Bancaria*, n° 3/2022, p. 39.

²⁰ Sito ufficiale del PRI, disponibile presso: www.unpri.org/about-us/about-the-pri.

sociali e di *governance* nel processo decisionale relativo agli investimenti. Inoltre, nel testo si afferma che questo comporti necessariamente un impegno al “*long-termism*”, ovvero a fare sempre riferimento ad un orizzonte temporale medio-lungo nella gestione degli investimenti.²¹

Seguendo questo approccio, la Commissione europea definisce sostenibile la finanza che tiene nella giusta considerazione fattori ambientali e sociali nel processo decisionale di investimento, grazie anche a una adeguata *governance* delle istituzioni pubbliche e private.²²

La declinazione di questo approccio con riguardo a tutti gli attori del sistema finanziario (dalle imprese agli investitori *retail* e istituzionali, dagli intermediari finanziari a quelli dell’informazione, dai regolatori alle Autorità di vigilanza) comporta un’evoluzione dei processi decisionali che abbraccia l’identificazione degli obiettivi (creazione di valore finanziario nel breve e nel lungo termine) e la riorganizzazione dei processi di produzione e consumo (non più lineari ma circolari, basati su fattori di produzione che includano, oltre al capitale finanziario, il capitale naturale e quello sociale). Nella versione più evoluta di finanza sostenibile, si afferma un modello in cui i fattori ESG non sono più vincoli alla massimizzazione degli obiettivi bensì essi stessi parte degli obiettivi.²³

Recentemente l’Italia ha dato un contributo alla definizione delle istituzioni finanziarie “etiche e sostenibili” introducendo nel Testo Unico Bancario l’art.111 bis, modificato nel 2016 con la Legge di bilancio. La norma italiana definisce come operatori bancari di finanza etica e sostenibile quelli che valutano gli investimenti erogati secondo standard di rating etico internazionale, danno evidenza pubblica di queste scelte, devolvono il 20% del proprio portafoglio a organizzazioni senza scopo di lucro, non distribuiscono profitti, adottano un sistema di *governance* democratico e scelgono politiche retributive informate ad equità. Si tratta di una norma accompagnata da modesti incentivi fiscali.²⁴

Nel Regolamento europeo relativo all’informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari troviamo invece una definizione normativa degli “investimenti sostenibili”:²⁵

²¹ HLEG, Final Report, *Financing a Sustainable European Economy*, 2018, pp. 6-9.

²² N. Linciano, E. Cafiero, A. Ciavarella, G. Di Stefano, E. Levantini, G. Mollo, S. Nocella, R. Santamaria, M. Taverna: *La finanza per lo sviluppo sostenibile, Tendenze, questioni in corso e prospettive alla luce dell’evoluzione del quadro regolamentare dell’Unione europea cit.*, p. 14

²³ *Ibid.* p. 15.

²⁴ F. TIMPANO, M. FEDELI, *La finanza per lo sviluppo sostenibile: un’analisi dello stato dell’arte cit.*, p. 136.

²⁵ Reg. (UE) 2088/19, art. 2, n. 17.

- 1) È sostenibile l'investimento in un'attività economica che contribuisce a un obiettivo ambientale, misurato, ad esempio, mediante indicatori chiave di efficienza delle risorse concernenti l'impiego di energia, l'impiego di energie rinnovabili, l'utilizzo di materie prime e di risorse idriche e l'uso del suolo, la produzione di rifiuti, le emissioni di gas a effetto serra nonché l'impatto sulla biodiversità e l'economia circolare.
- 2) L'investimento in un'attività economica che contribuisce a un obiettivo sociale, in particolare un investimento che contribuisce alla lotta contro la disuguaglianza, o che promuove la coesione sociale, l'integrazione sociale e le relazioni industriali, o un investimento in capitale umano o in comunità economicamente o socialmente svantaggiate.
- 3) A condizione che tali investimenti non arrechino un danno significativo a nessuno di tali obiettivi (...)
- 4) (...) e che le imprese che beneficiano di tali investimenti rispettino prassi di buona *governance*, in particolare per quanto riguarda strutture di gestione solide, relazioni con il personale, remunerazione del personale e rispetto degli obblighi fiscali.

Gli studiosi Krosinsky e Purdom hanno teorizzato le “sette tribù” dell'investimento socialmente responsabile/sostenibile, catalogando le diverse opzioni che il mercato ha a disposizione.²⁶

- 1) L'approccio “*Values First*” (o “prima i valori”): quando si applicano filtri negativi (*negative screenings*) per escludere opportunità di investimento non in linea con il mandato del soggetto investitore (vedi prima i cd. *sin stocks*).
- 2) “*Value First*” (o “prima il valore”): consiste nell'utilizzare i criteri ESG tra le considerazioni primarie nel valutare un investimento e privilegiare settori, società o progetti selezionati che ottengono prestazioni positive e migliori rispetto a quelle dei concorrenti di settore, chiamato anche *best-in-class approach* o *positive screening*.
- 3) Impatto sulla comunità o “*Impact Investing*”: è un termine coniato dalla fondazione Rockefeller che si utilizza soprattutto per descrivere le attività di organizzazioni,

²⁶ D. CASH, *Sustainability Rating Agencies vs Credit Rating Agencies: The Battle to Serve the Mainstream Investor cit.*, p. 13.

spesso di natura “caritatevole”, intenzionate a migliorare le condizioni di un certo gruppo di persone.

- 4) Investimento tematico: quando ci si focalizza su un determinato settore considerato virtuoso, ad esempio le energie rinnovabili.
- 5) “*Engagement/Advocacy*”: quando sono gli azionisti stessi a spingere per un impegno ulteriore da parte delle società e dai regolamentatori.
- 6) “*Norms-based Screening*”: consiste nell’utilizzare standard esterni e globali come base per i propri investimenti; ad esempio, escludere un determinato debito pubblico da un portfolio a causa del fallimento dello Stato in questione nel rispettare il Protocollo di Kyoto.
- 7) L’integrazione ESG: quando analisti, asset-managers e investitori utilizzano dati ESG, spesso elaborati da parti terze, per arricchire il proprio processo decisionale.

Negli ultimi anni si è parlato meno di “investimento socialmente responsabile” ma in misura maggiore di fattori ESG, Coffee²⁷ sostiene che per portare il primo nel *mainstream* fosse necessario aggiungere il fattore “G”, ovvero quello legato agli assetti societari, per calmare le paure dei fiduciari più avversi ai rischi, promettendo che un’attenzione maggiore a come vengono e da chi vengono controllate le società avrebbe permesso di identificare gli investimenti di qualità superiore.

In ogni caso, il fattore che accomuna tutti i tipi di investimento responsabile (e l’unico modo per cui gli attori economici possano prendere decisioni rispettose degli obiettivi di sviluppo sostenibile) è la necessità che il mercato incorpori nei prezzi tutte le informazioni rilevanti in materia di performance e rischi ESG delle attività produttive e finanziarie. Perché ciò avvenga in modo efficiente e coerente con il passaggio a un orizzonte temporale di medio-lungo periodo, sono necessari dati, informazioni, metriche e modelli di analisi adeguati per la misurazione e la rappresentazione delle caratteristiche ESG di queste attività. A tal fine, svolgono quindi un ruolo centrale sia i soggetti che “producono” informazione (le imprese) sia gli intermediari dell’informazione (quali i fornitori di *score/rating* ESG).²⁸

²⁷ J. C. COFFEE, *The Future of Disclosure: ESG, Common Ownership, and Systemic Risk*, European Corporate Governance Institute: Law Working Paper No. 541/2020.

²⁸ N. LINCiano, E. CAFIERO, A. CIAVARELLA, G. DI STEFANO, E. LEVANTINI, G. MOLLO, S. NOCELLA, R. SANTAMARIA, M. TAVERNA: *La finanza per lo sviluppo sostenibile, Tendenze, questioni in corso e prospettive*

2. Il ruolo dei ratings ESG

Superata la crisi finanziaria del 2008, l'interesse verso gli investimenti sostenibili è sempre andato crescendo. L'ultimo report svolto dall'Eurosif nel 2018²⁹ sullo stato del settore dimostra infatti che: gli investimenti che finanziano direttamente tematiche collegate alla sostenibilità costituiscono 149 miliardi di euro in asset gestiti in Europa; gli investimenti cosiddetti “*best in class*” sono circa 586 miliardi; l'esclusione di alcune tipologie di investimenti conta 9464 miliardi di euro di *asset*; gli investimenti basati sul “*norms-based screening*” 3148 miliardi; l'integrazione esplicita dei fattori ESG nell'analisi finanziaria ne conta 4240 miliardi; l'investimento in cui ci si impegna ad una partecipazione attiva alla vita dell'impresa esercitando i diritti di azionista e votando in assemblea, 4858 miliardi, e l'“*impact investing*” 108 miliardi.

Solo in Italia, gli investimenti sembrano concentrarsi fortemente sull'orientamento dell'esclusione, il quale ha conosciuto una crescita almeno triplicata dal 2017 al 2019, sino a raggiungere i 1500 miliardi di euro.³⁰

Di conseguenza, sono aumentate le richieste di indicatori delle performance ESG: è aumentato in parallelo il numero di fornitori di *score* e rating che valutano le performance ambientali, sociali e di *governance* di emittenti e singoli prodotti (*ESG impact ratings*), l'esposizione a rischi connessi ai fattori ESG (*ESG risk ratings*) e altri indici di valutazione ESG (attinenti ad esempio alla rilevanza dei fattori ESG per il rating del merito di credito, alla *disclosure* ESG, ecc.).

Dunque, il rating ESG o rating di sostenibilità può definirsi un giudizio sintetico (di solito espresso in punteggio alfanumerico) che attesta la solidità di un emittente, o di un singolo prodotto finanziario, dal punto di vista delle performance ambientali, sociali e di *governance*, a differenza del rating “tradizionale”, che tiene invece in considerazione le sole variabili economico-finanziarie per valutare il merito di credito. Il merito di credito di un emittente di

alla luce dell'evoluzione del quadro regolamentare dell'Unione europea, quaderno CONSOB, 28 giugno 2021, p. 15.

²⁹ EUROSIF, SRI Study, 19 novembre 2018, disponibile presso: [European-SRI-2018-Study.pdf \(eurosif.org\)](https://www.eurosif.org/it/2018-study)

³⁰ F. TIMPANO, M. FEDELI, *La finanza per lo sviluppo sostenibile: un'analisi dello stato dell'arte*, cit., p. 138.

titoli obbligazionari rappresenta, in sintesi, l'affidabilità di un emittente e la sua capacità di ripagare i propri debiti.

Le valutazioni ESG vengono rilasciate sia da società di rating tradizionali, che inseriscono una considerazione dei profili di sostenibilità nel processo di attribuzione di un rating di credito, sia da agenzie di rating specializzate nelle tematiche di sostenibilità nella ricerca relativa a strumenti finanziari ed emittenti. Per indicare entrambe, alcuni autori parlano più genericamente di “CSSs” ossia di “*Corporate Sustainability Systems*”: un termine ombrello, coniato da Diez-Canamero ed altri, che, a detta degli autori, rappresenta al meglio il “caotico universo” dei fornitori di informazioni sulla sostenibilità d'impresa, ricomprendendo oltre alle agenzie di rating, anche indici e rankings specializzati.³¹

A partire dal 2015, il settore in questione ha sperimentato un'intensa attività di M&A (fusioni ed acquisizioni di società), che ha consolidato la posizione di operatori già attivi nell'ambito della ricerca e allo stesso tempo permesso l'ingresso di nuovi soggetti. I loro modelli operativi sono riconducibili a tre tipologie: organizzazioni *for-profit*, le quali hanno aggiunto la valutazione di sostenibilità a servizi preesistenti (principalmente MSCI, S&P, Moody's); organizzazioni *for profit* specializzate nelle valutazioni e servizi ESG (tra questi Sustainometric, Solactive, RepRisk, Truvalue Lab, Sustainable Value Investor,...); ed infine organizzazioni *not-for-profit*, che offrono valutazioni e servizi correlati alla sostenibilità (ad esempio il Carbon Disclosure Project, ShareAction WDI, As You Sow).³²

Si tratta quindi di un mercato in forte crescita le cui modalità di accesso sono di tipo *make or buy*: le aziende/organizzazioni interessate ad occuparsi di ratings ESG decidono se costruire al loro interno o acquistare da altri il servizio necessario. In particolare, la maggior parte dei fornitori hanno sede legale negli Stati Uniti o nel Regno Unito (se si esclude ISS corporate acquisita da Deutsche Börse nel 2020) e sono entrati nel mercato europeo attraverso acquisizioni (ad es., tra le agenzie di rating di merito di credito, S&P ha acquisito l'inglese Trucost nel 2016 e la svizzera Robeco SAM nel 2019, mentre Moody's è diventata azionista

³¹ D. CASH, *Sustainability Rating Agencies vs Credit Rating Agencies: The Battle to Serve the Mainstream Investor cit.*, p. 34.

³² N. LINCiano, E. CAFIERO, A. CIAVARELLA, G. DI STEFANO, E. LEVANTINI, G. MOLLO, S. NOCELLA, R. SANTAMARIA, M. TAVERNA: *La finanza per lo sviluppo sostenibile, Tendenze, questioni in corso e prospettive alla luce dell'evoluzione del quadro regolamentare dell'Unione europea cit.*, p. 50.

di maggioranza della francese Vigeo Eiris nel 2019). Altri operatori hanno invece sviluppato al proprio interno nuove competenze (ad esempio Fitch ESG Scope).³³

I processi di valutazione delle “prestazioni” ESG di un’impresa o di un singolo prodotto pongono alcune criticità tipiche della valutazione del merito di credito³⁴ ed altre invece specificatamente connesse alla definizione spesso soggettiva e poco univoca dei fattori di sostenibilità.

In ambito europeo, sono state pubblicate le “*Guidelines on Disclosure Requirements applicable to credit ratings*” con l’intenzione di migliorare la qualità e la trasparenza di tutte le informazioni relative ai fattori che sono alla base dell’emissione di un rating, e rivolgono particolare attenzione a quelle che attengono i fattori ESG, nel caso in cui questi costituiscano elementi alla base della valutazione del merito di credito.³⁵ In ogni caso i due tipi di rating differiscono sia per le metodologie di valutazione sia per il tipo di informazioni che vengono rielaborate. Le informazioni alla base dei giudizi derivano, per entrambi i fornitori, sia da fonti esterne (informazioni pubbliche, documenti aziendali, dati provenienti da operatori quali autorità di vigilanza, associazioni di categoria, sindacati, ONG) sia da fonti interne (informazioni fornite dall’azienda stessa e/o acquisite tramite questionari, sopralluoghi e incontri con il *management*).

Ma in che cosa consistono e che funzione svolgono i ratings ESG?

Per alcuni autori questi giudizi rispondono ad un’esigenza intrinseca del mondo degli investimenti perché “ogni investimento richiede un *benchmark*”, un parametro in base a cui valutarlo. In un mercato competitivo tutti gli attori economici devono calibrare la loro performance in termini assoluti per confrontarli con i loro pari.³⁶ Gli *output* generati dai CSSs sono opinioni e valutazioni su quanto una società sia in grado di gestire i rischi derivanti dai fattori esterni sociali ed ambientali e la sua abilità a beneficiare delle opportunità di crescita che ne possono derivare.

³³ N. LINCIANO, E. CAFIERO, A. CIAVARELLA, G. DI STEFANO, E. LEVANTINI, G. MOLLO, S. NOCELLA, R. SANTAMARIA, M. TAVERNA: *La finanza per lo sviluppo sostenibile, Tendenze, questioni in corso e prospettive alla luce dell’evoluzione del quadro regolamentare dell’Unione europea cit.*, p. 50.

³⁴ *Ibid.*

³⁵ ESMA, Report, *Guidelines on Disclosure Requirements Applicable to Credit Ratings*, 18 luglio 2019, p. 26.

³⁶ D. CASH, *Sustainability Rating Agencies vs Credit Rating Agencies: The Battle to Serve the Mainstream Investor cit.*, p. 36.

Inoltre, è ormai assodato che una corretta gestione dei rischi ESG o un impegno verso obiettivi di sostenibilità si traduca in un vantaggio economico sia per l'azienda sia per l'investitore che "scommetta" su di essa. Alcuni recenti studi che puntano in questa direzione sono quello svolto dalla banca d'investimento Bank of America Merrill Lynch nel 2017 e quello svolto dall'università di Oxford del 2015.³⁷ Il primo ha rilevato che fattori ESG positivi sono solitamente associati a ritorni economici maggiori e ad un inferiore rischio di bancarotta. Nel loro report finale si afferma che gli attributi ESG sono "una spia di volatilità dei guadagni futuri migliore di ogni altra metrica"³⁸. Il secondo³⁹ è un articolo accademico che fa un riassunto, decisamente positivo, degli studi ESG empirici svolti sulle correlazioni tra pratiche di sostenibilità e prestazioni economiche delle imprese. Tuttavia, rimangono molti i detrattori di questa teoria, lo stesso Ministero del Lavoro statunitense nel 2018 (sotto la presidenza Trump) ha decretato che i fattori ESG sono da considerarsi "tipicamente collaterali rispetto alle considerazioni economiche".⁴⁰

Essenzialmente i fornitori di rating cercano di rendere gli impegni presi dalle aziende più trasparenti e di comunicarli al mercato (cosiddetta capacità di *signalling*).⁴¹

La loro funzione primaria è quindi quella di ridurre le asimmetrie informative onnipresenti nell'arena finanziaria, ma in modo particolare nel settore della sostenibilità. Il termine asimmetria informativa descrive la condizione per cui una parte possiede delle conoscenze necessarie ad un'altra interessata. Per l'investitore, istituzionale o *retail* che sia, dover valutare ogni opportunità di investimento senza appoggiarsi ai risultati di ricerca di un soggetto specializzato, rappresenterebbe un costo eccessivo; si creerebbe un livello di inefficienza tale da rendere l'investimento stesso poco attraente, se non direttamente senza margini di guadagno. Per gli emittenti, l'inefficienza scaturirebbe dalla moltiplicazione delle richieste per informazioni ricevute e dalla diffusione incontrollata di informazioni sensibili commercialmente. Dunque, per colmare questa lacuna, esistono terze parti (i nostri *raters*) che

³⁷ J. E. FISCH, *Making Sustainability Disclosure Sustainable*, in Georgetown Law Journal, Inst. for Law & Econ Research Paper No. 27/2019, p. 933.

³⁸ S. SUBRAMANINA, *Bank of Am. Merrill Lynch, Equity strategy focus point – ESG part II: a deeper dive*, 2017, disponibile presso: <http://www.hubsustentabilidad.com/wp-content/uploads/2017/07/equityStrategyFocusPointADeeperDive.pdf>.

³⁹ G. L. CLARK, A. FEINER, M. VIEHS, *From the stockholder to the stakeholder: how sustainability can drive financial outperformance*, Univ. Of Oxford & Arabesque Partners, 2015, disponibile presso: https://arabesque.com/research/From_the_stockholder_to_the_stakeholder_web.pdf.

⁴⁰ DOL, Field Assistance Bulletin No. 01, 23 aprile 2018.

⁴¹ D. CASH, *Sustainability Rating Agencies vs Credit Rating Agencies: The Battle to Serve the Mainstream Investor cit.*, p. 98.

intrattengono relazioni con i soggetti emittenti e alterano le comunicazioni di questi in maniera tale da occultare gli elementi potenzialmente sensibili da un punto di vista commerciale, mantenendo tuttavia il nucleo rilevante delle informazioni, attraverso i ratings e *rankings* formulati. In questo modo, le agenzie forniscono agli investitori le conoscenze necessarie ad una frazione del prezzo che gli costerebbe procurarsele da soli, e la presenza di una terza parte indipendente permette loro di rispettare i prerequisiti per i loro investimenti, fissati da regolamentatori o da altri soggetti.⁴²

In conclusione, questi soggetti e i loro prodotti servono un bisogno apparentemente sistemico, inerente al mercato finanziario, esattamente come gli *auditors* o le Autorità di Vigilanza. Anche se è estremamente difficile misurare la dimensione effettiva della loro presenza sul mercato, sappiamo che a partire dalla fondazione del UN Global Compact (anno 2000) sono bastati dieci anni perché il numero di fornitori salisse da 21 a 108, ed un report del 2013 ne contava più di 250 a livello globale. Una stima odierna sostiene che circa 35 trilioni di dollari statunitensi sono stati investiti in modi che dipendono da informazioni ESG.⁴³ Il *Rate the Raters Report* stilato nel 2019 da Sustainability specifica che sono solo 11 le entità che si definiscono “agenzie”, è raro infatti che il rating ESG sia l’unico prodotto (connesso alla sostenibilità o meno) che offrono, ergo sarebbe più appropriato l’utilizzo di termini alternativi come CSSs. Sempre lo stesso report ma del 2020 stima 600 fornitori di ratings e *rankings* ESG a livello globale.

3. I fattori che compongono il giudizio: *E, S & G*.

A differenza dei rating di credito, le valutazioni ESG sono intrinsecamente “nebulose”, tenuto conto dell’assenza di una definizione normativa comune, della frammentazione degli standard di rendicontazione non finanziaria, della mancanza di caratteristiche trasversali tra i suoi singoli componenti (i fattori ambientali, sociali e di *governance*) e tra i metodi di valutazione utilizzati dai diversi *providers*. Inoltre, molti dei fattori che compongono i giudizi ESG hanno natura qualitativa e non quantitativa (ad es. il livello di impegno nei confronti della propria comunità di riferimento) e pertanto presentano un certo livello, ineliminabile, di soggettività.

⁴² *Ibid.* p. 36.

⁴³ *Ibid.* p. 37.

La confusione generata è tanta ma è necessario ricordare che l'industria di questi *raters* è estremamente giovane e che le problematiche che la caratterizzano si appianeranno molto probabilmente col tempo e/o con la regolamentazione che verrà.

Nel testo del rapporto stilato dall'*High Level Expert group on Sustainable Finance* nel 2018 vengono fatti alcuni esempi di cosa ricada sotto la definizione di ESG: "(...) Più specificamente, le considerazioni ambientali fanno riferimento alla mitigazione e all'adattamento nei confronti del cambiamento climatico, nonché all'ambiente in generale e ai relativi rischi (ad esempio, i disastri naturali). Le considerazioni sociali possono riferirsi a questioni di disuguaglianza, inclusività, rapporti di lavoro, investimento nel capitale umano e nelle comunità. I due fattori sono spesso intrecciati tra loro, dato che il cambiamento climatico può esacerbare sistemi di ineguaglianza pre-esistenti. La *governance* delle istituzioni pubbliche e private, che include strutture manageriali, relazioni con i dipendenti e la remunerazione dell'esecutivo, giocano un ruolo fondamentale nell'assicurare l'inclusione di considerazioni sociali ed ambientali nel processo decisionale".⁴⁴

Il fattore *Environmental* fa quindi riferimento all'impatto ambientale delle imprese e comprende criteri come il livello di emissioni di Co2, l'efficienza energetica delle loro strutture, la deplezione di risorse naturali, l'inquinamento di aria ed acque, la deforestazione e le iniziative ambientaliste sostenute. Temi sempre più attuali ai quali il mondo intero presta attenzione e non solo da un punto di vista puramente economico. Applicando questi concetti ai mercati, le imprese cercano di ridurre le emissioni e la loro impronta ecologica per soddisfare al meglio gli investitori che più si dimostrano sensibili a tali temi.

I due parametri fondamentali per il fattore E sono la "mitigazione" del cambiamento climatico, ovvero il processo di mantenere l'aumento della temperatura media mondiale ben al di sotto di 2 °C, e di perseguire gli sforzi volti a limitarlo a 1,5 °C rispetto ai livelli preindustriali, come stabilito dall'accordo di Parigi, e "l'adattamento", ovvero il processo di adeguamento ai cambiamenti climatici attuali o previsti ed ai loro effetti.⁴⁵

Quest' ultimi sono anche chiamati "rischi climatici", termine utilizzato nella branca del *risk management* per indicare gli impatti potenziali (suddivisi in rischi fisici o di transizione) che

⁴⁴ HLEG, Final Report, *Financing a Sustainable European Economy*, 2018, pp. 6-9.

⁴⁵ Agenzia Europea dell'Ambiente, sito ufficiale: [Qual è la differenza tra adattamento e mitigazione? — Agenzia europea dell'ambiente \(europa.eu\)](https://www.eea.europa.eu/it/qual-e-la-differenza-tra-adattamento-e-mitigazione).

il cambiamento climatico può avere sulla posizione economica finanziaria delle imprese. I rischi fisici si dividono in acuti o cronici: i primi consistono di singoli eventi naturali dirompenti causati dal cambiamento climatico (quali tempeste, incendi, inondazioni, siccità, ecc.), i secondi sono quelli direttamente ricollegabili all'aumento della temperatura media globale e dall'innalzamento del livello delle acque, destinati a mutare gradualmente ma significativamente il contesto operativo delle imprese.⁴⁶ Prendiamo ad esempio le conseguenze che una variazione permanente delle condizioni meteorologiche di una certa area possono avere sulla produzione agricola: l'attività diminuirà in valore e gli intermediari finanziari e assicurativi esposti verso di essa rischieranno l'insolvenza, causando ulteriori rischi sistemici.

Infine, per *transitional risks* si intendono tutti quei rischi legati alla transizione verso un'economia più sostenibile, che comporta necessariamente cambiamenti politici, legali, tecnologici e di mercato per venire incontro ai requisiti di mitigazione e adattamento. Il *policy risk* si riferisce alle politiche di contrasto al *climate change* promosse da governi e istituzioni. Il rischio legale esprime la possibilità di essere coinvolti in una controversia legale a tema ambientale-climatico. Il rischio tecnologico si associa ai potenziali oneri derivanti dall'applicazione di nuove tecnologie mirate a contenerli: si pensi all'approvvigionamento di energia elettrica da fonti sostenibili in sostituzione di quelle fossili. Il rischio di mercato si riferisce agli effetti sull'offerta e sulla domanda di prodotti e si lega anche al rischio reputazionale, dovuto alla cattiva percezione delle imprese ad alto impatto climatico da parte dei consumatori.⁴⁷

Il fattore *Social* comprende aspetti quali l'eguaglianza di genere, la *diversity*, l'inclusione dei dipendenti (da intendersi come il riconoscimento e la valorizzazione delle diverse espressioni di identità, dal genere all'orientamento sessuale, abbraccia anche il rispetto dei diversi background etnici e religiosi o la cura verso le persone con disabilità), le violazioni dei diritti umani, la qualità delle condizioni di sicurezza sul lavoro, i rapporti delle imprese stesse con la comunità civile. Include quindi, sia questioni strettamente relative alla forza lavoro sia

⁴⁶ N. LINCiano, E. CAFIERO, A. CIAVARELLA, G. DI STEFANO, E. LEVANTINI, G. MOLLO, S. NOCELLA, R. SANTAMARIA, M. TAVERNA: *La finanza per lo sviluppo sostenibile, Tendenze, questioni in corso e prospettive alla luce dell'evoluzione del quadro regolamentare dell'Unione europea cit.*, p. 56.

⁴⁷ *Ibid.*, p. 57.

problematiche più ampie e propriamente “sociali”; per fare un esempio molto sentito di questi tempi, il rispetto della normativa sulla privacy per i dati raccolti e conservati da un'azienda.

Si può affermare che i fattori sociali hanno una dimensione interna e una esterna all'impresa.⁴⁸ La dimensione interna riguarda, ad esempio, la gestione delle risorse umane (uguaglianza e pratiche non discriminatorie, istruzione e formazione, orario di lavoro, sicurezza sul posto di lavoro, lotta alla disoccupazione) e le ristrutturazioni aziendali (attenuazione delle loro conseguenze sociali e locali e protezione dei diritti dei lavoratori). La dimensione esterna può riguardare: le comunità locali (ovvero il supporto a iniziative a sostegno delle fasce deboli, la valorizzazione di partnership locali, progetti di welfare per famiglie e comunità locali, iniziative di aggregazione sportive o culturali); le comunità costituite dai partner commerciali, ovvero fornitori e consumatori (rileva in questo ambito la tutela della salute dei clienti e il rispetto dei loro criteri etici, l'applicazione di codici di condotta a tutti i livelli della catena organizzativa e produttiva, ecc.); la comunità universale (ovvero il rispetto dei diritti dell'uomo e gli stessi impatti ambientali).

In generale, questa distinzione si ricollega ad un'altra: quella tra metriche *core* e metriche *expanded*⁴⁹: le prime sono di norma oggetto di reportistica già più o meno standardizzata, riguardano fattori interni e sono quindi di facile reperibilità; le seconde richiedono invece un impegno e costi aggiuntivi di acquisizione ed elaborazione di dati spesso non standardizzati e vengono tendenzialmente selezionate solo in funzione della loro “materialità”. Materialità è un termine su cui torneremo spesso nel corso della trattazione, per ora ci basta sapere che le informazioni materiali sono quelle relative ad aspetti che incidono in modo significativo sulla capacità delle imprese di creare valore nel tempo.

Storicamente, il primo fattore E è stato favorito nelle valutazioni rispetto al secondo fattore S. Alcuni autori sostengono infatti che gli impatti sociali, essendo qualitativi e difficili da monetizzare, finiscono inevitabilmente per essere considerati marginali. Altri sottolineano che la sostenibilità relativa al fattore S non possa neanche essere concepita a livello globale fino a quando alcune condizioni sociali minime saranno così eterogenee nel mondo. La priorità acquisita dal fattore climatico e, in parte, dal fattore *governance*, può essere quindi

⁴⁸ *Ibid.* p. 62.

⁴⁹ N. LINCiano, E. CAFIERO, A. CIAVARELLA, G. DI STEFANO, E. LEVANTINI, G. MOLLO, S. NOCELLA, R. SANTAMARIA, M. TAVERNA: *La finanza per lo sviluppo sostenibile, Tendenze, questioni in corso e prospettive alla luce dell'evoluzione del quadro regolamentare dell'Unione europea cit.*, p. 63.

considerata una via di uscita pragmatica a una difficoltà di sistematizzazione unitaria, teorica e pratica, di tutti gli elementi costitutivi del concetto di sviluppo socialmente sostenibile.⁵⁰

Infine, con *Governance* si intendono gli aspetti di governo societario dell'impresa, quindi composizione del consiglio di amministrazione e politiche di controllo sui comportamenti degli organi di vertice, con riferimento al rispetto sia della legge sia della deontologia. Più specificamente possono consistere nella valutazione dei presidi a difesa dei soci di minoranza, delle politiche di remunerazione ed i compensi del *management*, il rispetto dei codici etici interni, il livello di indipendenza dei comitati di vigilanza e sindaci, la “diversità” della *board*, ecc.

A detta di alcuni ricercatori, uno dei meccanismi di *corporate governance* che possono incentivare maggiormente i comportamenti orientati alla sostenibilità sono le remunerazioni dei vertici societari. Già nel giugno 2012, i Principi per gli investimenti responsabili sostenuti dalle Nazioni Unite avevano fornito una guida per l'integrazione delle tematiche ESG nei compensi degli amministratori esecutivi, individuando tre passaggi necessari: l'identificazione delle metriche ESG più appropriate per ogni impresa; il collegamento di tali metriche con i compensi degli amministratori; un'informativa adeguata al mercato.

Tuttavia, uno studio⁵¹ mostra che, con riferimento alle società degli indici FTSE 350 ed ISEQ 20 nel 2019, le remunerazioni degli amministratori esecutivi sono collegate a parametri ESG solo nel 27,4% dei casi. Nel contesto italiano l'evidenza disponibile mostra che la pratica sta diventando più diffusa: la Consob nel 2020 segnala che a fine 2018 erano 33 le società italiane con azioni quotate che collegavano le remunerazioni variabili degli amministratori delegati ai parametri ESG e, in particolare, alle remunerazioni di breve termine in 32 casi e alla componente di lungo termine in nove casi. L'anno successivo, questo numero sale a 63 emittenti, relativi al breve termine in 53 casi e al lungo termine in 29 casi. A fine 2019, in particolare, le imprese che prevedevano remunerazioni sostenibili erano in prevalenza quelle di maggiori dimensioni. Le imprese controllate dallo Stato o da enti pubblici e le imprese per le quali non è possibile individuare un soggetto che detiene il controllo sono quelle in cui la

⁵⁰ *Ibid.* p. 61.

⁵¹ P. REILLY, A. MAHABIER, *ESG and Executive Remuneration—Disconnect or Growing Convergence?*, 18 agosto 2020, disponibile presso: www.corpgov.law.harvard.edu/2019/10/15/esg-and-executive-remuneration-disconnect-or-growing-convergence.

presenza di compensi sostenibili è più frequente (rispettivamente nel 70% e nel 50% dei casi). La quota media legata a fattori ESG oscilla tra il 17% e il 16% per le remunerazioni rispettivamente di breve e di lungo periodo.⁵²

Sono importanti le novità introdotte in materia di remunerazioni introdotte dalla direttiva 828/2017 - SHRD II - che modifica la direttiva 2007/36/CE. Ai sensi della direttiva, ove sia prevista una componente variabile, le politiche di remunerazione (contenute nella relazione ex art 123-ter del TUF secondo il nostro ordinamento) stabiliscono criteri basati sia su obiettivi di performance finanziari sia non finanziari, e nel secondo caso, tenendo conto di criteri relativi alla responsabilità sociale d'impresa. Inoltre, la direttiva introduce il voto vincolante sulle politiche di remunerazione, che potrebbe rappresentare un incentivo importante, qualora gli investitori, in particolare istituzionali, decidessero di vincolare la loro approvazione alla presenza di un collegamento tra compensi e parametri ESG.⁵³

Per tornare ai fattori ESG in generale, ogni fornitore valuta e classifica i diversi aspetti, per poi aggregarli in una metrica chiave. Prendiamo ad esempio i fornitori di ratings ESG più importanti, che vedremo con maggiore attenzione nel secondo capitolo:⁵⁴

- MSCI si focalizza su 37 questioni chiave, ed i temi dominanti sono il cambiamento climatico, le risorse naturali, inquinamento e rifiuti, opportunità ambientali, capitale umano, responsabilità per i prodotti, opposizione degli *stakeholders*, opportunità sociali, *corporate governance* e comportamento aziendale.
- Thomson Reuters utilizza più di 400 diverse metriche ESG, che interessano 186 diversi settori di interesse. Le metriche sono poi raggruppate in 10 categorie: utilizzo delle risorse, emissioni, innovazione, forza lavoro, diritti umani, comunità, responsabilità dei prodotti, *management*, soci azionisti e strategia CSR. Questi vengono ancora combinati per formulare i 3 “pilastri” (*pillars*) del giudizio ESG.
- Bloomberg fornisce dati ESG proprietari, e si focalizza soprattutto sull'impatto ambientale e sociale. Le industrie sono raggruppate in ampie categorie: quelle di *higher, medium* o *lower impact* ambientale e sociale, mentre le metriche sulla

⁵² *Ibid.* p. 20.

⁵³ *Ibid.*

⁵⁴ Ricostruzione presa da: D. CASH, *Sustainability Rating Agencies vs Credit Rating Agencies: The Battle to Serve the Mainstream Investor*, pp. 39-46.

Governance sono le stesse per tutte le industrie. In totale i loro processi considerano più di 120 fattori ESG.

- Sustainalytics (proprietà di Morningstar dal 2020) guarda a 70 indicatori diversi.
- ISS-Oekom si concentra soprattutto sulla valutazione del fattore “G”.
- FTSE Russell ESG Ratings utilizza più di 300 indicatori per categorizzare la sua ricerca.
- EcoVadis è piuttosto unica nel suo genere perché presenta una distinta specializzazione: si concentra sulla filiera di forniture e fornisce informazioni relative ad appalti e servizi di approvvigionamento delle aziende.
- Refinitiv è una joint venture di Thomson Reuters ed il fondo d’investimento BlackRock, il servizio che offre si serve di più di 200 indicatori diversi, relativi a dieci macrocategorie di rischio (uso delle risorse, emissioni, innovazione, diritti umani, diritti dei lavoratori, *community*, *product responsibility*, *management*, azionisti, CSR).
- Vigeo-Eiris presenta un modus operandi estremamente compartimentalizzato. Ci sono 38 criteri di sostenibilità divisi in 6 settori; questi sono poi suddivisi in 40 frameworks comprensivi di 300 indicatori. I sei settori includono: ambiente, coinvolgimento con la comunità, comportamento aziendale, diritti umani, *governance* e risorse umane.

AGENZIA CRITERIO	<i>Thomson Reuters</i>	<i>MSCI</i>	<i>Bloomberg</i>
Ambientale (E)	Emissioni Co2 Utilizzo di risorse Innovazione	Cambiamento climatico Risorse naturali Inquinamento e	Cambiamento climatico Emissioni Co2 Esaurimento risorse Inquinamento e

		<p>rifiuti</p> <p>Opportunità ambientali</p>	<p>rifiuti</p> <p>Energie rinnovabili</p>
Sociale (S)	<p>Workforce</p> <p>Diritti umani</p> <p>Relazioni con la comunità</p>	<p>Capitale umano</p> <p>Responsabilità per i prodotti</p> <p>Opposizione degli <i>stakeholders</i></p> <p>Opportunità sociali</p>	<p>Diritti umani</p> <p>Relazioni con la comunità</p> <p><i>Diversity</i></p> <p>Discriminazioni</p> <p>Filiera di fornitori</p> <p>Contributi politici</p>
Governance (G)	<p><i>Management</i></p> <p><i>Shareholders</i></p> <p>Strategia CSR</p>	<p><i>Corporate governance</i></p> <p>Comportamento aziendale</p>	<p>Diritti degli azionisti</p> <p>Voti cumulativi</p>

			Difesa contro i takeover Compensi per l'esecutivo Indipendenza dei dirigenti
n° metriche	186	34	>120

Schema rielaborato da: *ESG Investing: Practices, Progress and Challenges*.⁵⁵

Dalla tabella riassuntiva di cui sopra, in cui vengono messi a confronto alcuni indicatori dei providers più utilizzati sul mercato (Thomson Reuters, MSCI e Bloomberg), si può notare che, fatti salvi alcuni rari temi trasversali, la maggior parte degli indicatori utilizzati non coincidono, e se lo fanno, non condividono la stessa dicitura; il livello di discrezione a disposizione di queste entità private è altissimo.

Date le difficoltà che questo clima incertezza generale crea per il mercato (e su cui ci concentreremo particolarmente nel terzo capitolo), molti *stakeholders* hanno sollecitato la creazione di linee guida standardizzate per la rendicontazione non finanziaria che rendano il lavoro di queste entità più semplice, essendo fondato su dati coerenti, risultante in ratings effettivamente comparabili. Le risposte dalle istituzioni (soprattutto europee) e di organizzazioni private (soprattutto statunitensi) non sono tardate a mancare, e le vedremo nei rispettivi prossimi due paragrafi; tuttavia, sono molti gli autori a sostenere che la strada sia ancora lunga affinché venga raggiunto un livello soddisfacente di coerenza, e conseguente affidabilità, dei ratings ESG.

4. La regolamentazione europea

⁵⁵ R. BOFFO, R. PATALANO, *ESG Investing: Practices, Progress and Challenges*, OECD, Parigi, 2022, p.22, disponibile presso: <https://www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-Challenges.pdf>.

Il quadro di riferimento regolatorio per il settore è indubbiamente in una fase di profondo cambiamento. Da quando il blocco europeo è stato colpito duramente dalla crisi finanziaria globale del 2008 (il cui *casus belli* concerne, non a caso, le agenzie di rating del credito) e dalla conseguente crisi dei debiti pubblici, le istituzioni dell'Unione si sono concentrate ampiamente sulla riduzione degli impatti negativi di un settore finanziario “sregolato” e potenzialmente pericoloso. Tra le altre cause del cambio di paradigma a cui stiamo assistendo non si possono non menzionare il panico crescente per il cambiamento climatico e la pandemia di Covid-19, che ha costretto il mondo intero in un periodo di stallo economico, se non piena crisi. Il culmine delle iniziative in materia è rappresentato dal *Green Deal* europeo, che mira a rendere l'Unione Europea *carbon neutral* (ad impatto zero) entro il 2050 ed un punto di riferimento globale per l'economia sostenibile.

In questo paragrafo, oltre che a trattare le più recenti proposte legislative finalizzate alla standardizzazione dell'informativa societaria sulla sostenibilità, ed il conseguente impatto sull'operato delle agenzie di rating ESG, si dipingerà un quadro generale di tutte le azioni intraprese dall'Unione Europea nei confronti della finanza sostenibile e dell'integrazione ESG nei processi di investimento.

Come punto di partenza si può prendere la comunicazione, rilasciata nel 2016 dalla Commissione Europea⁵⁶, sulle azioni per lo sviluppo sostenibile, nella quale comunica la scelta di far diventare l'approccio degli SDGs come il paradigma di riferimento per le politiche dell'Unione. In questo contesto si dichiara che “*Sustainable finance is high on the agenda of the G20 and in Europe*”. Il già citato Rapporto dell' *High level Expert Group* del 2018 evidenzia come la regolazione finanziaria europea vada nella direzione di incorporare la valutazione del rischio (secondo l'approccio ESG) derivante dall'adozione di pratiche non sostenibili, nei criteri di valutazione degli investimenti; fa un esplicito richiamo alla necessità di adattare il mandato delle *European Supervisory Agencies* (ESAs) per estendere l'orizzonte del suo monitoraggio ai rischi legati al cambiamento climatico ed alla sostenibilità in generale; fornisce indicazioni fondamentali sulla diffusione dell'informazione sul legame tra

⁵⁶ Commissione europea, *Il futuro sostenibile dell'Europa: prossime tappe. L'azione europea a favore della sostenibilità*, Comunicazione n. 739, 22 novembre 2016.

sostenibilità e finanza tra i cittadini ed incoraggia l'adozione di un continuo monitoraggio delle politiche pubbliche in materia.⁵⁷

Lo stimolo indotto dal rapporto dell' HLEG ha portato poi la Commissione alla pubblicazione nel marzo dello stesso anno dell' *Action Plan* sulla finanza dello sviluppo sostenibile. Il Piano d'Azione aveva tre maggiori obiettivi: orientare i flussi di capitale verso gli investimenti sostenibili, integrare la sostenibilità nella gestione dei rischi, migliorare la trasparenza e gli investimenti di lungo periodo. Individuava quindi dieci azioni da sviluppare per raggiungerli, le quali, sono successivamente confluite in diversi atti o proposte legislative e nuovi meccanismi di diritto europeo:⁵⁸

I AZIONE: L'istituzione di un sistema unificato di classificazione delle attività sostenibili => (*) il Reg. 852/2020 – *Taxonomy*.

II: Creazione di norme e marchi/certificazioni di qualità per i prodotti finanziari sostenibilità => i *Green bonds standards* e l' *Ecolabel*.

III: Incrementare gli investimenti in progetti ed infrastrutture sostenibili => progetti come *InvestEU* ed i *Just Transition funds*.

IV: Includere le preferenze di sostenibilità dei clienti nella consulenza e nei servizi di investimento => le modifiche apportate alle direttive MiFID II, IDD, UCITS ed AIFM.

V: Elaborazione di indici di riferimento in materia di sostenibilità => il Reg. sui *Climate related benchmarks* 2089/19.

VI: Integrazione della sostenibilità nei ratings e nella ricerca di mercato => ricerche e studi di settore.

VII: Introdurre la sostenibilità nei doveri di comunicazione di gestori di fondi e consulenti finanziari => il Reg. 2088/19 – SFDR.

VIII: Incorporare la sostenibilità nei requisiti prudenziali => la direttiva CRR II - *Solvency* II; EBA 2021/06.

⁵⁷ F. TAMPANO, M. FEDELI, *La finanza per lo sviluppo sostenibile: un'analisi dello stato dell'arte*, in *Economia Italiana*, n° 2 / 2019, pp. 133-34.

⁵⁸ *Ibid.* p. 135.

(*) => **ha portato a...**

IX: Migliorare la trasparenza sulla sostenibilità => la riforma della direttiva NFRD 95/2014; proposta CSRD aprile 2021, adottata il 22 novembre.

X: La promozione di un governo societario sostenibile e l'attenuazione della visione a breve termine nei mercati dei capitali => proposta di una direttiva sulla *Corporate due diligence and value chain* presentata il 23 febbraio 2022.

Come si può vedere, il Piano di azione si dedica ampiamente all'innalzamento dell'affidabilità e della comparabilità delle informazioni sulla sostenibilità di attività economiche e prodotti finanziari. L'obiettivo ultimo è quello di agevolare l'integrazione nei processi decisionali degli attori del sistema economico-finanziario e orientare, per questa via, le preferenze individuali e le funzioni obiettivo dei vari *stakeholders*, in funzione sia di una migliore protezione degli investitori (con particolare riferimento al rischio di *greenwashing*) sia di una maggiore canalizzazione di risorse finanziarie a sostegno della transizione verso un sistema economico più sostenibile. Con *greenwashing* s'intende la pratica volta a ottenere un vantaggio sulla concorrenza in modo sleale, commercializzando un prodotto finanziario come eco-compatibile pur non essendo, in realtà, soddisfatti gli standard ambientali di base. La Commissione ha svolto un'indagine a tappeto sui siti web delle aziende, pubblicata nel gennaio 2021, che ha rilevato che quasi il 42% delle dichiarazioni "ecologiche" riportavano affermazioni dubbie, esagerate o ingannevoli, tanto da poter integrare una pratica commerciale sleale.⁵⁹

Nonostante la VI azione riservata alle agenzie di rating non sia stata ancora consolidata in una specifica proposta legislativa ma solo in studi di settore, devono essere trattati nello specifico i regolamenti *Taxonomy* e *SFDR*, nonché le direttive *NFRD* e *CSRD*, per la loro influenza indiretta sullo sviluppo dei ratings ESG. Gli atti sopra citati rappresentano infatti, i più recenti sforzi del legislatore europeo nel tentativo di definire, incasellare, e rendere concretamente valutabile sul mercato la categoria "fumosa" della sostenibilità d'impresa.

- Il Regolamento "Tassonomia", entrato in vigore il 12 luglio 2020:

⁵⁹ L. DONATO, *La lunga marcia dei fattori ESG. Tra regolamentazione e mercato cit.*, p. 41.

Il Reg. 852/2020 stabilisce i criteri per determinare se un'attività economica possa considerarsi eco-compatibili. Un'attività verrà considerata tale se:⁶⁰

- 1) Contribuisce ad almeno 1 di 6 obiettivi ambientali (ex artt. 10 - 16). Questi ultimi sono: la mitigazione e l'adattamento ai cambiamenti climatici, l'uso sostenibile e la protezione delle acque e delle risorse marine, la transizione verso un'economia circolare, la prevenzione e la riduzione dell'inquinamento, la protezione e il ripristino della biodiversità e degli ecosistemi;
- 2) Non ostacola il raggiungimento degli altri 5 obiettivi, altrimenti noto come il principio del *Do Not Significant Harm* (ex art. 17);
- 3) Rispetta garanzie minime di salvaguardia su fattori sociali e di *governance* (ex art. 18);
- 4) È conforme ai criteri tecnici fissati dalla Commissione per il primo ed il secondo punto.

Queste attività vengono poi suddivise: in attività *low carbon* quando esse stesse hanno un obiettivo ambientale come scopo societario (ad es. produzione di macchine elettriche), attività di transizione, ovvero che supportano la transizione ad un'economia neutrale dal punto di vista climatico (ad es. la ristrutturazione di edifici, altri esempi più problematici di attività incluse in questa categoria sono la produzione di energia nucleare o da gas naturali), infine, attività *enabling*, ovvero quelle che permettono ad altre attività di dare un contributo sostanziale ad un obiettivo climatico (ad es. produzione di pale eoliche). Verranno sempre escluse quelle considerate significativamente dannose verso un obiettivo ambientale, quelle che non hanno alcun impatto sostanziale su di essi e quelle relative alla produzione di energia da combustibile fossile solido.⁶¹

La disciplina di cui al Regolamento Tassonomia ed i criteri di vaglio tecnico che contiene costituiscono un primo passo significativo verso la standardizzazione dell'informazione in materia di prodotti finanziari sostenibili diffusa sul mercato, la riduzione delle asimmetrie informative e, quindi, il superamento degli ostacoli allo sviluppo della finanza sostenibile.

⁶⁰ Reg. (UE) 852/2020, art. 3.

⁶¹ Banca Etica, *Finanza sostenibile: Che cos'è la tassonomia e come funziona?*, 3 giugno 2020, disponibile presso: <https://www.eticasgr.com/storie/approfondimenti/tassonomia-ue>.

Una criticità che gli viene mossa è la scarsa attenzione che viene posta ai fattori sociali, rispetto a quelli ambientali, considerati prioritari. Ad oggi, un'attività economica potrebbe essere considerata eco-compatibile ai sensi della Tassonomia perché in linea con i criteri ambientali da essa specificati, pur non essendo sufficientemente “sostenibile” dal punto di vista sociale.⁶² Tale impostazione riflette l'urgenza di contenere il cambiamento climatico e di conseguire gli obiettivi climatici ed energetici a lungo termine dell'UE. È comprensibile che la Commissione abbia preferito adottare un approccio graduale, data l'oggettiva complessità della definizione di un sistema unitario di classificazione delle attività sostenibili. Difficoltà che sono sia di carattere politico, concernendo scelte e interessi non necessariamente del tutto coincidenti tra gli Stati membri, sia di carattere tecnico.

L'approccio è flessibile anche dal punto di vista temporale, e se da una parte questo consente di tenere conto dell'evoluzione delle prassi di mercato, delle tecnologie e della situazione climatica, dall'altra potrebbe rallentare se non vanificare il raggiungimento dei suoi obiettivi.⁶³ A questa mancanza si è cercato di rimediare con il prossimo atto di cui parleremo.

- Il Regolamento sulla *Sustainable Finance Disclosure* (acronimo SFDR):

Il Reg. 2088/19 sancisce degli obblighi informativi omogenei per i fornitori di prodotti finanziari e i consulenti finanziari, circa le loro politiche di integrazione della considerazione dei rischi ESG nelle decisioni di investimento e consulenza. Anche in questo caso lo scopo è quello di ridurre la frammentazione delle informazioni disponibili, il fenomeno del *greenwashing* e di aumentare la comparabilità dei dati, così da garantire decisioni informate degli investitori. La Commissione ha affermato che l'informativa non finanziaria è una “leva per incoraggiare la crescita economica sostenibile”, oltre che uno strumento teso a migliorare “la fiducia di cittadini e consumatori nel mercato unico”, ed il suo sviluppo è stato definito “vitale” per gli scopi dell'Unione.⁶⁴

A tal fine, operando su due distinti piani, il regolamento stabilisce delle regole di trasparenza sia a livello di soggetto o attività (cd. *entity level*), con riferimento all'integrazione dei rischi

⁶² N. LINCIANO, E. CAFIERO, A. CIAVARELLA, G. DI STEFANO, E. LEVANTINI, G. MOLLO, S. NOCELLA, R. SANTAMARIA, M. TAVERNA: *La finanza per lo sviluppo sostenibile, Tendenze, questioni in corso e prospettive alla luce dell'evoluzione del quadro regolamentare dell'Unione europea cit.*, p. 81.

⁶³ *Ibid.*

⁶⁴ D. CASH, *Sustainability Rating Agencies vs Credit Rating Agencies: The Battle to Serve the Mainstream Investor cit.*, pp. 123.

di sostenibilità e la considerazione degli effetti negativi di sostenibilità nei processi interni, sia a livello di prodotto (cd. *product level*), richiedendo di fornire informazioni relative alla sostenibilità rispetto ai prodotti finanziari resi disponibili.⁶⁵

Per quanto riguarda il primo livello, ciascun soggetto finanziario deve comunicare sul suo sito web (in modo che sia rispettato il vincolo di utilizzare un “formato elettronico, gratis, facilmente accessibile, non discriminatorio, importante, semplice, conciso, comprensibile, giusto, chiaro e non fuorviante, ricercabile”⁶⁶), come integra i rischi di sostenibilità nei suoi processi decisionali, come le politiche di remunerazione sono coerenti con l’integrazione dei rischi, come individua, analizza e si impegna a ridurre gli impatti negativi delle proprie politiche d’investimento sui fattori di sostenibilità. Qualora non seguano queste indicazioni, devono obbligatoriamente motivare la loro scelta, in linea con il principio del “*comply or explain*”.⁶⁷

Per tutti i prodotti finanziari invece, il regolamento richiede di divulgare informazioni sul modo in cui i rischi di sostenibilità sono presi in considerazione nelle decisioni d’investimento e su quali conseguenze potrebbero avere sui rendimenti. Anche in questo caso vale il principio del *comply or explain*. Le informazioni devono essere messe a disposizione nell’informativa precontrattuale. La generalità dei prodotti finanziari resi disponibili (ovvero quelli non aventi particolari caratteristiche ESG, ex art. 6 della direttiva) dovrà essere accompagnata da informazioni chiare e motivate sui loro impatti negativi sui fattori di sostenibilità. Tuttavia, con riferimento ai prodotti aventi caratteristiche ambientali o sociali (cd. “*light green products*”) nonché ai prodotti con obiettivi di investimento sostenibile (cd. “*dark green products*”), rispettivamente indicati agli artt. 8 e 9 della normativa, sono richieste informazioni ulteriori su come il prodotto sia conforme agli aspetti ESG che lo stesso si propone di rispettare e/o perseguire, nonché informazioni su come eventuali indici di riferimento designati per il prodotto siano coerenti con tali aspetti. Per differenziare i prodotti finanziari, il regolamento utilizza le seguenti metriche chiave: i “*sustainability risks*”, eventi o condizioni legate ai fattori ESG che hanno un impatto materiale negativo sul valore di un

⁶⁵ Ufficio delle pubblicazioni dell’Unione europea, *Informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari*, documento di sintesi 32019R2088, disponibile presso: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/LSU/?uri=CELEX:32019R2088>.

⁶⁶ Reg. (UE) 2088/2019, art. 2, n. 1.

⁶⁷ Reg. (UE) 2088/2019 art. 4, n. 1.

investimento⁶⁸ ed i “*principal adverse impacts*” (PAIs), indicatori che valutano i potenziali effetti che risultino - o comunque derivino - da scelte o consulenze in materia d’investimenti.⁶⁹

- L’ultima azione regolatoria circa l’informativa ESG è la direttiva NFRD:

La Direttiva europea sulla Rendicontazione Non Finanziaria⁷⁰, recepita in Italia con il d.lgs. 254/2016, impone alle società che costituiscono enti di interesse pubblico⁷¹, che hanno avuto in media durante l’esercizio più di 500 dipendenti (ossia, sostanzialmente, grandi emittenti con valori mobiliari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato dell’Unione europea, grandi banche quotate o non e grandi compagnie di assicurazione quotate o non), la pubblicazione annuale delle informazioni non finanziarie necessarie “alla comprensione dell’andamento dell’impresa, dei suoi risultati, della sua situazione e dell’impatto della sua attività”⁷². Questa dichiarazione non finanziaria può essere contenuta nella relazione sulla gestione o in una relazione a parte.

Viene adottato l’obiettivo della cd. “doppia materialità” delle informazioni ESG: il riferimento all’andamento dell’impresa e della sua situazione è l’aspetto di interesse degli investitori e va inteso quale potenziale conseguenza economico-patrimoniale, mentre il richiamo all’impatto delle attività dell’impresa interessa maggiormente i cittadini, i consumatori, i dipendenti, i partner commerciali, le comunità, le organizzazioni della società civile e tutte le altre categorie di *stakeholders*.⁷³

Essenzialmente, la direttiva impone alle grandi imprese con sede negli stati europei di rivelare annualmente cosa considerino impattante sulla loro attività in termini di rischi di sostenibilità, come di conseguenza questi vengano integrati nelle loro decisioni, e quali standard utilizzano per individuarli. Le similarità con il regolamento descritto in precedenza possono creare confusione, ma mentre il primo si rivolge ad un determinato numero di fornitori di servizi d’investimento e consulenza indicati nel suo preambolo ed è immediatamente efficace in tutti

⁶⁸ Reg. (UE) 2088/2019 , art. 2, n. 22.

⁶⁹ Reg. (UE) 2088/2019 , articoli 4 n. 2 e art. 7 n.1.

⁷⁰ Reg. (UE) 95/2014.

⁷¹ Gazz. Uff., D.lgs 39/2010, Capo V, art. 18.

⁷² N. LINCIANO, E. CAFIERO, A. CIAVARELLA, G. DI STEFANO, E. LEVANTINI, G. MOLLO, S. NOCELLA, R. SANTAMARIA, M. TAVERNA: *La finanza per lo sviluppo sostenibile, Tendenze, questioni in corso e prospettive alla luce dell’evoluzione del quadro regolamentare dell’Unione europea cit.*, p. 67.

⁷³ Commissione, Com., *Orientamenti sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario: Integrazione concernente la comunicazione di informazioni relative al clima*, 20 giugno 2019.

gli stati membri, la seconda è indirizzata a tutte le grandi aziende europee, gli *European Investment Practitioners* con più di 500 dipendenti (EIPs), ed in quanto direttiva, è vincolante per gli obiettivi da raggiungere ma ogni stato membro ne deve interpretare le norme per adattare alle proprie circostanze. Alcune criticità che sono state debitamente sollevate riguardano proprio la scelta del tipo di atto legislativo unionale adottato:⁷⁴ come si è detto in precedenza, le direttive lasciano un ampio margine di discrezionalità allo stato membro per la loro adozione.

Altri lamentano il fatto che riferirsi alle sole grandi imprese su un mercato come quello europeo sia inefficace: le aziende che superano i 500 dipendenti erano solamente 6000 nell'Unione Europea del 2020.⁷⁵ Di fronte a tale situazione le società che non sono tenute all'obbligo, tra cui le PMI, possono scegliere se procedere volontariamente alla pubblicazione della dichiarazione non finanziaria, sostenendo i relativi costi di *compliance*, oppure rischiare di perdere opportunità di finanziamento come conseguenza della minore quantità di dati disponibili sul mercato per valutare la loro performance ambientale. Tuttavia, tale ultimo effetto si porrebbe in contrasto con uno degli obiettivi generali perseguiti dalle istituzioni europee nell'ambito della mercato unico, ossia favorire l'accesso al mercato dei capitali anche per le imprese di dimensioni medio-piccole.

L'ultima criticità deriva dal fatto che la direttiva non impone uno standard unico a cui aderire per la dichiarazione non finanziaria, l'UE permette di utilizzare *frameworks* nazionali, unionali o internazionali, alcuni esempi che fa sono il Global Compact, i principi guida dell'ONU su imprese e diritti umani, le linee guida per le multinazionali sviluppate dall'Organizzazione per la cooperazione economica e lo sviluppo, quelle dell'Organizzazione internazionale per la normazione (ISO), la Global Reporting Initiative (GRI).

Per alcuni commentatori⁷⁶ questa flessibilità è la via migliore per evitare che la comunicazione sulla sostenibilità diventi un momento per le imprese in cui “spuntare una casella”, e permette loro di mostrarsi proattive negli impegni presi invece di dover adempiere ad un' imposizione burocratica. Tuttavia, è evidente che la ragione principale della

⁷⁴ S. AURELI, E. MAGNAGHI, F. SALVATORI, *The Role of Existing Regulation and Discretion in Harmonising Non-Financial Disclosure*, in *Accounting in Europe* n.16/2019, p.295.

⁷⁵ D. CASH, *Sustainability Rating Agencies vs Credit Rating Agencies: The Battle to Serve the Mainstream Investor cit*, pp. 127.

⁷⁶ G. TSAGAS AND C. VILLIERS, “Why “Less Is More” in Non-financial Reporting Initiatives: Concrete Steps Towards Supporting Sustainability” in *Accounting economics, and Law*, Univ. of Oslo Faculty of Law Research Paper n° 15 / 2020, pp. 18-19.

discrezione accordata sia la difficoltà riscontrata nell'imporre uno standard unico quando i dati sottostanti sono così variabili e poco coerenti. Si potrebbe dire che in questo caso l'UE abbia scelto di non scegliere. Come afferma Ahern⁷⁷: “L'approccio non-prescrittivo nega la possibilità di creare un approccio uniforme alla rendicontazione di sostenibilità per le imprese europee. Di conseguenza, la capacità per gli *stakeholders* di fare paragoni tra di loro viene decisamente ostacolata.” Anche il modello del *comply or explain* è ritenuto problematico. Ahern conclude infatti sostenendo che: “il problema ricorrente di un'informativa di scarsa qualità verrà difficilmente risolto da un regime regolatorio di *soft law*.”

L'opzionabilità riguarda anche il tipo di controlli esterni da adottare: i soggetti destinatari dell'obbligo possono decidere tra un mero controllo dell'avvenuta presentazione della dichiarazione da parte del revisore o la verifica delle informazioni in essa contenute ad opera di un “*independent assurance services provider*”.⁷⁸

Per questi motivi, i commentatori temono che l'obbligo si riveli un impegno meramente simbolico per le grandi imprese, in assenza di misure di controllo con garanzie di indipendenza, modelli di riferimento uniformi e conseguenze sanzionatorie concrete.

Le critiche che le sono state mosse dalla comunità finanziaria hanno portato ad un processo di revisione della direttiva, avviato nel 2020 dalla Commissione, la quale poi ha adottato una proposta di nuova direttiva il 21 aprile 2021: la *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD), che rivede e rafforza le norme vigenti introdotte dalla NFRD, con lo scopo di porre l'informativa sulla sostenibilità sullo stesso piano dell'informativa finanziaria. In questi giorni il Consiglio Europeo ha approvato in via definitiva la direttiva.⁷⁹

L'iniziativa fa seguito all' *inception impact assessment* realizzato dalla Commissione, dal quale era emerso il notevole aumento della necessità di informazioni ESG, per effetto, da un lato, dell'esigenza degli investitori di comprendere meglio i rischi finanziari derivanti dall'attuale crisi ambientale e, dall'altro, di una crescente offerta di prodotti che cercano di

⁷⁷ D. AHERN, *Turning Up the Heat? EU Sustainability Goals and the Role of Reporting under the Non Financial Reporting Directive*, in *European Company and Financial Law Review*, n° 13 / 2016, p. 629.

⁷⁸ N. LINCIANO, E. CAFIERO, A. CIAVARELLA, G. DI STEFANO, E. LEVANTINI, G. MOLLO, S. NOCELLA, R. SANTAMARIA, M. TAVERNA: *La finanza per lo sviluppo sostenibile, Tendenze, questioni in corso e prospettive alla luce dell'evoluzione del quadro regolamentare dell'Unione europea cit.*, p. 68.

⁷⁹ Parlamento europeo, Com. stampa, disponibile presso: www.europarl.europa.eu/news/it/press-room/20221107IPR49611/economia-sostenibile-nuovi-obblighi-ue-di-trasparenza-per-le-multinazionali.

mitigare le problematiche ambientali e sociali.⁸⁰ La vigente NFRD pare non essere in grado di soddisfare tale necessità, in quanto l’informativa non risulta sufficientemente affidabile e comparabile, non soddisfa le esigenze degli utilizzatori (anche per le limitazioni relative alle tipologie di emittenti soggetti), non è sempre agevole da reperire, comporta oneri per le società ulteriori rispetto a quelli necessari, oltre che incertezze e complessità con riguardo alla scelta di quali informazioni non finanziarie pubblicare e con quali modalità. Inoltre, le società si trovano sempre più a dover fronteggiare richieste di informazioni non finanziarie ulteriori da parte di agenzie di rating, fornitori di dati e società civile, a prescindere dalle informazioni pubblicate ai sensi della NFRD.⁸¹

I temi oggetto di revisione riguardano molteplici profili: la possibile estensione dell’ambito soggettivo di applicazione della Direttiva; la qualità e l’ambito delle informazioni non finanziarie da divulgare; la precisazione della nozione di materialità; i controlli esterni: la digitalizzazione, e la struttura e la collocazione dell’informazione non finanziaria; la semplificazione e riduzione degli oneri amministrativi per le società.⁸² In particolare, la proposta prevede l’estensione degli attuali obblighi a tutte le grandi imprese e le società quotate (escluse le micro-imprese), cosicché saranno quasi 50 mila le imprese europee ricadenti nell’ambito di applicazione delle nuove norme, a fronte delle attuali 11 mila.⁸³ Secondo l’approccio della proporzionalità, alle PMI si applicheranno norme diverse da quelle previste per le grandi società, e comunque avranno tempo fino al 2026 per adeguarsi, mentre le PMI non quotate potranno sempre adottarle su base volontaria. Infine, in linea con l’obiettivo della semplificazione, le regole europee dovrebbero diventare una sorta di “sportello unico”, che dovrebbe sollevare le imprese dalla necessità di adempiere a molteplici standard e regimi, capace di soddisfare le esigenze informative di investitori e *stakeholders*.

Questi risvolti nell’ambito delle *disclosure* societarie si presentano come un terreno fertile per l’operato delle agenzie di rating. Sia le agenzie di rating del credito (CRAs) sia quelle specializzate in ambito ESG (CSSs) si trovano davanti ad un’enorme opportunità di crescita in ambito europeo, ora più che mai infatti, serviranno agenti che abbiano il compito di informare

⁸⁰ N. LINCiano, E. CAFIERO, A. CIAVARELLA, G. DI STEFANO, E. LEVANTINI, G. MOLLO, S. NOCELLA, R. SANTAMARIA, M. TAVERNA: *La finanza per lo sviluppo sostenibile, Tendenze, questioni in corso e prospettive alla luce dell’evoluzione del quadro regolamentare dell’Unione europea cit.*, p. 115.

⁸¹ *Ibid.*

⁸² *Ibid.* p. 116.

⁸³ *Ibid.*

il mercato, presentando una versione semplificata e “digeribile” dell’ingente quantità di dati che circoleranno.

5. Le linee guida e gli standard internazionali

Nei paragrafi precedenti sono già stati fatti dei riferimenti alle linee guida e agli standard internazionali che ora analizzeremo più nel dettaglio. In questi termini si parla dei *sustainability frameworks*, ovvero di quei modelli teorici di rendicontazione sulla sostenibilità d’impresa sviluppati da enti privati o da organizzazioni internazionali (che ricadono nella definizione di *Corporate Sustainability Systems - CSSs*). Queste linee guida rappresentano l’ampia gamma di approcci diversi alla catalogazione ed espressione della sostenibilità d’impresa e sono un punto di riferimento fondamentale per le imprese che devono assolvere i nuovi obblighi di rendicontazione non finanziaria, scegliendo liberamente a quali standard aderire, così come per i nostri *raters*, il cui operato è possibile proprio grazie alla circolazione di questi dati.

La compresenza di diversi (e *prima facie* confliggenti) standard viene spesso contestata dai soggetti interessati alla loro fruizione. Ad esempio Robert G. Eccles, un accademico pioniere nel campo dell’ ESG, ha affermato che “Con SASB, GRI e TCFD che offrono diversi standard di rendicontazione, le aziende e gli investitori vengono sopraffatti dalla zuppa alfabetica degli arbitri dell’industria ESG.”⁸⁴ Eccles fa riferimento al fenomeno anche denominato *reporting fatigue*, sofferta dalle imprese per le molteplici richieste di rendicontazione che ricevono.

Il modello teorico di rendicontazione sulla sostenibilità alla base di tutti gli altri è la cd. *triple bottom line*, elaborata nel 1994 dall’imprenditore britannico John Elkington nel suo libro “*Cannibals with forks*”⁸⁵, per incoraggiare le aziende a includere nella rendicontazione contabile le performance sociali e ambientali accanto a quelle economiche. Secondo questa teoria le tre “linee di fondo” dei risultati di un’impresa dovrebbero essere l’equità sociale,

⁸⁴ P. TEMPLE-WEST, *Companies struggle to digest ‘alphabet soup’ of ESG arbiters*, Financial Times, 6 ottobre 2019, disponibile presso: <https://www.ft.com/content/b9bdd50c-f669-3f9c-a5f4-c2cf531a35b5>.

⁸⁵ J. ELKINGTON, *Cannibals with Forks : the Triple Bottom Line of 21st Century Business*, Jackson USA, 1998.

l'ambiente ed il profitto.⁸⁶ Già nel 2002 la Commissione europea raccomandò alle grandi imprese quotate di adottare il “*triple bottom line reporting*” per informare annualmente gli azionisti sulle misure adottate per bilanciare protezione ambientale, responsabilità sociale e prosperità economica (le cosiddette 3Ps: *People, Planet & Profit*).⁸⁷

L'espressione più evidente di questo modello base è la *Global Reporting Initiative* (GRI), fondata nel 1997 dalla Coalizione per le economie ambientalmente responsabili (CERES), il programma delle Nazioni Unite sull'ambiente (UNEP) e l'istituto Tellus. La GRI è un'organizzazione internazionale indipendente e non avente scopo di lucro, con sede ad Amsterdam. Pubblicate per la prima volta nel marzo 1999, le *Sustainability Reporting Guidelines* della GRI rappresentano in Europa la prima e più importante cornice di riferimento per la rendicontazione non finanziaria e la loro applicazione è sempre più richiesta agli emittenti anche da parte dei grandi investitori istituzionali.⁸⁸ Nel suo database del 2017 erano stati registrati 7295 reports, di cui circa il 60% stilati seguendo le sue linee guida⁸⁹. Secondo la stessa iniziativa oggi, tra le 250 aziende più grandi al mondo il 92% compila dei bilanci di sostenibilità e di queste circa il 74% utilizza gli standard GRI.⁹⁰

La GRI ha diversificato nel 2016 i suoi standard secondo i settori d'industria e delle aree di interesse (ad es. rifiuti, tasse, sicurezza e salute sul lavoro, utilizzo di acqua, ecc.). Il 6 ottobre 2021, il GRI ha lanciato i suoi nuovi “Indicatori Universali”, risultato di un lungo processo di consultazione pubblica di numerosi *stakeholder* internazionali (aziende, mondo accademico, ONG, cittadini, Amministrazione Pubblica, ecc.), che entreranno in vigore a partire dal 1° gennaio 2023.⁹¹ Tre gli obiettivi principali di questa importante revisione ci sono: aumentare la trasparenza e la chiarezza della rendicontazione dei cosiddetti temi materiali; allineare gli standard con altri strumenti autorevoli, consentendo una rendicontazione che aderisca ai principi guida delle Nazioni Unite su imprese e diritti umani, alle linee guida OCSE per le imprese multinazionali e sulla *due diligence* per una condotta aziendale responsabile, agli

⁸⁶ N. LINCiano, E. CAFIERO, A. CIAVARELLA, G. DI STEFANO, E. LEVANTINI, G. MOLLO, S. NOCELLA, R. SANTAMARIA, M. TAVERNA: *La finanza per lo sviluppo sostenibile, Tendenze, questioni in corso e prospettive alla luce dell'evoluzione del quadro regolamentare dell'Unione europea cit.*, p. 27.

⁸⁷ Commissione, Com. n. 347 del 2 luglio 2002.

⁸⁸ N. LINCiano, E. CAFIERO, A. CIAVARELLA, G. DI STEFANO, E. LEVANTINI, G. MOLLO, S. NOCELLA, R. SANTAMARIA, M. TAVERNA: *La finanza per lo sviluppo sostenibile, Tendenze, questioni in corso e prospettive alla luce dell'evoluzione del quadro regolamentare dell'Unione europea cit.*, p. 28.

⁸⁹ S. BOSE, *Evolution of ESG Reporting Frameworks*, in D. C. ESTY, T. CORT (eds.), *Values at work: Sustainable Investing and ESG Reporting*, 2020, p. 18.

⁹⁰ Sito ufficiale del GRI, disponibile presso: www.globalreporting.org/standards/.

⁹¹ *Ibid.*

Standard internazionali del lavoro dell'Organizzazione Internazionale del Lavoro (ILO), ai Principi di *governance* globale dell'ICGN (*International Corporate Governance Network*); vuole inoltre consentire una rendicontazione coerente e comparabile ed aiutare le aziende ad adeguarsi alla direttiva UE in materia di rendicontazione sulla sostenibilità aziendale e ai programmi di rendicontazione del valore aziendale della Fondazione IFRS.⁹²

Una critica che viene mossa alla GRI è quella di adottare solo una prospettiva informativa e non effettuare valutazioni d'impatto.⁹³ Il professore Revelli afferma a riguardo: “Un’azienda dovrebbe essere giudicata in base a quello che effettivamente fa, invece che su quello che sostiene di fare”.⁹⁴ La china scivolosa di questo approccio è che gli standard GRI rischiano di diventare una mossa solo di facciata per le aziende che vogliono ottenere i benefici di un marketing “*green*”. Un’altra critica che le viene mossa in quanto leader di settore è quella di non utilizzare la loro posizione per spingere per una definizione unitaria di cosa significhi “sostenibilità” ed in particolare di “materialità” per le aziende⁹⁵; come vedremo quest’ultima differisce totalmente dai secondi standard più utilizzati dalle aziende, quelli della SASB. In ogni caso, i nuovi “Indicatori Universali” che entreranno in vigore dall’anno prossimo sembrano rappresentare la risposta “correttiva” dell’iniziativa a queste critiche.

Una caratteristica che invece le fa onore è l’impegno dimostrato nei confronti della trasparenza in materia di tassazione.⁹⁶ A differenza della SASB, e forse a causa della loro diversa *target audience*, gli standard della GRI forniscono informazioni sulle tasse pagate dalle multinazionali, dettagliate paese per paese. Per quanto ad un investitore possa non interessare se una determinata azienda commetta evasione o elusione fiscale, se si guarda al lungo periodo le reazioni negative esterne per pratiche simili sono facilmente immaginabili, con ricadute negative anche per l’investitore. Quindi, per un investitore che vuole essere realmente informato sulla sostenibilità dei suoi investimenti, le GRI sono tanto rilevanti (se

⁹² *Ibid.*

⁹³ D. CASH, *Sustainability Rating Agencies vs Credit Rating Agencies: The Battle to Serve the Mainstream Investor cit.*, p. 114.

⁹⁴ C. REVELLI, *Socially Responsible Investment (SRI): Meta-Debate and Development Perspectives*, in B. PARANQUE, R. PEREZ, (eds.) *Finance Reconsidered: New Perspectives for a Responsible and Sustainable Finance*, Emerald, 2016, p. 166.

⁹⁵ R. JEBE, *The Convergence of Financial and ESG Materiality: Taking Sustainability Mainstream*, in *American Business Law Journal*, n. 56/2019, p. 682

⁹⁶ S. BOSE, *Evolution of ESG Reporting Frameworks cit.*, pp. 25-26.

non di più) quanto le più apparentemente “materiali”/calibrate sui ritorni finanziari come quelle di SASB.⁹⁷

La SASB (*Sustainability Accounting Standards Board*) nasce a San Francisco come organizzazione no-profit nel 2011. Fondata da Jean Rogers, l’iniziativa ha avuto una serie di amministratori di altissimo profilo, come Michael Bloomberg, il già citato Robert G. Eccles e l’ex Presidente della SEC Mary Schapiro. Rispetto alla GRI prevede un approccio più pratico e meno generale: i suoi 77 standard sono divisi per industria di riferimento, toccando 11 settori diversi. Si concentra su cinque categorie: ambiente, capitale sociale, capitale umano, modello aziendale e innovazione, *leadership* e *governance*; per ogni attività stila una classifica, mettendo su una scala i diversi livelli d’impatto di ogni singola categoria di sostenibilità.⁹⁸

La principale differenza con GRI sembra essere l’ *audience* a cui si rivolge: se la prima iniziativa era destinata alla fruizione di tutti i soggetti interessati, la SASB pone particolarmente l’accento sull’impatto delle questioni di sostenibilità sulla performance finanziaria, ergo, si rivolge primariamente ai soci e agli investitori.⁹⁹ Le due non condividono una comune definizione di materialità, come confermano Eccles ed altri: “Le diverse concettualizzazioni di materialità applicate ai dati ESG a cui fanno più riferimento le aziende e gli investitori di oggi sono quelle di GRI e SASB. Mentre la SASB identifica come le questioni ESG “materiali” basandosi sulla loro rilevanza rispetto alle prestazioni finanziarie di ogni singola azienda, GRI definisce la materialità come un'esternalità: è materiale quello che riflette gli impatti economici, ambientali e sociali più significativi di un'organizzazione.”¹⁰⁰

A questo scopo, la SASB ha sviluppato la sua “*Materiality Map*” in cui riassume le sue valutazioni di materialità per settore e questione. Ad esempio, seguendo questa mappa, le emissioni da combustibili fossili risultano una questione più materiale, ossia rilevante, per il settore dei trasporti che per quello dei servizi finanziari.¹⁰¹ Un altro esempio problematico è il

⁹⁷ S. BOSE, *Evolution of ESG Reporting Frameworks cit.*, p. 25.

⁹⁸ D. CASH, *Sustainability Rating Agencies vs Credit Rating Agencies: The Battle to Serve the Mainstream Investor cit.*, p. 115.

⁹⁹ *Ibid.*

¹⁰⁰ R. G. ECCLES, L. E. LEE, J. C. STROEHLE, *The Social Origins of ESG: An Analysis of Innovest and KLD*, in *Organization & Environment* n. 1/2019, p. 5.

¹⁰¹ S. BOSE, *Evolution of ESG Reporting Frameworks cit.*, p. 26.

fatto che secondo questa mappa, la SASB non consideri la sicurezza dei dati o la privacy dei consumatori questioni materiali per l'industria della gestione patrimoniale.¹⁰²

Le organizzazioni che si sono viste finora hanno come destinatari ideali le grandi imprese, soprattutto le società quotate. I frameworks sono adattati alle loro esigenze e capacità, lasciando fuori i soggetti “più piccoli”, i quali tuttavia, hanno comunque a disposizione altri strumenti per la loro rendicontazione non finanziaria: i più utilizzati sono quelli offerti dalla “*Impact Reporting and Investment Standards*” (IRIS), il “*B Impact Assessment*”, ed il “*Future-Fit Assessment*”.¹⁰³

Infine, vi sono dei *frameworks* privati che si concentrano esclusivamente sugli indicatori relativi al clima, come il “*Climate Disclosure Standards Board*” (CDSB), il “*Carbon Disclosure Protocol*” (CDP), e le raccomandazioni fornite dalla “*Task Force on Climate-related Financial Disclosures*” (TCFD). Anche in questo caso, vanno suddivisi tra quelli che si concentrano di più sull'impatto delle imprese sull'ambiente (come le prime) e quelli che, viceversa, valutano l'impatto dei cambiamenti climatici sul bilancio contabile delle aziende (l'ultima).

Il CDP è un'organizzazione senza scopo di lucro creata nel 2000 nel Regno Unito grazie all'iniziativa di 35 investitori istituzionali interessati ad incorporare i dati sulle emissioni di carbonio nei loro processi di costruzione di portafogli di investimento. Attraverso la compilazione dei suoi questionari, le più grandi società quotate “rivelano” la quantità di emissioni di carbonio causate dalle loro attività e filiere di distribuzione/fornitura, i risultati raccolti vengono poi inseriti in una banca dati disponibile al pubblico. Le informative sulle emissioni si dividono generalmente in “*scope 1 emissions*” derivanti direttamente dalle attività dell'impresa, “*scope 2*” ossia le loro emissioni indirette (ad es. utilizzo di elettricità) ed infine in “*scope 3 emissions*” che fuoriescono dalle filiere di fornitura, cicli di vita dei prodotti, ecc. (queste sono le più difficili da calcolare e quindi le meno “trasparenti”).¹⁰⁴ Il suo archivio è il più longevo ed esteso in materia: ha raccolto i dati di tutte le aziende sulla lista Global 500 del Financial Times a partire dal 2002 e delle 500 aziende S&P dal 2006. Nel 2020 tra le file dei suoi membri si contavano 515 investitori istituzionali, con quasi 100 trilioni di dollari in *asset* amministrati. Dato che tutte le informazioni raccolte derivano da un questionario comune c'è

¹⁰² *Ibid.*

¹⁰³ *Ibid.* p. 20.

¹⁰⁴ *Ibid.*, pp. 21-22.

un alto livello di coerenza tra le risposte.¹⁰⁵ Il CDP ha recentemente lanciato un'iniziativa circa le imprese classificate come “*Science Based Targets*”, insieme al Global Compact dell'ONU, all'Istituto mondiale sulle risorse (WRI) ed al WWF. Possono rientrare in questa categoria solo le aziende allineate con gli obiettivi dell'Accordo di Parigi.¹⁰⁶

La *Climate Disclosure Standards Board* (CDSB) è anch'essa una organizzazione no profit britannica, fondata dal Forum mondiale per l'economia nel 2007. Il suo modello di rendicontazione si basa su altri già esistenti come GRI e CDP, e nella loro *mission* si può leggere una particolare enfasi alla rilevanza/materialità, alla coerenza e comparabilità dei dati. Ha collaborato con altre organizzazioni per sviluppare una tassonomia sulle questioni riguardanti il riscaldamento globale.¹⁰⁷

Una di queste collaboratrici è la *Task Force for Climate-Related Financial Disclosures*, fondata dalla *Financial Stability Board* (FSB) nel 2015. Il FSB è un organismo fondato nel 2009 dopo il G20 di Londra in cui sono rappresentati, oltre alle giurisdizioni del G20 (rappresentati dai ministeri delle finanze, dalle banche centrali e dalle autorità di mercato), anche Svizzera, Singapore ed Hong Kong. Sono membri del FSB anche la Commissione europea, la Banca centrale europea, il Fondo monetario internazionale, la Banca mondiale, l'OCSE ed altri “*standard setting bodies*” (tra cui il Comitato di Basilea e l' *International Organization of Securities Commissions*). Le istituzioni italiane membri della sua plenaria sono il Ministero dell'Economia e delle Finanze, la Banca d'Italia e la Consob¹⁰⁸. La loro *board* è composta da 31 membri e si rivolge soprattutto a banche ed altri intermediari piuttosto che agli investitori. Data la rilevanza della FSB nell'ecosistema finanziario, le sue linee guida hanno una forza persuasiva molto forte (cd. *moral suasion*) pur rimanendo un modello regolatorio ad adesione volontaria.¹⁰⁹

Anche gli Obiettivi di sviluppo sostenibile dell'ONU possono essere considerati uno schema di riferimento per la rendicontazione sulla sostenibilità (questa volta di origine pubblica e non privata). Per aumentare l'integrazione dell'approccio OSS nelle strategie aziendali è stata sviluppata la cosiddetta “*SDG Compass*” che elenca i 58 strumenti a disposizione delle

¹⁰⁵ F. DEPOERS, T. JEANJEAN, T. JÉRÔME, *Voluntary Disclosure of Greenhouse Gas Emissions: Contrasting the Carbon Disclosure Project and Corporate Reports*, in *Journal of Business Ethics*, n. 134/2016, pp. 445–461.

¹⁰⁶ S. BOSE, *Evolution of ESG Reporting Frameworks cit.*, pp. 21-22.

¹⁰⁷ *Ibid.*.

¹⁰⁸ Sito ufficiale del MEF, disponibile presso: www.dt.mef.gov.it/it/attivita_istituzionali.

¹⁰⁹ S. BOSE, *Evolution of ESG Reporting Frameworks cit.*, p. 23.

imprese per allinearsi agli obiettivi, ad esempio l'”*Aqueduct Water Risk Atlas*”, il “*Corporate Human Rights Benchmark*”, il protocollo su “*Food Loss and Waste*”, quello globale “*on Packaging Sustainability*”, e molti altri.¹¹⁰

Ad oggi, molti di questi soggetti privati che svolgono funzioni simili si sono uniti tra di loro e sono state avviate molteplici iniziative volte all'individuazione di uno standard unico. Ad esempio, nel novembre del 2020, la SASB ha intrapreso una fusione con l'IIRC (*International Integrated Reporting Council* – anch'esso con un focus primario sugli interessi degli azionisti) e insieme hanno fondato la *Value Reporting Foundation* nel 2021. Quest'ultima, nel 2022, si è poi consolidata con la fondazione IFRS (*International Financial Reporting Standards*) e con la CDSB (*Carbon Disclosure Standards Board*). Il trend attuale che si può notare è quindi uno di collaborazione o integrazione tra le organizzazioni, con conseguente semplificazione e attenuazione delle diversità tra i modelli.

In un documento pubblicato nel settembre 2020¹¹¹, queste cinque organizzazioni internazionali che si occupano di standard ESG (CDP, CDSB, GRI, IIRC, SASB) si sono impegnate a lavorare insieme con attori chiave (quali IOSCO, IFRS, la Commissione europea e l' *International Business Council* del *World Economic Forum*) per proporre l'integrazione tra gli standard ESG esistenti e i principi di contabilità finanziaria generalmente accettati come base di un sistema di rendicontazione aziendale coerente e completo.¹¹²

I cinque “*standard setters*” promotori dell'iniziativa dichiarano di accogliere il concetto di *dynamic materiality*, in linea con la posizione condivisa anche dal World Economic Forum e dalla IOSCO, data la continua e rapida evoluzione del contesto socio-economico attuale sui temi ESG. Nel documento si vaglia l'ipotesi di costituire un *International Sustainability Standards Board* (ISSB) che dovrebbe agire come standard-setter in ambito non finanziario sulla base delle iniziative esistenti.¹¹³

Sempre nel 2020, infine, la Commissione europea ha conferito allo *European Financial Reporting Advisory Group* (EFRAG) il mandato di avviare i lavori preparatori per la

¹¹⁰ S. BOSE, *Evolution of ESG Reporting Frameworks cit.*, p. 24.

¹¹¹ Si veda il *Joint Statement: Working Together Towards Comprehensive Corporate Reporting*, 11 September 2020, disponibile presso: <https://integratedreporting.org/news/joint-statement-working-together-towards-comprehensive-corporate-reporting/>.

¹¹² N. LINCiano, E. CAFIERO, A. CIAVARELLA, G. DI STEFANO, E. LEVANTINI, G. MOLLO, S. NOCELLA, R. SANTAMARIA, M. TAVERNA: *La finanza per lo sviluppo sostenibile, Tendenze, questioni in corso e prospettive alla luce dell'evoluzione del quadro regolamentare dell'Unione europea cit.*, p. 67.

¹¹³ *Ibid.*

definizione di uno standard di rendicontazione non finanziaria a partire dalle *best practices* dei modelli esistenti.¹¹⁴ L'8 marzo 2021 l'EFRAG ha pubblicato due rapporti, in cui, tra le altre cose, viene riconosciuta l'importanza di coordinare lo sviluppo degli standard di rendicontazione non finanziaria europei con le iniziative in corso a livello globale.¹¹⁵ Le bozze preparate dalla *Project Task Force* dell'EFRAG sugli *European Sustainability Reporting Standards* nel periodo compreso tra giugno 2021 e aprile 2022 sono state sottoposte a consultazione pubblica tra il 30 aprile e l'8 agosto 2022. La Commissione europea consulterà ora gli organi dell'UE e gli Stati membri sui progetti, prima di adottare gli standard finali previsti per giugno 2023.¹¹⁶

¹¹⁴ *Ibid.* p. 69.

¹¹⁵ *Ibid.*

¹¹⁶ Sito ufficiale EFRAG, disponibile presso: www.efrag.org/lab6SRS.

CAPITOLO II

LE AGENZIE DI RATING

1. Le agenzie di rating: *gatekeepers* “atipici”

Le agenzie di rating sono soggetti che giocano un ruolo fondamentale nel funzionamento dei mercati finanziari ormai da più di un secolo. In questo capitolo si esplorerà la storia ed il funzionamento delle società di rating del credito, come l'approccio ESG sia stato integrato nelle loro pratiche "tradizionali", come si differenziano dagli enti specializzati in ratings ESG, le tipologie di giudizi ESG che sono emessi sul mercato e quali metodologie vengono utilizzate per elaborarli.

Per comprendere il rating di sostenibilità è necessario in primo luogo confrontarlo con ciò che lo ha preceduto e che ancora lo accompagna, in particolare, il rating per eccellenza del mondo finanziario: quello di merito creditizio.

Le Agenzie di rating del credito (*Credit Rating Agencies*, abbreviato in CRAs) sono enti che verificano le informazioni presenti sul mercato. Più precisamente, secondo la definizione accolta dall'art. 3, par. 1, lett. b) del Regolamento CE n. 1060 del 2009, l'agenzia di rating del credito è «una persona giuridica la cui attività include l'emissione di rating del credito a livello professionale».¹¹⁷ Ai sensi dell'art. 3, par. 1, lett. a) dello stesso regolamento, il rating del credito è «un parere relativo al merito creditizio di un'entità, di un'obbligazione di debito o finanziaria, di titoli di debito, di azioni privilegiate o di altri strumenti finanziari, o dell'emittente di un debito, di un'obbligazione di debito o finanziaria, di titoli di debito, di azioni privilegiate o altri strumenti finanziari, emessi utilizzando un sistema di classificazione in categorie di rating stabilito e definito».¹¹⁸

In altre parole, le CRAs sono società che esaminano le informazioni finanziarie di altre società per valutare la loro capacità di ripagare i debiti tempestivamente. In conformità alle loro valutazioni, le CRAs assegnano un particolare rating di merito del credito, per esempio,

¹¹⁷ Reg (CE) 1060/2009.

¹¹⁸ *Ibid.*

una società che ha alte capacità riceverà un rating “AA”, mentre una meno affidabile un rating “BB”. Sono veri e propri intermediari dell’informazione.

Il rating, tuttavia, presenta molti profili critici: se per un verso si basa sulle informazioni disponibili (siano esse solo quelle pubbliche o quelle private ottenute dalla stessa entità valutata), per altro verso è esso stesso un’informazione che, una volta divulgata, è suscettibile di incidere sul valore dell’oggetto di valutazione. È agevole, quindi, comprendere come un buon rating possa autoalimentarsi e, soprattutto, come un *downgrade* (declassamento) possa innescare una spirale perversa al ribasso. Per questo motivo Coffee afferma che “assomigliano più ad un necrologio che ad una profezia”.¹¹⁹

Per via delle funzioni che assolvono sul mercato, alcuni autori definiscono le CRAs dei *gatekeepers* “atipici”: vengono annoverate tra quei soggetti che con la propria attività (generalmente di controllo o supervisione) presidiano l’accesso al mercato finanziario, selezionando chi possa entrarvi e a quali condizioni possa operarvi. Tuttavia, dato che lo fanno indirettamente, reggendosi su delle basi normative ma sempre in qualità di privati, sono “atipici”.¹²⁰ In sintesi, sono soggetti di diritto privato che svolgono anche funzioni pubblicistiche. Non sono enti pubblici come le Autorità di vigilanza, ma neanche parti private alla pari degli investitori. Potrebbero essere assimilate ai revisori contabili¹²¹ in quanto entrambi sono parti terze, private ma indipendenti rispetto al rapporto che supervisionano, i cui controlli forniscono delle garanzie essenziali al mercato. Presentano quindi una connotazione ibrida ed il loro operato “assume le fattezze di una privatizzazione di una funzione pubblica”.¹²²

Le funzioni tradizionalmente associate a questi soggetti sono in sostanza due: quella puramente informativa, finalizzata a correggere le asimmetrie informative presenti tra emittenti ed acquirenti (di cui si è già parlato nel primo capitolo) e quella “quasi-regolamentare”.¹²³ Quest’ultima è emersa in un secondo momento, affiancandosi alla funzione primaria informativa, quando si è iniziato ad utilizzare i giudizi emessi dalle agenzie

¹¹⁹J. C. COFFEE JR., *Gatekeepers: the Professions and Corporate Governance*, Oxford, 2006, p. 285.

¹²⁰F. PARTNOY, *How and Why Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers*, San Diego Legal Studies Paper n. 07/2006.

¹²¹E. ROGGE, L. OHNESORGE, *The Role of ESG Rating Agencies and Market Efficiency in Europe's Climate Policy*, in *Hastings Environmental Law Journal*, n. 28/2022, pp. 113-149, p. 134.

¹²²L. PIANESI, *Le agenzie di rating tra privatizzazione di funzioni pubbliche e opinioni private “geneticamente modificate”*, in *Rivista Trimestrale di diritto pubblico*, 2012, p. 201.

¹²³F. VELLA, *Il rating: alla ricerca di una «terza via»*, in *Analisi Giuridica dell’Economia* n. 2/2012, p. 326.

come parametri in base al quale sottoporre i soggetti di mercato ad un determinato regime regolamentare. Per i regolatori, infatti, i rating costituiscono “uno strumento semplice e relativamente a basso costo che si è creduto dovesse servire a monitorare il comportamento degli agenti e a indurli a comportarsi secondo precise regole. In particolare, si è ritenuto che i rating possano essere utilizzati per risolvere il problema “principale agente”, e cioè (...) di massimizzare gli incentivi affinché gli agenti si comportino in una determinata maniera quando, in condizioni di asimmetria informativa, sia difficile osservare o controllare direttamente il loro comportamento.”¹²⁴

A proposito di questa seconda funzione, già nel 1931 il *Comptroller of the Currency* statunitense obbligava le banche a detenere un patrimonio basato su titoli dotati di un rating “*investment grade*”. Un orientamento che venne confermato nel 1975, sempre negli USA, quando la SEC disciplinò i requisiti di capitale di *brokers* e *dealers* imponendo accantonamenti maggiori a coloro che avevano portafogli con rating più basso,¹²⁵ ed introducendo la categoria delle *Nationally Recognized Statistical Rating Organization* (NSRO) - cioè quelle in grado di emettere un rating valido ai fini di vigilanza. La certificazione pubblica permise alle agenzie esistenti “di cristallizzare la posizione di uniche imprese pubblicamente riconosciute quali enti per la classificazione della solvibilità degli emittenti.”¹²⁶ Questa impostazione si diffuse rapidamente, al di là di ogni confine geografico, nei diversi settori del mercato: dalla disciplina prudenziale delle banche, con i rating emessi da agenzie riconosciute (ECAI), ai quali possono ricorrere gli intermediari che non si avvalgono di modelli interni per la valutazione del proprio patrimonio, a quella per le assicurazioni, con il riferimento ai rating per la copertura delle riserve tecniche, fino agli investitori istituzionali con i vincoli alla detenzione di titoli “*investment grade*”, soprattutto quando operano nei confronti della clientela al dettaglio.¹²⁷

Teoricamente quindi, le agenzie di rating si trovano coinvolte in una miriade di dinamiche già in atto - quelle tra acquirenti, venditori e regolamentatori - e si sono evolute per rispondere alle esigenze sistemiche che derivano da queste.

¹²⁴ G. FERRI, P. LACITIGNOLA, *Le Agenzie di rating*, Bologna, 2009, p. 160.

¹²⁵ F. VELLA, *Il rating: alla ricerca di una «terza via» cit.*, p. 326.

¹²⁶ M. PALMIERI, *Commento all'art. 4 bis TUF*, in *Commentario al Testo Unico della Finanza*, a cura di F. VELLA, Torino, Giappichelli, 2012, I, p. 76.

¹²⁷ F. VELLA, *Il rating: alla ricerca di una «terza via» cit.*, p. 327.

Forniscono informazioni necessarie e gratuite sia all'investitore comune, il quale altrimenti non avrebbe i mezzi per individuare gli investimenti più sicuri o remunerativi, sia agli investitori istituzionali, permettendogli, ad esempio, di mettere dei vincoli sulle scelte d'investimento dei loro gestori.

Come si è visto, anche i regolatori ne traggono benefici¹²⁸. Ci si domanda come farebbe un legislatore ad indicare alle proprie banche in che modo gestire i patrimoni dei cittadini, se non potesse nemmeno comunicare cosa costituisca un “investimento sicuro”, in assenza dei riferimenti forniti dai ratings. Per non parlare dei vantaggi per gli emittenti che vogliono ottenere finanziamenti, o rendere note le proprie capacità al mercato, così da differenziarsi rispetto ad altri *competitors* con prestazioni inferiori ed evitare fenomeni di selezione avversa.¹²⁹

È evidente quindi che le agenzie di rating ricoprono un ruolo molto importante nell'economia odierna. Le loro analisi sulla condizione finanziaria degli emittenti, ed i risultanti giudizi alfanumerici che emettono, aiutano gli investitori a compiere delle decisioni d'investimento ragionevoli, così come aiutano gli emittenti con dei rating positivi ad ottenere riconoscimenti.

Questa “dipendenza” del mercato e dei regolatori ai loro prodotti solleva un certo numero di problemi: la reputazione e il livello di autorità dell'ente fornitore del rating diventa una garanzia dell'accuratezza della quantificazione dei rischi di un titolo e dell'importo di capitale necessario per detenerlo¹³⁰; inoltre, un affidamento così importante al giudizio di una terza parte conduce a degli inevitabili rischi di conflitti di interesse tra emittenti, o acquirenti, e le agenzie. Dato che, nella maggior parte dei casi, è l'emittente stesso a pagare loro un corrispettivo per questo servizio, secondo il modello *issuer-pays*, il rischio principale è che un cliente paghi un corrispettivo più alto per ottenere un giudizio migliore (fenomeno del c.d. *rating shopping*). Un'altra critica che viene rivolta di sovente alle agenzie di rating riguarda la loro scarsa responsabilizzazione: è estremamente raro infatti, che le CRAs vengano chiamate a rispondere dei loro giudizi eccessivamente favorevoli. La terza critica riguarda l'*over-reliance* (l'eccessivo affidamento) del mercato al loro ruolo di soggetti regolatori. Lo stesso *Financial Stability Board*, nel suo documento programmatico dell'ottobre 2010, auspica sì il

¹²⁸ B. SZEGO, G. GOBBO, *Rating, mercato e regolatori. Reliance e overreliance sulle agenzie di rating*, in *Analisi Giuridica dell'Economia* n. 2/2012, p. 339.

¹²⁹ *Ibid.*, p. 337.

¹³⁰ E. ROGGE, L. OHNESORGE, *The Role of ESG Rating Agencies and Market Efficiency in Europe's Climate Policy cit.*, p. 131.

superamento del valore regolamentare del rating, ma, preso atto del suo *hardwiring* con il sistema finanziario, raccomanda prudenza e gradualità.¹³¹ Ed un'ultima problematica riguarda la disciplina della concorrenza sul mercato: l'industria è distintamente oligopolistica e le "Tre Sorelle" (Standard & Poor's, Moody's, e Fitch) controllano l'intero settore, impedendo l'ingresso di nuovi agenti economici. Come vedremo successivamente, tutti questi fattori presentano dei risvolti particolari per l'industria nascente dei ratings ESG.

Dopo la crisi finanziaria del 2008 (tra le cui cause è ormai appurato che debba essere menzionato l'eccessivo affidamento ai giudizi delle CRAs da parte del mercato)¹³² sono state avviate molte iniziative legislative, sia negli Stati Uniti sia in Europa, per affrontare le questioni citate. Prima che scoppiasse la crisi erano già presenti dei modelli regolatori, ad esempio negli USA nel 2006 era stato implementato il *Credit Rating Agency Reform Act* (CRARA), che si sono rivelati poi insufficienti.¹³³ Questo atto legislativo prevedeva che le *Nationally Recognized Statistical Rating Organizations* (NRSROs) dovessero essere registrate davanti alla Securities and Exchange Commission (SEC) solo dopo aver fornito una totale *disclosure* dei metodi utilizzati, del modello organizzativo adottato, dei presidi contro i potenziali conflitti d'interesse, ecc. Sebbene la SEC avesse ottenuto così il potere di impedire ad una società di rating di operare sul mercato, non aveva nessun potere regolatorio sulla "sostanza" dei loro giudizi o sulle procedure necessarie per ottenerne uno.¹³⁴ Dopo la crisi, le norme vennero aggiornate: negli Stati Uniti, venne approvato il *Dodd-Frank Act* per ampliare il mandato di vigilanza della SEC sul loro operato, e per ampliare le ipotesi di responsabilità civile delle CRAs per ratings incorretti o fuorvianti.¹³⁵ Nell'ordinamento europeo, il regolamento del 2013 in materia (Reg. UE 465/2013) afferma chiaramente nel suo preambolo che l'obiettivo è quello di ridurre l'eccessiva dipendenza dei partecipanti ai mercati finanziari dai ratings.¹³⁶ Il regolamento cerca quindi di assicurarsi che i soggetti interessati istituiscano i propri processi interni di valutazione dei rischi di credito (inclusi quelli con scopi regolatori). La *Credit Rating Agency Regulation*¹³⁷ stabilisce inoltre delle regole per ridurre i conflitti di

¹³¹ G. PRESTI, *Take the «AAA» train: note introduttive sul rating cit.*, p. 264.

¹³² Sito ufficiale CONSOB: www.consob.it/web/investor-education/crisi-finanziaria-del-2007-2009.

¹³³ E. ROGGE, L. OHNESORGE, *The Role of ESG Rating Agencies and Market Efficiency in Europe's Climate Policy cit.*, p. 133.

¹³⁴ *Ibid.*

¹³⁵ *Ibid.*

¹³⁶ *Ibid.*

¹³⁷ Reg. (UE) 465/2013.

interessi, aumentare la qualità dei ratings e la trasparenza, ed affida all'ESMA una diretta sorveglianza su di loro.

Gli studiosi dell'industria delle CRAs si dividono tra chi sostiene che la legittimità delle Agenzie di rating derivi dal loro potere di fornire “licenze” per operare sul mercato alle entità valutate e tra chi invece invoca una licenza “di mercato”¹³⁸. Uno dei maggiori esponenti della prima teoria è Partnoy, il quale sostiene che la ragione del loro successo sia da ricercarsi nel fatto che i regolatori (legislatori, autorità di controllo, ecc.) hanno concesso loro una *regulatory licence*, un potere regolamentare che si è poi rivelato difficile da rimuovere.¹³⁹ Altri¹⁴⁰ invece, sostengono che la loro persistenza sul mercato sia dovuta al fatto che quest'ultimo abbia bisogno dei loro servizi per funzionare, ergo, che il “potere regolamentare” sia intrinseco alla loro attività ed indipendente rispetto ad ogni eventuale riconoscimento normativo da parte delle istituzioni. Ovviamente, quello che richiede il mercato non va confuso con il valore informativo in sé dei loro giudizi ma piuttosto va inteso come l'insieme di scopi precedentemente illustrati che assolvono, tra cui la necessità di segnalare certe posizioni al mercato e di superare le asimmetrie informative.¹⁴¹

Per capire come si è arrivati all'attuale mercato di fornitori ESG è opportuno tracciare una breve storia delle Agenzie di rating (RA).

La prima forma di collezione di dati sulle imprese, raccolti con lo scopo di capire la loro solvibilità, risale alle società mercantili britanniche del XVIII e XIX secolo, nate con l'intento di fornire ai loro membri una protezione contro gli “*swindlers and sharpers*” (i.e. truffatori). All'epoca, le forme di protezione a disposizione dei creditori erano un numero decisamente inferiore ad oggi, se non totalmente assenti. Un primo esempio storico di iniziative volte a raccogliere e diffondere dati sulla solidità di potenziali investimenti è quella della banca inglese “Baring Brothers”. Nel 1800 la banca volle valutare le sue opportunità sul mercato statunitense ed assunse un mercante in pensione affinché utilizzasse le sue esperienze e connessioni con l'alta società di Boston per realizzare una classifica, da 1 a 11, degli

¹³⁸ D. CASH, *Sustainability Rating Agencies vs Credit Rating Agencies: The Battle to Serve the Mainstream Investor cit.*, p. 61.

¹³⁹ F. PARTNOY, *What's (Still) Wrong with Credit Ratings*, in *Washington Law Review*, n. 92/2017, pp. 1407 - 1424.

¹⁴⁰ D. CASH, *Credit Rating Agency Regulation Since the Financial Crisis: The Evolution of the “Regulatory Licence” Concept* in D. CASH, R. GODDARD (eds) *Regulation and the Global Financial Crisis: Impact, Regulatory Responses, and Beyond*, Routledge, 2020.

¹⁴¹ D. CASH, *Sustainability Rating Agencies vs Credit Rating Agencies: The Battle to Serve the Mainstream Investor cit.*, p. 61.

imprenditori locali (volenti o nolenti). Nel 1835 il suo approccio venne adottato dalla prima entità di natura commerciale in materia: lo studio legale “Griffen, Cleaveland, and Campbell” di New York. Per conto di questo, si sviluppò una rete di avvocati sparsi per tutta la città che fornivano resoconti dettagliati sugli imprenditori locali a chiunque si rivolgesse ai loro uffici. L’avvocato Lewis Tappan (famoso per aver difeso gli schiavi ribelli a bordo de La Amistad) un giorno prese in mano l’attività, dandogli la veste più formale di Agenzia mercantile.¹⁴² Il modello dell’agenzia non era propriamente di “*rating*” ma di “*referencing*”: i suoi avvocati (tra i cui nomi spiccano i futuri Presidenti americani Lincoln e Grant) continuarono a fornire rapporti dettagliati sui business locali. Il suo concorrente principale era la Bradstreet Company, che rivoluzionò lo stato dell’arte creando il primo “*reference book*”, una raccolta dei vari rapporti, che veniva spedito direttamente agli abbonati senza che questi dovessero recarsi nei loro uffici per consultarli.

Entrambe le agenzie dovettero affrontare molte controversie legali riguardanti il loro diritto di pubblicare queste informazioni, l’argomento più comune era che i *report* negativi fossero diffamatori. Le corti spesso difesero quest’attività sostenendo che fossero delle mere “opinioni”, protette sotto il primo emendamento della Costituzione.¹⁴³

La prima agenzia di rating vera e propria fu quella fondata nel 1907 da John Moody e Robert G. Dun: “Analyses Publishing Co.”.¹⁴⁴ La caratteristica principale che la distingue dai suoi precursori è la focalizzazione sui valori mobiliari: iniziarono ad essere valutati i singoli titoli emessi sul mercato e non le compagnie in generale. Moody ebbe l’idea di pubblicare volumi (chiamati *manuals*) contenenti un’opinione sintetica, espressa mediante caratteri alfanumerici, sul rischio di credito che le diverse emissioni obbligazionarie esistenti sul mercato presentavano.¹⁴⁵ Tali volumi venivano distribuiti in abbonamento ai potenziali investitori, i quali pagavano per avere un’opinione accurata e professionale, che fornisse loro una prima indicazione, sintetica e su una scala omogenea, in merito al grado di rischio inerente alle obbligazioni sul mercato.

¹⁴³ *Ibid.*, p. 64.

¹⁴⁴ *Ibid.*, p. 61.

¹⁴⁵ I giudizi a medio-lungo termine venivano distinti in “*investment grade*” e “*speculative grade*”: i primi comprendevano le dieci migliori tacche (*notches*) di giudizio, cioè quelli (nella scala di Moody’s) da AAA fino a Baa3 (oppure, nel caso di Standard & Poor’s e poi di Fitch, BBB-); i secondi le tacche residue (cioè quelle da Ba1 o BB+ in poi).

In questa fase originaria l'industria del rating si svolge tutta nell'ambito dei rapporti privati.¹⁴⁶ Ai giudizi delle agenzie non è assegnato alcun valore legale e, pertanto, la loro vendibilità dipende soltanto dall'affidabilità che gli investitori riconoscono alle agenzie. Al sostanziale disinteresse legislativo per il rating si aggiunge un atteggiamento giurisprudenziale che assimila i ratings agli editoriali giornalistici, con l'effetto di esentare gli autori da responsabilità per via della tutela offerta dal primo emendamento della Costituzione USA (e nonostante l'esistenza di un rapporto contrattuale tra agenzie e abbonati). In questo contesto l'incentivo a mantenere la propria reputazione, essenziale per poter vendere gli abbonamenti, risulta sufficiente per assicurare la qualità del prodotto, nonostante già allora emergesse uno dei tratti tipici del rating: la concentrazione del mercato, per lungo tempo di fatto un duopolio (Standard & Poor's e Moody's). Oltre alle economie di scala insite in tale tipo di attività, è proprio il meccanismo reputazionale a creare una formidabile barriera all'ingresso che protegge i *first comers* per via del tempo necessario a crearsi una fama positiva.¹⁴⁷

Ma è soprattutto dalla metà degli anni '70 che il fenomeno esplose, quando la SEC cominciò a basare sistematicamente sui ratings la sua vigilanza prudenziale sulla solidità degli attivi degli intermediari, a dotarli quindi di quella funzione "quasi regolamentare" di cui si è già parlato.¹⁴⁸ Il rating, quindi, sorto esclusivamente sul piano privatistico per fornire un supporto informativo ai potenziali investitori, assume anche una valenza pubblicistica. L'uso espansivo dei rating da parte della SEC venne accompagnato da un'altra misura importante. Mentre fino agli anni '70 la regolamentazione – anche quando per certi fini richiedeva il rating – non specificava nulla in merito all'ente che lo rilasciava, sicché ogni agenzia esistente era in grado di fornire un rating a fini regolamentari, la SEC, evidentemente preoccupata che potesse svilupparsi una concorrenza al ribasso, limitò il potere di emanare queste vere e proprie "*regulatory licenses*" alle sole agenzie iscritte come NRSROs.¹⁴⁹ La SEC, istituendo le NRSROs, non precisò quali fossero i requisiti per accedere alla categoria e, di fatto, si limitò al riconoscimento dei due giganti del settore e pochi altri enti, tutti peraltro destinati nel giro di poco tempo a essere assorbiti dai due attori principali.¹⁵⁰ Sempre alla metà degli anni '70 si

¹⁴⁶ G. PRESTI, *Take the «AAA» train: note introduttive sul rating cit.*, p. 254.

¹⁴⁷ *Ibid.*

¹⁴⁸ B. SZEGO, G. GOBBO, *Rating, mercato e regolatori. Reliance e overreliance sulle agenzie di rating cit.*, p. 337.

¹⁴⁹ G. PRESTI, *Take the «AAA» train: note introduttive sul rating cit.*, p. 255.

¹⁵⁰ *Ibid.* I restanti si integrarono progressivamente tra di loro dando vita al terzo importante operatore tuttora presente sul mercato, cioè Fitch, la cui quota di mercato tuttavia tende ad aggirarsi al 15%, meno della metà di

assistette a un altro rilevante cambiamento: cambiò il modello di business. Quello tradizionale, basato sulla vendita di abbonamenti agli investitori, venne sostituito dalla selezione delle agenzie e pagamento dei ratings da parte degli emittenti. Le cause di questa evoluzione sono svariate:¹⁵¹ dalla diffusione delle fotocopie a basso costo che resero il rating un bene comune (rendendo impossibile escludere quel fenomeno che in economia si definisce *free riding*), alla maggiore consapevolezza degli emittenti sull'importanza di dotare le proprie emissioni di un giudizio professionale che attiri gli investitori; fino alla maggiore coerenza con il valore regolamentare del rating di un sistema che, facendolo pagare agli emittenti, da un lato consente di effettuare la valutazione anche sulla base di informazioni non pubbliche che la *rated entity* cliente fornisce all'agenzia, dall'altro mette il rating gratuitamente a disposizione del mercato.¹⁵² Tre grandi cambiamenti, quindi: valore regolamentare, oligopolio protetto, modello *issuer pay*.

La situazione regge temporaneamente. Per diversi anni il rating continua a essere un oggetto misterioso che né economisti né giuristi studiano;¹⁵³ del resto, non ci sono, nel frattempo, crisi traumatiche e l'endemico conflitto di interessi è in qualche modo attutito dalla circostanza che, a fronte di tre agenzie che si spartiscono il mercato, gli emittenti di obbligazioni si contano a decine di migliaia nel mondo, sicché nessuno di essi è in grado di dettare le proprie condizioni alle agenzie.¹⁵⁴ Solo negli anni '90, quando la finanza strutturata e la crisi finanziaria asiatica amplificano l'esigenza di semplificare un sistema sempre più complesso attraverso informazioni standardizzate (i nostri ratings), cominciano ad apparire i primi studi di giuristi ed economisti che mettono in evidenza i problemi connessi a questi giudizi.¹⁵⁵ Tuttavia, l'attenzione legislativa si risveglia solo dopo il caso Enron alla fine del 2001. Destò molto scalpore, infatti, l'elevato rating associato alla compagnia energetica fino a pochissimi giorni prima del suo fallimento¹⁵⁶ (fenomeno che si ripeterà poi per Parmalat¹⁵⁷ e per Lehman Brothers). Bisognerà aspettare infatti un'altra crisi, quella scatenata dai mutui *subprime* (cd.

quelle di ciascuno dei due giganti Moody's e S&P (il 40% ognuno). Quote tendenzialmente stabili nel tempo e tuttora persistenti.

¹⁵¹ *Ibid.*, p. 256.

¹⁵² *Ibid.*, p. 257.

¹⁵³ *Ibid.*

¹⁵⁴ *Ibid.*

¹⁵⁵ F. PARTNOY, *The Siskel And Ebert Of Financial Markets?: Two Thumbs Down For The Credit Rating Agencies*, in Washington University Law Quarterly, n. 77/ 1999.

¹⁵⁶ C. A. HILL, *Regulating the Rating Agencies*, in Washington University Law Quarterly, n. 82/ 2004, p. 43.

¹⁵⁷ G. FERRARINI, P. GIUDICI, *Financial Scandals and the Role of Private Enforcement: The Parmalat Case*, ECGI Law Working Paper n. 40/2005.

mutui a basso merito di credito), perché vengano presi i primi passi necessari per la loro regolamentazione.

Secondo un'indagine del Fondo Monetario Internazionale immediatamente successiva alla crisi del 2008¹⁵⁸, dei 1,2 trilioni di dollari di mutui *sub-prime* emessi a fine 2007, il 75% era stato cartolarizzato¹⁵⁹, e di questo l'80% aveva ricevuto la "magica tripla A": in pratica, il credito a rischio era stato trasformato, con la collaborazione delle agenzie di rating, in titoli apparentemente a prova di bomba. A differenza di quanto avviene tradizionalmente ove il rating arriva successivamente rispetto all'emissione di titoli obbligazionari per finanziare una determinata attività, qui il rating è diventato la ragione fondamentale per cui un'operazione viene effettuata: un coacervo di crediti di qualità scarsa diventano titoli con un rating idoneo a richiamare il vorace appetito degli investitori istituzionali.¹⁶⁰

Grazie a questo tipo di operazioni (di finanza strutturata) le agenzie di rating erano diventate le galline dalle uova d'oro: negli anni '90 e nei primi anni del nuovo millennio i loro profitti aumentano vertiginosamente. Ovviamente non erano gli unici a guadagnarci¹⁶¹: si arricchiscono le banche che erogano i mutui, le quali aumentano i volumi e rapidamente si liberano dal rischio di credito trasferendolo al mercato (agli acquirenti dei titoli strutturati), con conseguente diminuzione dell'incentivo alla qualità del credito concesso; ci guadagnano i manager delle banche che migliorano le performances sulle quali vengono calcolati i loro bonus; ci guadagnano i mutuatari cd. NINJA (*no income no job*) che ottengono prestiti per acquisti immobiliari anche se, secondo le tradizionali regole della tecnica bancaria, non ne avrebbero i requisiti; ci guadagnano le banche d'affari che lucrano laute commissioni per organizzare le cartolarizzazioni, ecc. Un meccanismo nocivo, dunque, che incorpora una quantità sempre crescente di rischio (scaricato sui mercati finanziari e, in ultima analisi, sulla collettività) i cui effetti dannosi non si manifestano subito ma anzi, in prima istanza sembra che tutti ci guadagnino. Il punto nodale è rappresentato proprio dai ratings. Tutto il meccanismo si basa sui giudizi delle agenzie: è solo grazie a loro che i mutui di bassa qualità si trasformano in titoli di alto livello.¹⁶²

¹⁵⁸ G. PRESTI, *Take the «AAA» train: note introduttive sul rating cit.*, p. 259.

¹⁵⁹ Termine utilizzato per indicare il processo di acquisto di crediti da parte di una società che, per pagarne il prezzo di acquisto, emette dei titoli obbligazionari, quindi li trasforma in "carta".

¹⁶⁰ G. PRESTI, *Take the «AAA» train: note introduttive sul rating cit.*, p. 260.

¹⁶¹ G. PRESTI, *Gli investimenti delle banche*, in *Diritto della banca e dei mercati finanziari*, 2010.

¹⁶² G. PRESTI, *Take the «AAA» train: note introduttive sul rating cit.*, p. 260.

L'esperienza successiva dimostra che l'accuratezza dei giudizi delle agenzie era decisamente scarsa. Oltre ai risultati della già citata indagine del FMI, la Commissione Levin nell'aprile 2011 accerterà che il 90% dei titoli strutturati con rating AAA emessi nel 2006 e 2007 è stato successivamente declassato a livello di *junk bonds* (titoli spazzatura).¹⁶³ Nel gennaio 2011 la commissione Angelides, focalizzando la sua analisi su Moody's riporta che questa agenzia nel 2006 aveva elargito trenta rating AAA per ogni giorno lavorativo a prodotti di finanza strutturata; successivamente l'83% di questi rating ha subito un downgrade, il 73% a livello di titoli spazzatura.¹⁶⁴

Negli USA, la reazione principale alla crisi è il *Dodd Frank Act* che modifica in diversi aspetti, irrobustendolo, il CRARA, di cui si è parlato ad inizio capitolo; in Europa finalmente si avviano, a ritmo serrato, i lavori per introdurre una regolazione del settore. Così viene emesso il Regolamento CE n. 1060/2009, poco dopo modificato dal Regolamento UE n. 513/2011 per tenere conto della nuova architettura della vigilanza sui mercati finanziari nell'Unione e, in particolare, dell'istituzione dell'ESMA.¹⁶⁵

Per via del loro coinvolgimento nella crisi finanziaria, le agenzie di rating sono state trascinate in molteplici controversie legali, le quali si sono tutte concluse in patteggiamenti (senza quindi imputazioni di colpa).¹⁶⁶ Nel 2015, S&P raggiunge un patteggiamento con il Dipartimento di Giustizia statunitense (DOJ) per 1.4 miliardi di dollari e per 125 milioni con CalPERS - il fondo pensionistico californiano. L' allora *Attorney General* Eric Holder annunciò in quell'occasione: "Il patteggiamento raggiunto oggi non solo rende chiaro che questo tipo di condotta non verrà tollerata dal DOJ, ma sottolinea il nostro forte e duraturo impegno nel perseguire ogni società o ente che, violando la legge, ha contribuito alla crisi finanziaria del 2008."¹⁶⁷ In effetti, nel 2018 Moody's subisce la stessa sorte e patteggia per 864 milioni di dollari. Fitch Ratings si salvò dallo stesso destino solo perché aveva raggiunto un accordo con CalPERS anni prima, offrendo prove schiaccianti che vennero poi usate nei procedimenti contro le altre due agenzie.

¹⁶³ Commissione Levin, Comitato sulla sicurezza nazionale e gli affari interni, *Wall Street And The Financial Crisis: Anatomy Of A Financial Collapse*, 2011.

¹⁶⁴ Commissione Angelides, *Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States*, 2011.

¹⁶⁵ G. PRESTI, *Take the «AAA» train: note introduttive sul rating cit.*, p. 262

¹⁶⁶ D. CASH, *Sustainability Rating Agencies vs Credit Rating Agencies: The Battle to Serve the Mainstream Investor cit.*, pp. 67 - 68.

¹⁶⁷ US Department of Justice, *Remarks for Attorney General Eric Holder Press Conference Announcing Settlement with S&P*, 2015.

In ogni caso la crisi segnò una vera svolta per le agenzie: se per secoli avevano potuto operare “inosservate”, con rari ed informali controlli esterni, si trovavano improvvisamente su tutti giornali e nelle aule di tribunale, a rispondere del loro operato e con gli occhi di tutto il mondo puntati addosso. Non potendo più permettersi di rimanere delle “*black boxes*”, sono state costrette ad evolvere per sopravvivere. Oggi il pubblico è molto più informato sulle criticità connesse ai ratings, e neanche i fornitori di ratings ESG sono esentati da questa “macchia” sulla loro reputazione. La consapevolezza della capacità di questi strumenti di orientare importanti processi economici e politici è alta, così come la consapevolezza sulla natura potenzialmente fuorviante delle rappresentazioni che forniscono

2. L’impatto dell’approccio ESG

Il ruolo di “intermediari dell’informazione” è particolarmente necessario nell’attuale contesto economico mondiale, soprattutto nel campo della sostenibilità d’impresa, dove le norme sulla rendicontazione non finanziaria e sugli investimenti allineati ai fattori ESG impongono alle imprese di valutare e comunicare al mercato gli impegni assunti. Le società di rating si presentano quindi come i candidati ideali per rispondere all’ esigenza di trasparenza in materia di sostenibilità.

Come si è visto nel primo capitolo, i ratings ESG presenti sul mercato vengono emessi sia dai fornitori specializzati (*Sustainability Rating Agencies* - SRAs - oppure CSSs, se si vuole parlare in generale di enti che si occupano di sostenibilità di impresa ma non si limitano ai ratings, ad es. indici o *rankings*) sia dai rami interni alle tradizionali agenzie di rating (*Credit Rating Agencies* - CRAs). Queste due industrie parallele presentano molti profili di convergenza. Tuttavia, i ratings ESG sono estremamente diversi dai rating di merito creditizio e non vanno confusi tra di loro: le differenze principali riguardano i metodi e le funzioni che assolvono, ma anche il modello organizzativo dei loro fornitori e la regolamentazione. In questo paragrafo verrà analizzato l’impatto che l’investimento responsabile ha avuto sui ratings “tradizionali”, ossia, l’integrazione dei fattori ESG nei giudizi di merito creditizio emessi dalle “Tre Sorelle” (Moody’s, S&P e Fitch) e lo sviluppo in parallelo di nuovi intermediari, le SRAs, specializzate nei ratings propriamente ESG.

Grazie alla spinta di un partenariato con i PRI dell'ONU, e di innumerevoli tavole rotonde tenutesi tra i rappresentanti degli interessi di investitori e *stakeholders* e le agenzie stesse, da qualche anno le “*Big Three*” del rating di credito hanno tutte iniziato ad occuparsi di ESG.¹⁶⁸ Nonostante la linea ufficiale sostenuta dalle agenzie sia quella per cui loro abbiano sempre tenuto in considerazione i fattori ESG nelle valutazioni di merito creditizio¹⁶⁹, oggi, l'interesse crescente per la trasparenza in materia di sostenibilità le costringe a metterlo nero su bianco e a prendersi la responsabilità di come vengono integrati questi fattori.

A questi fini, l'ESMA nel 2019 ha adottato delle specifiche linee guida¹⁷⁰ per aumentare la *disclosure* delle agenzie su quali siano le metriche chiave considerate fattori ESG materiali nell'attribuzione di un determinato rating di credito e per quali ragioni vengano scelte. Allo stesso tempo tuttavia, l'Autorità ha sottolineato l'importanza di non considerare i rating di merito creditizio come opinioni sulla sostenibilità di un ente e suggerito di evitare l'adozione di regole vincolanti sull'inclusione dei fattori ESG nei metodi delle CRAs.¹⁷¹

Le reazioni delle “Tre Sorelle” alla spinta ESG sono state principalmente due: l'integrazione dei fattori ESG nell'analisi dei rischi alla base dei rating di credito; l'acquisizione di SRAs e dei loro servizi per arricchire la propria offerta in questo ambito.

Tra le tre, S&P è stata la prima ad occuparsi di fattori ESG. Non a caso, dato che detiene la fetta di mercato più grande e quindi “guida” l'oligopolio degli intermediari dell'informazione. Iniziò svolgendo degli studi di settore, con la pubblicazione nel 2015 del *report* sul “*Climate Risk: Rising Tides Raise the Stakes*”: una ricerca delle diverse prospettive assunte dall'organizzazione sulla questione ambientale. Nel 2019 pubblica “*The Role of Environmental, Social, and Governance Credit Factors in our Ratings Analysis*” (disponibile sul loro sito), un documento che illustra i metodi d'integrazione dei fattori ESG nei ratings di credito.¹⁷² Nel documento vengono elencati i fattori ESG considerati materiali alle loro valutazioni, ad es. le emissioni di gas serra, le violazioni di norme di sicurezza e salute, presenza di controlli interni, ecc. Contiene anche esempi di casi passati in cui i loro rating

¹⁶⁸ D. CASH, *Sustainability Rating Agencies vs Credit Rating Agencies: The Battle to Serve the Mainstream Investor cit.*, p. 69.

¹⁶⁹ *Ibid.*

¹⁷⁰ ESMA, *Final Report, Guidelines on Disclosure Requirements Applicable to Credit Ratings*, 18 luglio 2019.

¹⁷¹ ESMA, *Technical Advice to the European Commission on Sustainability Considerations in the credit rating market*, 18 luglio 2019.

¹⁷² D. CASH, *Sustainability Rating Agencies vs Credit Rating Agencies: The Battle to Serve the Mainstream Investor cit.*, p. 77.

sono stati impattati da questioni ESG, e nella maggior parte dei casi si tratta di declassamenti. Nel documento si sottolinea che la materialità dei fattori sia diversa a seconda dell'industria a cui si fa riferimento e dai soggetti interessati. Inoltre, si sottolinea che fare delle valutazioni future sull'impatto dei fattori ESG sui rating di credito renda questi ultimi sempre meno accurati più si va avanti nell'orizzonte temporale. Auspicano una maggiore standardizzazione dei fattori. Nell'illustrare l'integrazione ESG utilizzano spesso il condizionale, e manca un'indicazione di cosa esattamente S&P consideri "rischio ESG ad alto impatto".¹⁷³

Anche Moody's ha pubblicato molti documenti simili a quello di S&P sull'integrazione dei fattori ESG. Ad esempio il documento "*General Principles for Assessing Environmental, Social, and Governance Risks*" del 2019 contiene molti degli stessi elementi. Nel 2020 è stato aggiornato e risulta più concreto e dettagliato rispetto a prima.¹⁷⁴ L'agenzia prevede tre distinti *scores* per i profili E, S e G degli emittenti (IPS), che misurano l'esposizione ai relativi rischi, ed un voto generale chiamato *ESG Credit Impact Score* (CIS), una valutazione qualitativa di come le considerazioni ESG hanno impattato il rating di un emittente o di una transazione. Quest'ultimo ha una sua scala che va • CIS-1 > Positive ; • CIS-2 > Neutral-to-low ; • CIS-3 > Moderately Negative ; • CIS-4 > Highly Negative ; • CIS-5 > Very Highly Negative.¹⁷⁵ Anche se Moody's afferma che gli IPS, quando disponibili, informano il rating di credito, sono fattori meramente contributivi e non fondano i loro giudizi: due emittenti possono avere lo stesso *credit rating* ma diversi IPS. Un certo emittente infatti, potrebbe essere esposto a maggiori rischi ESG ma contemporaneamente avere una struttura in grado di mitigare i danni causati, o avere altri fattori positivi che influenzano la loro affidabilità. La scala degli IPSs va da E-1, S-1, e G-1 (positivi) fino a E-5, S-5, e G-5 (molto negativi).¹⁷⁶

Infine, nel 2019, e grazie alla spinta di PRI e della base di investitori, anche Fitch ha lanciato i suoi "ESG Relevance Scores", accompagnati da un *white paper*¹⁷⁷ dettagliato sul loro funzionamento. Nel documento si afferma che "Come firmatari della dichiarazione d'intenti PRI intitolata *ESG in credit risk and ratings*, e nel rispetto dei nostri valori, Fitch Ratings ha sviluppato gli *ESG Relevance Scores*, per aiutare gli investitori con le loro analisi del credito e offrire trasparenza sulle questioni ESG rilevanti che influenzano i nostri rating di merito

¹⁷³ *Ibid.*, p. 78.

¹⁷⁴ *Ibid.*, p. 79.

¹⁷⁵ Moody's, *General Principles for Assessing Environmental, Social and Governance Risks*, 2019.

¹⁷⁶ D. CASH, *Sustainability Rating Agencies vs Credit Rating Agencies: The Battle to Serve the Mainstream Investor cit.*, p. 79.

¹⁷⁷ Fitch Ratings, *ESG in Credit: White Paper*, 2020..

creditizio.”¹⁷⁸ Il modello di questi *scores* presenta una scala lineare da 1 a 5: un ESG Relevance Score di 5 indica che un determinato fattore ha avuto un diretto impatto sul rating di credito, un 1 indica invece che non ha avuto impatto alcuno. Se il fattore ha un’influenza positiva è accompagnato da un +. Quando viene attribuito un giudizio che va da 4 a 5, la commissione su quel determinato rating di credito dovrà discuterne obbligatoriamente e ne farà rapporto nella relazione che accompagna la pubblicazione del rating. Per formulare i suoi ESG Relevance Scores, Fitch si serve di informazioni disponibili al pubblico e di colloqui con l’area manager dell’entità valutata, oltre che informazioni fornite dai *peers*, informazioni regolatorie e studi di settore.¹⁷⁹

Prima che enti autorevoli come la PRI o l’ HLEG sulla finanza sostenibile, affermassero che le valutazioni delle CRAs non possono e non devono ignorare i rischi derivanti dai fattori ESG¹⁸⁰, le CRAs si erano sempre basate esclusivamente sui fondamenti finanziari e tendevano ad evitare le considerazioni squisitamente “qualitative”. Quando i fattori ESG venivano considerati, doveva essere palese la ragione della loro inclusione: ad esempio, nel valutare un’azienda che si occupa di produzione di carbone non si poteva prescindere dal considerare il rispetto delle relative norme ambientali. In ogni caso, la decisione sulla materialità o meno dei dati ESG nelle loro valutazioni rimaneva nelle mani delle agenzie.¹⁸¹ La crisi ha cambiato lo stato delle cose: dato che il loro capitale reputazionale è sceso, le agenzie sono state costrette a reinventarsi per segnalare al mercato di essere cambiate (per il meglio), comunicare di aver imparato dai loro errori, dimostrandosi proattive e quindi, per usare il significato più inflazionato del termine, intrinsecamente “sostenibili”.

Diversamente dai servizi di rating del credito, la preparazione e diffusione di ratings ESG non è un’attività regolamentata, non richiede alcun tipo di autorizzazione o registrazione.¹⁸² I servizi e le metodologie offerte dalle SRAs non le qualificano come CRAs poiché non valutano l’affidabilità creditizia di debitori o titoli di debito.

¹⁷⁸ *Ibid.*

¹⁷⁹ D. CASH, *Sustainability Rating Agencies vs Credit Rating Agencies: The Battle to Serve the Mainstream Investor cit.*, p. 82.

¹⁸⁰ HLEGSF, Final Report, *Financing a Sustainable European Economy*, 2018, p. 76.

¹⁸¹ D. CASH, *Sustainability Rating Agencies vs Credit Rating Agencies: The Battle to Serve the Mainstream Investor cit.*, p. 69.

¹⁸² ESMA, *Outcome of ESMA Call for Evidence on Market Characteristics of ESG Rating and Data Providers in the EU*, 24 giugno 2022.

I fornitori di ratings ESG non sono quindi qualificati come agenzie di rating del credito per la legge europea, e dato che non trasmettono comunicazioni direttamente indirizzate a proporre o sconsigliare un investimento, non rientrano neppure nella definizione di analisti finanziari ai sensi della *Market Abuse Regulation* (Reg. UE 596/2014 – MAR).¹⁸³ In effetti, il rating non è una raccomandazione a sottoscrivere, acquistare, vendere determinati strumenti finanziari e non è neppure una valutazione di convenienza giacché oggetto di valutazione non è il rendimento, ma solo il rischio; il rendimento, semmai, può dipendere dal rating assegnato a un emittente o a una sua particolare emissione.¹⁸⁴ Uno studio recente ha dimostrato che gli analisti finanziari non fanno un ampio uso dei dati ESG¹⁸⁵ e la ragione principale sembra essere una diffusa mancanza di fiducia nella loro attendibilità¹⁸⁶.

Tuttavia, le affinità ed i punti di convergenza tra le due industrie sono molteplici. In primis, la struttura di mercato delle SRAs presenta molte somiglianze con quella tradizionale delle CRAs, e solleva problematiche di regolamentazione simili. Secondo l'ESMA¹⁸⁷ infatti, il mercato europeo si divide in due segmenti: uno comprendente le grandi imprese con sede in paesi terzi (perlopiù gli Stati Uniti), ed un secondo più piccolo formato dai piccoli fornitori europei, dotati di scarso potere di mercato. Come per le CRAs, se da una parte meno concentrazione sul mercato porterebbe ad una maggiore efficienza allocativa, riducendo l'eventuale impatto sistemico di giudizi errati, dall'altra parte, un mercato concentrato riduce il rischio di *rating shopping*.

Sorprende poco la circostanza per cui i tradizionali soggetti CRAs siano entrati anche nel settore dei rating di sostenibilità, a causa della sinergia tra le metodologie alla base dei rating di credito ed ESG, e per il fatto che fattori ESG sono diventati ormai parte integrante delle analisi di rischio alla base dei primi. Tuttavia, a causa dell'incertezza reputazionale di cui gode questo settore, alcune agenzie hanno preferito allocare i loro servizi relativi all' ESG in

¹⁸³ M. GARGANTINI, M. SIRI, *Information Intermediaries and Sustainability ESG ratings and benchmarks in the European Union*, ECMI Working Paper n. 15/ 2022, p. 5.

¹⁸⁴ G. PRESTI, *Take the «AAA» train: note introduttive sul rating cit.*, p. 253.

¹⁸⁵ A. K. HINZE, F. SUMP, *Corporate social responsibility and financial analysts: a review of the literature*, in *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, n. 10/2019.

¹⁸⁶ S. ABHAYAWANSA et al., *A practice theoretical analysis of the irrelevance of integrated reporting to mainstream sell-side analysts*, in *Accounting and Finance* n. 59/ 2018.

¹⁸⁷ ESMA, *Outcome of ESMA Call for Evidence on Market Characteristics of ESG Rating and Data Providers in the EU*, 24 giugno 2022, pp. 3-19.

unità organizzative separate, ed evitare che una scarsa qualità di questi prodotti, nuovi e relativamente sconosciuti, potesse inficiare il loro *brand* originale.¹⁸⁸

Una differenza sostanziale con il modello delle agenzie di rating tradizionali è quella per cui le SRAs si rivolgono agli investitori e non agli emittenti¹⁸⁹, per questo motivo non seguono il modello *issuer-pays* ed i loro servizi vengono pagati direttamente dagli investitori, il che riduce sostanzialmente i rischi di potenziali situazioni di conflitto d'interesse e di *rating shopping*. Questa circostanza ha anche dei risvolti importanti in materia di responsabilità civile, come vedremo nell'ultimo capitolo. Tuttavia, il modello *issuer-pays* non è del tutto assente ed è ancora utilizzato da alcuni partecipanti al settore, ad esempio la SRA Standard Ethics.

Visti i continui cambi di scenario nel settore dei sistemi di sostenibilità aziendali, non è facile realizzare una mappatura precisa delle SRAs presenti sul mercato. I soggetti che popolano questa scena sono già stati individuati nel primo capitolo (Sustainalytics, Trucost, Refinitiv, Vigeo-Eiris, Standard Ethics, EcoVadis, ISS e MSCI, per citarne alcuni).

Sustainalytics, che iniziò come Jantzi Research nel 1992 (il suo CEO era Michael Jantzi) e che nel 2009 si unì ad altre tre compagnie più piccole, è stata acquistata nel 2020 da Morningstar, una compagnia di servizi finanziari che, tra le altre, offre anche ratings di credito. Nel 2010 la SRA aveva lanciato il suo servizio di “*Country ESG Risk Research & Ratings*” ed oggi si occupa sia di rating di impresa sia di rating sovrani. E' cresciuta grazie ad un partenariato con Glass Lewis, un fornitore indipendente di servizi di *governance* e di supporto al coinvolgimento degli azionisti a livello mondiale, e con l'indice di prodotti sostenibili STOXX ESG Index: entrambi utilizzano i dati forniti da Sustainalytics nei loro processi¹⁹⁰. La stessa Morningstar utilizza i rating Sustainalytics per fornire rating di

¹⁸⁸ M. GARGANTINI, M. SIRI, *Information Intermediaries and Sustainability ESG ratings and benchmarks in the European Union cit.*, p. 9.

¹⁸⁹ ESMA, *Outcome of ESMA Call for Evidence on Market Characteristics of ESG Rating and Data Providers in the EU cit.*, p. 3.

¹⁹⁰ D. CASH, *The Role of Credit Rating Agencies in Sustainable Finance*, Roma, 2018, p. 31.

sostenibilità ai fondi sui tassi. I fondi ricevono “globi”: un elevato numero di globi indicano un rischio ESG inferiore.¹⁹¹

Anche Trucost è stata acquisita da una CRAs: da S&P nel 2016. In precedenza, aveva sviluppato la buona reputazione di “strumento conveniente per la misurazione dell’impronta ecologica delle imprese grazie al suo archivio contenente dati sull’utilizzo di risorse ed emissioni di più di 4000 società quotate”¹⁹². S&P ha comprato i servizi ESG di un’altra agenzia di sostenibilità importantissima, RobecoSAM nel 2019. Lo stesso anno, Moody’s ha preso il controllo della SRA francese Vigeo-Eiris.

Le rimanenti SRAs sono indipendenti rispetto alle agenzie di rating creditizio ma fanno comunque parte di grandi *holding* che offrono servizi diversi ai mercati. Tra queste spicca Refinitiv, il servizio di rating ESG offerto dalla multinazionale canadese Thomson Reuters, che oltre a possedere un vastissimo database finanziario sulle aziende, è proprietaria della rinomata agenzia di stampa britannica Reuters. Tuttavia, a partire dal 2021, Refinitiv è stata ceduta al London Stock Exchange Group (LSEG), la principale piazza finanziaria d’Europa.¹⁹³ Un’altra proprietà del LSEG è l’agenzia FTSE Russell che pubblica rating su 7.200 titoli diversi. L’attività principale di FTSE Russell è la compilazione di indici di mercato che concede in licenza alle società di gestione degli investimenti. LSEG vende i rating FTSE Russell ESG ai gestori di investimenti per l’utilizzo nella selezione dei singoli titoli e li utilizza anche per creare *benchmark* per i fondi comuni di investimento ed i fondi negoziati in borsa.¹⁹⁴

ISS ESG è un’altra agenzia che pubblica rating, coprendo circa 11.800 emittenti e 25.000 fondi diversi. ISS ESG è una controllata di Institutional Shareholder Services, la più grande società di consulenza *proxy* (come Morningstar) che fornisce raccomandazioni alle società di gestione degli investimenti su come votare varie voci sulla delega annuale. Nel 2014, MSCI ha venduto ISS (che aveva acquisito tramite RiskMetrics) a una società di *private equity*. Nel 2020, Deutsche Börse ha acquisito la partecipazione di maggioranza (l’80%) di ISS.¹⁹⁵

¹⁹¹ D. LARCKER et al., *ESG Ratings: A Compass without Direction*, Stanford Closer Look series Working Paper, 2022, p. 3.

¹⁹² R. A. G. MONKS, A.R. LAJOUX, *Valuation Based on Earnings*, Wiley, 2011, p. 346.

¹⁹³ *Ibid.*

¹⁹⁴ *Ibid.*

¹⁹⁵ *Ibid.*

Rimangono ancora le più “piccole” Standard Ethics, la quale si distingue dalle altre perché offre valutazioni ancorate a degli standard normativi sovranazionali, misurando in particolare il rispetto di imprese e nazioni dei documenti e linee guida pubblicate dall’ONU, dall’OECD e dall’UE; ed EcoVadis, che impiega una simile metodologia, tuttavia, i suoi parametri di riferimento sono il Global Compact e la GRI, e ha un focus particolare sulle catene di fornitura.¹⁹⁶

Alcune difficoltà regolatorie derivano proprio dal fatto che molti partecipanti a questa “scena” non si definiscono SRAs ma offrono comunque lo stesso prodotto agli investitori. Il migliore esempio di questo è MSCI¹⁹⁷ (Morgan Stanley Capital International, scorporata nel 2009 dalla banca d’affari che porta lo stesso nome). MSCI è una società di servizi finanziari che commercializza strumenti di ricerca e di analisi per gli investitori istituzionali. È un leader mondiale degli indici di mercato, che pubblica con il marchio MSCI. Dopo la crisi (e dopo il disastro ambientale della piattaforma petrolifera Deepwater Horizon nel Golfo del Messico), la società ha deciso di includere tra i suoi servizi l’analisi e quantificazione dei rischi legati ai fattori ESG. Per fare ciò, nel 2010 comprò la società RiskMetrics per più di un miliardo e mezzo di dollari, che a sua volta aveva comprato un anno prima KLD (Kinder, Lydenberg, Domini Research & Analytics) che offriva strumenti di valutazione sulla responsabilità sociale d’impresa. Grazie a queste acquisizioni, MSCI riuscì nei suoi intenti ed oggi i suoi “MSCI KLD Scores”, fanno concorrenza a quelli offerti dalle altre agenzie, nonostante MSCI non sia classificata, tecnicamente, come una SRA.

In sintesi, la funzione primaria delle SRAs è quella di permettere ai gestori di investimenti di “segnalare” ai loro azionisti in che modo stanno investendo i loro capitali. Se da una parte le SRAs si sono offerte come i candidati ideali per assolvere a questa funzione, perché innovative, specializzate e relativamente nuove sul mercato, prive di quel bagaglio reputazionale negativo che caratterizza invece le CRAs, d’altra parte le CRAs occupano una posizione decisamente più forte sul mercato e hanno a disposizione molte più risorse per rispondere alle esigenze dei loro clienti. Se si confrontano le situazioni finanziarie delle agenzie la situazione è evidente: le entrate per il 2021 di Sustainalytics si aggirano intorno ai

¹⁹⁶ D. CASH, *The Role of Credit Rating Agencies in Sustainable Finance cit.*, Roma, 2018, pp. 32 - 33.

¹⁹⁷ *Ibid.*, p. 31

78 milioni di dollari,¹⁹⁸ che per quanto notevoli, impallidiscono di fronte ai miliardi guadagnati da S&P e le altre. La conseguenza principale di questo è il trend di mercato a cui stiamo assistendo in cui le CRAs o altre grandi società che si occupano di servizi finanziari “inglobano” le SRAs, aumentando i rischi di conflitto d’interesse e le possibili distorsioni dei loro giudizi.

3. Le tipologie di rating offerte

Il compito principale dei *raters* è quello di condurre delle valutazioni indipendenti ed esperte sulla qualità di determinate attività, prendendo in considerazione i fattori di rischio più rilevanti. I prodotti delle agenzie di rating presentano un’ampia gamma di applicazioni possibili.

Le due ampie categorie generali funzionali a cui possono essere ricondotti i ratings sono la caratterizzazione della solvibilità dei debitori e quelli che misurano “l’attrattività” di un investimento. I primi, il cui esempio per eccellenza è il rating di merito creditizio, esprimono un’opinione sulla capacità - e la volontà - della parte creditizia di adempiere alle sue obbligazioni finanziarie per tempo. Un rating di questo tipo può anche riferirsi alla qualità di un singolo prodotto, come un’obbligazione societaria o altri strumenti di debito. Come si è visto, la presenza di un rating positivo può portare all’azienda che lo richiede molti vantaggi, ad esempio, quello di ottenere in via preferenziale un prestito bancario. La natura giuridica del rating del credito rimane comunque controversa. Sicuramente non è una certificazione contabile, né una garanzia sull’effettivo pagamento del debito, non rappresenta un consiglio d’investimento, né una consulenza finanziaria, non equivale ad una raccomandazione ad acquistare, detenere o vendere titoli.¹⁹⁹ Nonostante la sua funzione “quasi-regolamentare”, dovuta all’integrazione dei ratings nelle normative prudenziali, secondo le agenzie rimane una semplice opinione (*opinion*), come tale tutelata dalla libertà di manifestazione del

¹⁹⁸ NASDAQ, Com. stampa, *Morningstar, Inc. Reports Fourth-Quarter, Full-Year 2021 Financial Results*, disponibile presso: <https://www.nasdaq.com/press-release/morningstar-inc.-reports-fourth-quarter-full-year-2021-financial-results-2022-02-24>.

¹⁹⁹ E. DEPRETIS, *La responsabilità delle agenzie di rating tra diritto europeo e soluzioni di diritto interno*, Università degli studi di Milano Bicocca, 2013, p. 68.

pensiero; come si vedrà nel terzo capitolo, tale tesi attualmente non incontra più grande seguito.

I secondi, i giudizi sull'attrattività degli investimenti, sono delle valutazioni del livello di soddisfazione di requisiti finanziari, produttivi, organizzativi, di marketing, legali ed altri, di una specifica società o progetto, per l'interesse solo degli investitori. Il loro scopo è quindi quello di permettere una valutazione dei possibili vantaggi e svantaggi connessi ad uno specifico investimento, ma anche ad un intero settore, regione, industria. Anche in questo caso ci sono molti vantaggi: ottenere finanziamenti, prestiti, ridurre i tassi d'interesse, ecc. Ad esempio, un Comune che deve realizzare una classifica dei progetti presentatigli per selezionare i più "attraenti" e così decidere cosa finanziare potrebbe servirsi di questo tipo di valutazioni.

Visti gli approcci più comuni all'investimento sostenibile, come quello di realizzare uno *screening* positivo "*best in class*" o uno negativo di esclusione, sia i rating di rischio ESG sia quelli sull'impatto ESG potrebbero essere ricondotti a questa seconda categoria. I primi facendo delle previsioni sull'impatto delle questioni ESG sul profilo finanziario delle entità valutate, ed i secondi segnalando le conseguenze del loro impatto su società e natura, caratterizzano indirettamente anche la loro "attrattività" per un investitore sensibile a queste tematiche. I loro fornitori esaminano le prestazioni ambientali e sociali passate delle aziende così come le iniziative manageriali adottate a riguardo, guardando sia al passato sia al futuro. Esattamente come le CRAs aumentano l'efficienza e la trasparenza del mercato dei capitali riducendo le asimmetrie informative tra mutanti e mutuatari, i *raters* che si occupano di questioni sociali ed ambientali vogliono fornire agli investitori un quadro dettagliato dei comportamenti socialmente responsabili adottati dalle imprese.

Un'altra classificazione che attiene ai ratings in generale (comune ai rating ESG, di merito creditizio, di legalità, rating sovrani, ecc.) è quella che li divide tra *solicited* ed *unsolicited*²⁰⁰: i primi sono quelli richiesti da un soggetto interessato (l'investitore, il gestore patrimoniale, di fondi, lo stesso emittente ecc.) il quale, per riceverli, paga un corrispettivo agli "esperti" del campo, ad esempio, attraverso una forma di abbonamento ai servizi dell'agenzia fornitrice. I secondi sono quelli che le agenzie forniscono gratuitamente e che lo *stakeholder* può consultare senza oneri a suo carico, ad esempio consultando le loro pubblicazioni online.

²⁰⁰ G. FERRI, P. LATICIGNOLA, *Concorrenza e agenzie di rating: il dibattito economico*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, n.2/2012, pp. 313 - 314.

Questa distinzione ha delle ricadute importanti sulla qualificazione giuridica dei ratings e soprattutto sulla disciplina della loro responsabilità. Infatti, se a monte vi è un contratto tra investitore ed agenzia, gli eventuali danni causati da ratings inesatti, potranno indubbiamente far sorgere un'ipotesi di responsabilità civile contrattuale per inadempimento ex art. 1228 cod. civ..²⁰¹ L'unico punto incerto riguarderebbe allora la qualificazione giuridica del contratto di rating, nel quale sono rinvenibili "prestazioni astrattamente riconducibili al contratto d'opera, all'appalto di servizi oppure al mandato".²⁰² L'opinione prevalente è nel senso di qualificare il contratto di rating come contratto di prestazione d'opera professionale, ex artt. 2229 ss. cod. civ..²⁰³ Così anche la giurisprudenza: il Tribunale di Milano (sesta sezione civile, 1° luglio 2011, n. 8790) implicitamente qualifica le agenzie di rating come professionisti intellettuali.²⁰⁴

Più peculiare la seconda ipotesi di *rating unsolicited*, dato che si tratterebbe di un contratto a titolo gratuito restano ferme le ipotesi di responsabilità aquiliana, ma la dottrina si è interrogata molto sulla configurabilità della responsabilità contrattuale, e nel caso, di eventuali attenuazioni del regime. La domanda centrale è: la registrazione (gratuita) dell'investitore al sito web dell'agenzia per visionare i ratings è idonea a far sorgere ad un rapporto negoziale tra i due? Secondo la dottrina prevalente, si potrebbe configurare un vero e proprio contratto gratuito atipico.²⁰⁵ In particolare, la dottrina si è chiesta quale fosse l'esatta configurazione giuridica dei *terms of use* che l'utente è chiamato ad accettare all'atto di registrazione sul sito web (non solo – come nel caso che qui interessa – dell'agenzia di rating, ma anche di motori di ricerca, social network, etc.) per poter accedere ai relativi contenuti. I c.d. "negozi gratuiti atipici" sono "quei negozi privi di intento liberale e caratterizzati dal perseguimento di un apprezzabile interesse patrimoniale, dove il sacrificio economico del disponente non viene compensato da una controprestazione o da un corrispettivo immediato e diretto, bensì da un vantaggio economicamente valutabile ottenuto in altro modo e dove prestazione ed utilità perseguita dall'autore dell'atto appaiono connessi per essere inseriti in un'operazione

²⁰¹ C. SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, in *Contratto e impresa* n. 3/2011, p. 804.

²⁰² M. MARIANELLO, *La responsabilità contrattuale dell'agenzia di rating nei confronti del committente*, in *Obbligazioni e contratti* n. 4/2010, p. 289.

²⁰³ F. PARMEGGIANI, *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, in *Giur. Comm.*, n.1/2010, p. 150.

²⁰⁴ M. MARIANELLO, *Insolvenza dell'emittente ed (ir)responsabilità dell'agenzia di rating*, in *Obbl. e contr.* n. 5/2012, p. 354.

²⁰⁵ P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, Napoli, 2011, pp. 123 ss.

giuridico-economica unitaria”²⁰⁶. Nei contratti gratuiti vi è dunque una parte (nel caso di specie, l’agenzia di rating) che effettua una prestazione senza ricevere alcuna controprestazione in cambio dalla controparte contrattuale (nella specie, l’investitore), non però per spirito di liberalità (altrimenti si configurerebbe un contratto di donazione), ma perché ha un interesse economicamente valutabile all’effettuazione di quella prestazione.²⁰⁷ Qual è il vantaggio economico in funzione del quale l’agenzia di rating esegue la propria prestazione a favore dell’utente? Il vantaggio si potrebbe rinvenire nell’interesse primario che la stessa ha affinché i suoi giudizi siano diffusi e conosciuti tra il pubblico.²⁰⁸ Non avrebbe infatti, nessuna funzione “segnalativa” (o di correzione delle asimmetrie) un rating che non raggiungesse la platea di coloro che operano sul mercato dei capitali.

Altra parte della dottrina²⁰⁹ (non senza critiche) caratterizza la registrazione dell’investitore al sito come un contatto sociale qualificato che genera un affidamento tutelabile attraverso l’applicazione delle norme dettate in materia di responsabilità contrattuale. Le forti perplessità che si sono sollevate riguardano la possibilità di applicare la teoria del contatto sociale ad un caso così “spiritualizzato” e “labile”²¹⁰, ma soprattutto, parrebbe quasi impossibile la sua applicazione ai casi in cui il semplice utilizzo del supporto informatico quale mezzo di diffusione del rating del credito, non sia corredato da un pur minimo, indice relazionale (quale potrebbe essere, ad esempio, la registrazione al sito web), che renda, se non determinati, quanto meno determinabili i soggetti ai quali l’informazione è rivolta.²¹¹

Passando ai diversi tipi di rating ESG che esistono, si può tracciare una linea di demarcazione netta tra i ratings del “rischio ESG”, ovvero quelli che si concentrano sull’esposizione degli emittenti ai rischi ESG e valutano la capacità degli emittenti di gestire tali rischi o di cogliere delle opportunità di rendimento da essi (la cosiddetta prospettiva *outside-in*, da fuori-adentro), da quelli propriamente “ESG” o “*impact ratings*”, il cui scopo è invece quello di

²⁰⁶ *Ibid.*, p. 124.

²⁰⁷ E. DEPRETIS, *La responsabilità delle agenzie di rating tra diritto europeo e soluzioni di diritto interno cit.*, p. 390.

²⁰⁸ P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori cit.*, pp. 125-127.

²⁰⁹ A. SACCO GINEVRI, *Le società di rating nel Regolamento CE n. 1060/2009: profili organizzativi dell’attività*, in *Le nuovi leggi civili commentate*, n. 33/2010, p. 348,

²¹⁰ P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori cit.*, pp. 121-122.

²¹¹ A. TROISI, *Diligenza e responsabilità delle agenzie di rating negli ordinamenti di Common Law. Riflessi sulle prospettive disciplinari di tali società*, in *Riv. trim. dir. econ.* n. 4/2012, pp. 187 ss., pp. 209-210.

misurare gli effetti complessivi delle operazioni degli emittenti sui fattori di sostenibilità (prospettiva *inside-out*, da dentro-a-fuori).²¹²

In generale, il tema più comune tra i fornitori ESG è la riduzione del rischio di investimento, quindi la prima prospettiva *outside-in*.²¹³ L'ipotesi su cui si basano è che la qualità ESG migliori le prestazioni finanziarie riducendo i fattori sociali e ambientali che rappresentano un rischio per il modello di business o le operazioni dell'azienda. A tal fine, ad esempio, MSCI afferma che i suoi rating “supportano la mitigazione del rischio ESG e la creazione di valore a lungo termine.” Sustainalytics misura “il grado in cui il valore economico di un'azienda è a rischio” a causa dei fattori ESG.²¹⁴ Se questi fornitori sono corretti nella loro tesi e accurati nella loro misurazione, dovremmo essere in grado di osservare una correlazione tra i rating ESG e i successivi eventi di rischio.

Tuttavia, la riduzione del rischio non è l'unica rivendicazione dei fornitori di rating ESG. Alcuni sono espliciti nel progettare i loro punteggi per prevedere i rendimenti. Per esempio, HIP sostiene che i suoi rating “correlano migliori rendimenti per la stessa quantità di rischio.” Arabesque dice che il suo approccio “è incentrato sull' identificare le aziende che sono meglio posizionate per sovra-performare nel lungo termine. (...) Quando si calcola il punteggio ESG di un'azienda, l'algoritmo utilizzerà solo informazioni che aiutano in modo significativo a spiegare le future prestazioni aggiustate al rischio.”²¹⁵ Anche queste affermazioni sono verificabili, collegando i rating ESG alle successive variazioni dei prezzi delle azioni o delle obbligazioni.

Alcuni fornitori di rating ESG adottano invece una prospettiva più marcatamente *inside-out*, come, ad esempio, ISS che sostiene di misurare l'impatto ambientale o sociale di un'azienda, Refinitiv che parla di “misurare la trasparenza e l'impegno nei confronti dell' ESG” e FTSE Russell che “fornisce uno schermo per la selezione ESG a sostegno degli obiettivi di gestione”. L'accuratezza di questo tipo di ratings è più difficile da misurare.²¹⁶

²¹² M. GARGANTINI, M. SIRI, *Information Intermediaries and Sustainability ESG ratings and benchmarks in the European Union cit.*, p. 3.

²¹³ D. LARCKER et al., *ESG Ratings: A Compass without Direction*, Stanford Closer Look series Working Paper, 2022, p. 3.

²¹⁴ *Ibid.*

²¹⁵ *Ibid.*

²¹⁶ *Ibid.*

I rating ESG sono generalmente segnalati per lettera o su base numerica (*ratings vs. scores*) per riflettere il rischio o la performance ESG, assoluta o relativa, dell'azienda. Alcune società (come MSCI) utilizzano una scala di 7 punti da AAA a CCC, analoga a quella utilizzata dalle principali agenzie di rating del credito. Altri utilizzano una scala a 12 punti da A+ a D-, simile a dei voti "scolastici" (ISS è un esempio). Un altro approccio ampiamente utilizzato è quello di pubblicare i punteggi su base percentile utilizzando una scala da 1 a 100, dove 100 può rappresentare un'elevata qualità ESG (positiva) o un elevato rischio ESG (negativa).²¹⁷

Molti fornitori di rating affermano di misurare la qualità ESG relativa al settore, mentre alcuni affermano di misurare la loro qualità in termini assoluti. I rating "adeguati" al settore consentono agli investitori di confrontare i fattori ESG di rischio o prestazioni tra imprese all'interno dello stesso settore. In questo modo, una società energetica che è più finanziariamente esposta ai rischi ambientali, può essere individuata in un confronto con i suoi pari. Tuttavia, i rating adeguati al settore non consentono il confronto tra le imprese in generale e il rating di un'azienda finisce per dipendere molto dal settore a cui è destinato. Al contrario, i fornitori di rating che pretendono di misurare la qualità ESG assoluta possono essere utilizzati per il confronto tra i vari settori, anche se le aziende tendono a ricevere sistematicamente rating più alti o più bassi a seconda del loro settore di attività.

Nelle tabelle successive sono riassunti²¹⁸ i ratings ESG più utilizzati dagli investitori, sia quelli forniti dalle agenzie specializzate sia quelli forniti dalle CRAs, e le diverse scale di valori utilizzate.

TAB. 1

SRA	<i>Sustainalytics</i>	<i>Refinitiv</i>	<i>MSCI</i>	<i>ISS</i>
------------	------------------------------	-------------------------	--------------------	-------------------

²¹⁷ *Ibid.*, pp. 3 - 4.

²¹⁸ Dati rielaborati dai siti ufficiali delle agenzie, disponibili presso:

(SUSTAINALYTICS) www.sustainalytics.com/esg-data; (REFINITIV) www.refinitiv.com/en/sustainable-finance/esg-scores; (MSCI) www.msci.com/our-solutions/esg-investing/esg-ratings; (ISS) www.issgovernance.com/esg/ratings/; (S&P) www.spglobal.com/esg/solutions/data-intelligence-esg-scores ; (MOODY'S) www.esg.moodys.io/esg-measures; (FITCH) www.fitchratings.com/topics/esg.

Tipo di rating	Rischio ESG	Impatto ESG	Rischio ESG	Impatto ESG
Scala di valori	100 – 0 (basso - alto)	0 – 100 (bassa - alta)	AAA - CCC (basso - alto)	D+ a A+ (bassa - alta)

TAB. 2

CRA	S&P	Moody's	Fitch
Tipo di rating	Impatto ESG (+ Rischio ESG, offerto da Trucost)	Rischio ESG (+ Impatto ESG, offerto da Vigeo Eiris)	ESG <i>Relevance</i> <i>scores</i> sul rating di credito
Scala di valori	0 – 100 (bassa - alta)	-- a + (alto - basso)	1 - 5 (basso - alto)

É ormai dimostrato che un rating ESG di bassa qualità (o comunque un indicatore delle scarse prestazioni ambientali/sociali di un'azienda) danneggi la performance finanziaria e la reputazione di una azienda. Per fare un esempio aneddótico di questo, nel 2006 Kinder, Lydenberg, Domini Research & Analytics (KLD) rimosse la Coca-Cola Co. dal suo indice di investimento ESG, a seguito di una “sollevazione” del pubblico circa le pratiche ambientali e sul lavoro dell'azienda nei paesi in via di sviluppo, e di conseguenza, il più grande fondo pensioni statunitense (TIAA-CREF) vendette più di 50 milioni di dollari in azioni Coca-Cola.²¹⁹ Attig ed altri nel 2013²²⁰ hanno mostrato, basandosi sui ratings ESG offerti da MSCI, che esiste una forte correlazione tra una buona prestazione “sociale” ed alti rating di merito

²¹⁹ A.K. CHATTERJI, D.I. LEVINE, M. W. TOFFEL, *How well do Social Ratings Actually Measure Corporate Social Responsibility*, in *Journal of Economics & Management Strategy*, n. 18/2009, pp. 126-127.

²²⁰ N. ATTIG et. al., *Corporate social responsibility and credit ratings*, in *Journal of Business Ethics*, n.117/2013.

creditizio. In maniera simile, gli studi di Devalle nel 2017²²¹ e di Weber nel 2010²²², che lavorarono rispettivamente sui dati ESG forniti da Thomson Reuters e su un questionario inviato ai funzionari di 40 banche tedesche incaricati di approvare i crediti a delle PMI, confermano lo stesso risultato. I ratings ESG ratings sono quindi complementari alle valutazioni di credito in quanto comprendono informazioni essenziali non finanziarie e possono abbassare il costo del finanziamento del debito, soprattutto per le piccole imprese.

Tuttavia, alcuni studi accademici²²³ e molti commentatori hanno messo in dubbio l'affidabilità di queste valutazioni rilevando l'alto grado di disaccordo tra i fornitori di dati.²²⁴ Ad esempio, un articolo del Wall Street Journal ha osservato: "I criteri ambientali, sociali e di governance sono difficili da definire. Quando misuriamo come diversi fornitori ESG valutano le aziende nel S&P 500, ci sono spesso poche sovrapposizioni. Al contrario, quando le agenzie di rating ottengono lo stesso punteggio per la loro affidabilità creditizia, sono molto più spesso d'accordo"²²⁵. Analogamente, le autorità di regolamentazione hanno espresso preoccupazione per il sostanziale disaccordo sui rating ESG. Il Commissario Peirce della SEC ha menzionato in un recente discorso che "I diversi rating (ESG) disponibili possono variare così ampiamente e fornire risultati così bizzarri che è difficile vedere come possano guidare efficacemente le decisioni di investimento."²²⁶ Anche sulla presunta integrazione dei fattori ESG nelle valutazioni di merito creditizio sono stati fatti molti rapporti, come quello del 2022 svolto dall'ESMA, la quale, facendo il punto della situazione a distanza di tre anni dalla pubblicazione delle sue linee guida in materia, ha rilevato un alto tasso di divergenza nei risultati delle CRAs.²²⁷

²²¹ A. DEVALLE, *The Linkage between ESG Performance and Credit Ratings: A Firm-Level Perspective Analysis*, in *International Journal of Business and Management* n. 12/2017.

²²² O. WEBER et. al, *Incorporating sustainability criteria into credit risk management*, in *Business Strategy and the Environment*, n. 19/2008.

²²³ CHATTERJI, A., DURAND, R., LEVINE, D. AND TOUBOUL, S., *Do Ratings of Firms Converge? Implications for Managers, Investors and Strategy Researchers*, in *Strategic Management Journal*, n. 38/2015; F. BERG, J.F. KÖLBEL, R. RIGOBON, *Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings*, MIT Sloan, University of Zurich, 15 aprile 2022.

²²⁴ D. CHRISTENSEN, G. SERAFEIM, A. SIKOCHI, *Why is Corporate Virtue in the Eye of The Beholder? The Case of ESG Ratings*, Harvard Business School Working Paper 20-084, 2020, p. 1.

²²⁵ J. SINDREU, S. KENT. *Why it's so hard to be an 'ethical' investor*, *The Wall Street Journal*, 1 settembre 2018.

²²⁶ Sito ufficiale SEC: www.sec.gov/news/speech/speech-peirce-061819.

²²⁷ ESMA, Com. stampa, *ESMA finds high level of divergens in disclosure of ESG factors in credit ratings*, 10 febbraio 2022.

Questi esempi evidenziano la mancanza di coerenza nell'assegnazione dei rating ESG. Questo aspetto è di grande importanza perché, in assenza di un accordo su quale sia il buon risultato ESG, gli operatori di mercato potrebbero essere fuorviati dai rating ESG. Come un recente articolo del Financial Times ha osservato “Gli investitori devono essere chiari su ciò che la metodologia che scelgono è effettivamente di misura, e perché. Altrimenti il punteggio ESG rischia di creare un falso senso di fiducia tra gli investitori che non capiscono davvero cosa c'è dietro i numeri - e quindi non capiscono davvero cosa stanno comprando”.²²⁸ Dato l'elevato tasso di disaccordo tra i loro risultati è quindi fondamentale che l'investitore coscienzioso li prenda “*with a pinch of salt*”²²⁹ — con il beneficio del dubbio— e che si informi sul loro *modus operandi* prima di decidere a quale affidarsi.

4. Le metodologie a confronto

Una delle cause più probabili della generale incoerenza tra i risultati delle SRAs è l'assenza di una metodologia comune. Ogni fornitore di giudizi ESG applica le proprie metodologie di valutazione e usa una distinta scala di criteri, parametri e valori finali. Alcune traggono le loro deduzioni solo da fonti di dominio pubblico, altre intrattengono dei rapporti privati con le società valutate (ad es. sopralluoghi in sede, *audits* ed incontri col management), altre ancora mandano questionari standardizzati per la compilazione volontaria da parte di queste. Per quanto riguarda i criteri ed i parametri utilizzati, come si è visto nel primo capitolo, le possibilità sono quasi infinite. Il processo di valutazione dei dati e la sua articolazione in punteggio invece, deve molto alle metodologie già affermate delle CRAs.

Le informazioni riguardanti le metodologie utilizzate dagli esperti di sostenibilità per arrivare ai loro giudizi sono più disponibili per alcuni rispetto ad altri. Questo dipende dall'assenza di regolamentazione nel settore: a differenza delle agenzie di rating del credito, le SRAs non devono rispettare nessun obbligo di trasparenza verso il mercato o pubblicare le loro basi

²²⁸ K. ALLEN, *Lies, damned lies and ESG rating methodologies*, Financial Times, 6 dicembre 2018, disponibile presso: <https://www.ft.com/content/2e49171b-a018-3c3b-b66b-81fd7a170ab5>.

²²⁹ S. ERHART, *Take it with a pinch of salt - ESG rating of stocks and stock indices*, in International Review of Financial Analysis n. 83/2022.

metodologiche per essere registrate presso le autorità competenti.²³⁰ Tuttavia, alcune società decidono spontaneamente di condividere le loro metodologie sui loro siti web, quindi i commentatori hanno a disposizione informazioni utili per valutarle.²³¹

Innanzitutto, ai fini di confronto, va fatto un cenno alle metodologie adottate dalle CRAs.

Il rating di merito creditizio si raggiunge attraverso l'esame congiunto di due macro-aree: il *business risk* ed il *financial risk*.²³² Il primo è il rischio connesso al profilo industriale dell'emittente, e viene valutato avendo riguardo alla posizione relativa dell'azienda nel suo settore e nel mercato; il secondo è invece il rischio connesso al profilo finanziario dell'emittente, e consiste nella valutazione della posizione finanziaria attuale e prospettica dell'azienda. Entrambi i profili sono rilevanti ai fini della stima dell'affidabilità finanziaria.

Innanzitutto, il procedimento di assegnazione del rating prende avvio o a seguito di una specifica richiesta da parte dell'emittente (*solicited rating*, ossia rating richiesto o sollecitato), o a seguito dell'iniziativa spontanea dell'agenzia di rating (*unsolicited rating*, ossia rating non richiesto o non sollecitato). Nel primo caso si instaura un rapporto contrattuale tra l'emittente-committente e l'agenzia di rating²³³: il primo parteciperà attivamente al processo di attribuzione del rating, fornendo tutte le informazioni (anche riservate e non conosciute dal mercato) necessarie all'espletamento dell'incarico da parte dell'agenzia, alla quale dovrà versare un corrispettivo per l'attività svolta. Nel secondo caso, invece, tra emittente (non committente) ed agenzia di rating non si instaura alcun vincolo, sicché l'agenzia, non avendo accesso alle informazioni confidenziali dell'entità valutata, fonderà il proprio giudizio soltanto sulle informazioni pubblicamente disponibili e non riceverà dall'emittente alcun compenso per l'attività svolta. Il rating *solicited* si tratta dell'ipotesi più comune e più articolata, prevedendo (come detto *supra*) anche il parziale coinvolgimento del soggetto valutato. Per dimostrare il proprio merito creditizio, e così ottenere una valutazione favorevole, gli emittenti possono, infatti, trasmettere informazioni "sensibili" alle agenzie di

²³⁰ D. CASH, *Sustainability Rating Agencies vs Credit Rating Agencies: The Battle to Serve the Mainstream Investor cit.*, p. 43.

²³¹ In questa sezione si prenderanno come esempi pratici le metodologie rese disponibili da Sustainalytics e MSCI sui loro siti.

²³² L. MANCINELLI, *L'assegnazione di rating da parte delle agenzie: significato, implicazioni e principali aspetti critici*, in *Bancaria* n. 3/2005, p. 58.

²³³ E. DEPRETIS, *La responsabilità delle agenzie di rating tra diritto europeo e soluzioni di diritto interno cit.*, p. 63.

rating, che dovranno valutarle senza diffonderle, preservandone il carattere di riservatezza.²³⁴ La raccolta delle informazioni rappresenta un momento cruciale del procedimento poiché quanto più complete ed aggiornate sono le informazioni a disposizione degli analisti, tanto più sarà affidabile il rating. Tale attività rappresenta, ovviamente, un costo per le agenzie di rating, costo che viene sopportato in virtù del ritorno economico previsto.²³⁵ Normalmente uno o più analisti vengono incaricati di studiare la situazione economico-finanziaria dell'entità oggetto della valutazione i quali, sulla base dei dati e delle informazioni acquisiti, formulano una proposta di rating; tale proposta viene poi sottoposta ad un comitato per l'approvazione.²³⁶ Una volta stabilito quale rating assegnare, lo stesso viene reso noto, in via confidenziale, all'emittente, il quale, ove non rimanga soddisfatto del giudizio ricevuto, può fornire informazioni ulteriori e chiedere una revisione del rating prima che lo stesso venga reso pubblico (c.d. appello); in ultima istanza, l'emittente, ove continui a non essere soddisfatto del giudizio ottenuto, in sede di prima assegnazione del rating e non oltre, potrà anche opporsi alla sua pubblicazione, e l'agenzia che lo ha emesso sarà tenuta a mantenerlo confidenziale (*confidential rating*). Questa possibilità può dar luogo al problema del *rating shopping*, ossia della pratica per cui l'emittente incarica più agenzie di emettere il rating e poi diffonde solamente quello più favorevole, in tal modo alterando l'informazione diretta al mercato. Il rating inoltre, normalmente incorpora il c.d. *outlook* (o prospettiva), ossia un'informazione sulla tendenza attesa del rating (che può essere di mantenimento, miglioramento o peggioramento della categoria).²³⁷ L'attività dell'agenzia di rating non si conclude quindi con l'emissione del giudizio, ma prosegue, e l'agenzia monitora costantemente la situazione dell'emittente al fine di verificare se il giudizio rilasciato sia sempre corrispondente alla situazione creditizia del soggetto valutato. In caso contrario, adegua (in senso migliorativo o peggiorativo) il giudizio emesso alla situazione attuale (c.d. fase di *rating surveillance*), poiché il rischio può continuamente variare con il mutare delle condizioni nelle quali opera il soggetto valutato o in relazione alle scelte ed alle strategie perseguite.

²³⁴ *Ibid.*, p. 64.

²³⁵ G. FERRI, P. LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, Il Mulino, Bologna, 2009, pp. 107-108 ss.

²³⁶ E. DEPRETIS, *La responsabilità delle agenzie di rating tra diritto europeo e soluzioni di diritto interno cit.*, p. 67.

²³⁷ Ai sensi dell'art. 3, par. 1, lett. w) del Regolamento CE n. 1060/2009 e ss.mm. la prospettiva di rating (*rating outlook*) è "un parere relativo alla probabile evoluzione del rating del credito nel breve, nel medio termine o in entrambi".

La formulazione di un rating ESG segue un *iter* in parte simile. Innanzitutto, il momento dell'avvio è lo stesso nel senso che ci saranno sia rating non sollecitati sia rating richiesti, la differenza fondamentale sta nel fatto che il committente è un soggetto diverso, non più l'emittente valutato bensì qualsiasi *stakeholder* interessato (investitori istituzionali, *retail*, gestori di fondi, ecc.). Non si instaura quindi un rapporto di tipo contrattuale tra valutatore ed entità valutata. Proprio per questo, le analisi delle SRAs si basano principalmente su dati pubblici, quali i materiali non finanziari tratti da dichiarazioni non finanziarie ai sensi del D.Lgs. 254/2016, bilanci integrati, relazioni sul governo societario (previsti dal Codice di Autodisciplina della Borsa Italiana), relazioni sulle politiche di remunerazione, siti web aziendali, eventuali piani industriali, piani di sostenibilità e presentazioni delle aziende.²³⁸

Alcune SRAs tuttavia, prevedono comunque una fase di interlocuzione con le società valutate, le quali possono decidere se partecipare o meno al processo di valutazione fornendo volontariamente documenti ulteriori, di natura privata, altre SRAs ancora consultano le società ma solo in ultima istanza, prima della pubblicazione finale del risultato, per permettergli di presentare eventuali informazioni aggiuntive e/o correttive della ricerca svolta.²³⁹

Verranno ora trattate le metodologie adottate da Sustainalytics e MSCI, dato che entrambe le hanno rese disponibili al pubblico sui rispettivi siti-web.

La prima agenzia chiarisce che i loro rating ESG misurano “il grado di rischio economico di un'azienda determinato da fattori ESG”²⁴⁰ o, più tecnicamente parlando, l'entità dei rischi ESG non gestiti di un'azienda. Sul processo di selezione dei fattori materiali, l'agenzia dichiara agli utenti che: “Un problema è considerato rilevante nell'ambito dei rating ESG se la sua presenza o assenza nell'informativa finanziaria può influenzare le decisioni prese da un investitore ragionevole. Per essere considerato rilevante nei rating del rischio ESG, un'emissione deve avere un impatto potenzialmente sostanziale sul valore economico di un'azienda e, quindi, sul

²³⁸ Esempi tratti dal documento sulla Metodologia pubblicato dall'agenzia Cerved, disponibile presso il loro sito: www.ratingagency.cerved.com.

²³⁹ M. GARGANTINI, M. SIRI, *Information Intermediaries and Sustainability ESG ratings and benchmarks in the European Union cit.*, p. 7.

²⁴⁰ Sustainalytics, Report *The ESG Risk Ratings: Methodology-Abstract Version 2.0*, 2019, p. 4.

suo rischio finanziario - e sul profilo di rendimento da una prospettiva di investimento.”²⁴¹ Per paragonare i dati di società operanti in ambiti diversi, Sustainalytics classifica ogni società, sulla base del loro punteggio quantitativo, in una delle cinque categorie di rischio: trascurabile, basso, medio, alto e grave. Secondo Sustainalytics, questo permetterebbe di confrontare, ad esempio, una banca, con un'entità come una raffineria di petrolio.²⁴²

I loro *risk ratings* sono composti da tre particolari elementi: *Corporate Governance*, *Material ESG Issues* e *Idiosyncratic ESG Issues*. Il governo societario è identificato dall'agenzia come l'elemento fondamentale, il che riflette la convinzione (dell'agenzia) che un governo aziendale “povero” comporti dei rischi materiali gravi per le aziende.²⁴³ Si applica a tutte le società indipendentemente dal settore in cui si trovano. Ritengono che i rischi di *Corporate Governance* contribuiscano in media a circa il 20% del punteggio complessivo di rischio non gestito. I “*Material ESG Issues*” sono invece divisi per industria, e vengono rivisti ogni anno. Si riferiscono a una serie di argomenti o questioni che richiedono iniziative di gestione o livelli simili di supervisione. In modo un po' contraddittorio, l'agenzia dichiara che il blocco delle “questioni ESG materiali” costituisce il nucleo e il centro della loro metodologia, solo due paragrafi dopo aver dichiarato che il governo societario è l'elemento fondamentale. Le questioni considerate meno prevedibili, sono etichettate come “*Idiosyncratic ESG Issues*”. Si tratta di questioni inattese, nel senso che non riguardano necessariamente l'industria o il settore in considerazione. L'esempio citato è uno scandalo contabile, che non ci si può aspettare che colpisca un certo settore rispetto ad un altro.²⁴⁴

Sustainalytics applica ad ogni fattore un livello di “rischio gestibile” (MRF) predeterminato per i diversi settori. Questi MRF vanno dal 30 al 100% e rappresentano essenzialmente l'esposizione a un particolare problema ESG che dovrebbe essere, almeno teoricamente, gestibile dall'azienda. Ci sono quattro fattori primari considerati quando si sviluppa un MRF: la capacità dell'azienda di garantire la conformità da parte dei propri dipendenti attraverso normative interne; gli effetti degli attori esterni sulla capacità del management di gestire il

²⁴¹ *Ibid.*

²⁴² D. CASH, *Sustainability Rating Agencies vs Credit Rating Agencies: The Battle to Serve the Mainstream Investor cit.*, pp. 44.

²⁴³ *Ibid.*, p. 45.

²⁴⁴ *Ibid.*

problema (ad es. *cybersecurity*); la complessità di una particolare questione (ad es. la filiera di approvvigionamento); le limitazioni “fisiche” presentate da fattori materiali e tecnologici.²⁴⁵

La seconda dimensione dei loro rating ESG è la gestione: l'insieme di impegni aziendali, azioni e risultati atti a dimostrare in che modo un'azienda stia gestendo i rischi ESG a cui è esposta. Il punteggio complessivo di gestione è derivato da un set di indicatori di gestione (*policies*, sistemi di gestione, certificazioni, ecc.) e da indicatori focalizzati sui risultati. Questi ultimi misurano la gestione in termini quantitativi, ad es. emissioni di CO2 o intensità di CO2 o numero di controversie legali in cui è coinvolta un'azienda.²⁴⁶

Per consentire una valutazione quanto più approfondita possibile, l'agenzia rivede periodicamente le loro strutture di rating in tre modi particolari. Il primo riguarda l'insieme specifico di fattori presi in considerazione, divisi per industria di riferimento, che è esaminato su una base annuale. È in questa fase che possono essere applicati nuovi indicatori, a seconda di ciò che risulti rilevante dopo la revisione. A livello aziendale invece, vi è anche una revisione annuale. Si tratta di un aggiornamento sulle esposizioni specifiche della società, insieme a una valutazione della direzione. L'agenzia fa questo raccogliendo informazioni pubblicamente disponibili, media e rapporti delle ONG. Dopo un solido processo di *peer-review*, viene applicata la terza componente del processo, che è una valutazione continua guidata dal flusso di notizie quotidiane (come la *rating surveillance* nel rating di credito). Infine, il progetto di relazione viene inviato alle aziende per il loro parere sulla ricerca raccolta.²⁴⁷

Per quanto riguarda MSCI invece, i loro punteggi ESG sono sviluppati da un team globale di oltre 185 analisti di ricerca che valutano migliaia di punti di dati attraverso 37 questioni chiave ESG. Queste metriche si concentrano sul *core business* della società o sulle questioni di settore che possono creare rischi e opportunità per l'azienda. Le società valutate sono “valutate su una scala AAA-CCC rispetto agli standard e prestazioni dei loro coetanei del settore”²⁴⁸. In termini di impostazione del contesto per gli scopi dei rating, MSCI dichiara che ci sono un numero di domande alle quali gli analisti cercano di rispondere: (1) Delle

²⁴⁵ *Ibid.*

²⁴⁶ *Ibid.*, p. 46.

²⁴⁷ *Ibid.*

²⁴⁸ MSCI, Report *MSCI ESG Ratings Methodology*, 2019, p. 2.

esternalità negative che le aziende in un settore generano, quali questioni possono trasformarsi in costi imprevisti per le imprese nel medio-lungo termine? (2) Al contrario, quali questioni ESG che interessano un settore possono trasformarsi in opportunità per le aziende nel medio e lungo termine? Più specificamente, il modello MSCI ESG Ratings cerca di rispondere a quattro domande chiave sulle aziende: (1) Quali sono i rischi e le opportunità ESG più significativi per la società e la sua industria? (2) Quanto è esposta l'azienda a tali rischi e/o opportunità? (3) Quanto è efficiente la gestione dei rischi e delle opportunità chiave? (4) Qual è il quadro generale per l'azienda e come si confronta ai suoi coetanei del settore globale?²⁴⁹

MSCI, come Sustainalytics, è veloce nel dichiarare le sue opinioni sulla materialità data la sua importanza per gli utenti. MSCI afferma che un determinato rischio diventa materiale quando è probabile che le imprese di una data industria debbano sostenere costi sostanziali in relazione ad esso, ad es. un divieto normativo imposto su un determinato prodotto chimico utilizzato.²⁵⁰ MSCI dichiara anche quando un'opportunità derivante dai fattori ESG può diventare materiale, l' esempio citato in questo caso è quello delle opportunità di tecnologia pulita per l'industria dell'illuminazione a LED. MSCI identifica questi potenziali rischi e opportunità attraverso modelli quantitativi adattati per ogni settore. Ci sono ulteriori procedure quantitative applicate per le aziende con modelli di business diversificati, o che hanno sofferto controversie legali, ecc.²⁵¹ Ancora una volta, come Sustainalytics, MSCI si concentra molto sulla gestione di una società. A tal fine, i loro modelli quantitativi misurano sia l'esposizione al rischio sia la gestione del rischio. Per ottenere un buon punteggio, la gestione dovrebbe essere commisurata al livello di esposizione, vale a dire, risorse adeguate rispetto all'esposizione del rischio. Per accertare l'esposizione individuale di una società in relazione all'industria di riferimento, MSCI si concentra su elementi come i prodotti di base o modello di business, e qualsiasi altro fattore rilevante della società. Questo viene poi segnato su una scala 0-10, con 10 che rappresenta un'elevata esposizione al rischio. E all'interno di questa scala 0-10 in cui viene presa in considerazione la risposta della società ai rischi identificati, con forti risposte gestionali che ottengono un abbassamento nella classifica.²⁵²

²⁴⁹ *Ibid.*, p. 3.

²⁵⁰ D. CASH, *Sustainability Rating Agencies vs Credit Rating Agencies: The Battle to Serve the Mainstream Investor cit.*, pp. 47.

²⁵¹ *Ibid.*

²⁵² *Ibid.*

Continuando nel processo, vengono ponderate le “Questioni Chiave” per ogni industria. Come Sustainalytics, la *Corporate Governance* incide pesantemente ed è considerata per tutte le società. Se una società dovesse avere eccezioni aziendali specifiche, vengono poi rimosse dalla valutazione complessiva. Per arrivare al rating finale espresso in lettera, il punteggio è calcolato sulla base delle “questioni chiave” è poi adattato al settore di riferimento. MSCI a questo punto, usa la sua esperienza come indice di mercato, pre-stabilendo parametri per i settori sulla base della media tra il punteggio superiore e quello inferiore dei costituenti all'interno del suo indice ACWI (*All Country World Index*). Come MSCI poi conferma²⁵³: utilizzando questi intervalli, il punteggio medio ponderato sulla singola questione viene convertito in un “*Industry Adjusted Score*” da 0-10, dove zero è il peggiore e 10 è il migliore. Queste valutazioni dei risultati aziendali non sono quindi assolute ma sono esplicitamente destinati ad essere relativi alle norme e le prestazioni di una società del settore pari. Nel documento²⁵⁴, MSCI fornisce una rappresentazione di come i punteggi medi si trasformano nella “lettera” finale:

<i>Punteggio finale dell'azienda adeguato al settore</i>	
AAA	8.6 - 10.0
AA	7.1 - 8.6
A	5.7 - 7.1
BBB	4.3 - 7.1
BB	2.9 - 4.3
B	1.4 - 2.9
CCC	0.0 - 1.4

²⁵³ MSCI, Report, *MSCI ESG Ratings Methodology*, 2019, p. 11.

²⁵⁴ *Ibid.*

Per quanto riguarda la raccolta di informazioni, MSCI utilizza una serie di canali diversi. Ad un macrolivello, usano dati raccolti dagli accademici, governi, e/o ONG. Per integrare, guardano a livello aziendale, le informazioni contenute ad es. nel *Form 10-KS* (rendicontazione finanziaria annuale richiesta dalla SEC), relazioni sulla sostenibilità, o risultati AGM (assemblee generali degli azionisti, con cadenza annuale). Fanno anche uso di banche dati governative, e la “pesca a strascico” dei media commerciali.²⁵⁵ A differenza di Sustainalytics, le aziende non sono consultate prima della pubblicazione del risultato. Tuttavia, vengono forniti dei rapporti settimanali all’azienda valutata che le consentirebbero di prenderne visione e reagire preventivamente allo sviluppo della ricerca.²⁵⁶ Dopo la pubblicazione del risultato, le aziende sono monitorate su base continuativa, inoltre, c’è un monitoraggio quotidiano di eventuali controversie o eventi legati alla governance. In ogni fase del processo, avviene una revisione approfondita della qualità di questo, con un comitato di revisione della metodologia che sovrintende allo sviluppo del punteggio. Infine, vi è una revisione delle questioni chiave applicate per l’industria nel mese di novembre di ogni anno, con proposte di modifiche discusse con i clienti che diventano parte integrante del processo.²⁵⁷

In sintesi, non esiste una singola metodologia rappresentativa di tutto il settore, gli attori che lo popolano hanno processi diversi per raccogliere, comprendere e quindi articolare le informazioni chiave. Anche il metodo di articolazione del punteggio è molto diverso in tutto il settore. Se un *manager* di un investitore istituzionale volesse iniziare a integrare realmente la sostenibilità nei suoi processi di investimento, quale fornitore di informazioni dovrebbe scegliere? Se si volesse concentrare maggiormente sulle catene di fornitura delle società, allora EcoVadis sarebbe la scelta più ovvia. Ma, a parte EcoVadis, tutti gli altri fornitori affermano di fare la stessa cosa, in modo diverso.²⁵⁸ Come scegliere allora di quale SRA fidarsi? Inoltre, quale aiuto concreto può rappresentare un rating, quando un’impresa dice che la stessa società è valutata BBB ed un’altra dice che è valutata EEE? In assenza di standard

²⁵⁵ D. CASH, *Sustainability Rating Agencies vs Credit Rating Agencies: The Battle to Serve the Mainstream Investor cit.*, p. 49.

²⁵⁶ *Ibid.*

²⁵⁷ *Ibid.*

²⁵⁸ *Ibid.*

condivisi, diventa necessario comprendere le differenze terminologiche nelle due scale di rating e, in qualche modo, determinare se i due rating rientrano effettivamente nella stessa gamma di valutazione. A questo punto il problema diventa la scarsa trasparenza ed accessibilità delle metodologie impiegate.

Per rispondere a queste domande sono nate alcune iniziative come la “*Global Initiative for Sustainability Ratings*” (GISR) che, traendo spunto dai PRI, offre un quadro operativo di riferimento alle agenzie di sostenibilità.²⁵⁹ Il suo *framework* è composto da 12 “Principi”, di cui cinque attengono ai processi di valutazione e sono: Trasparenza, Imparzialità, Continuo miglioramento, Inclusività, ed Assicurabilità. I rimanenti sette riguardano il contenuto dei ratings e sono: Materialità, Completezza, Contesto di sostenibilità, Orizzonte di lungo termine, Catena di valore, Equilibrio e Comparabilità. L’iniziativa prevede anche delle pratiche di accreditamento che dettagliano come le agenzie firmatarie aderiranno a questi principi. Tra i suoi membri nel 2018 si contavano dieci SRAs (ad es. Sustainalytics), molte società multinazionali (come Disney ed Intel) ed un’ampia gamma di investitori istituzionali (da Deutsche Bank a UBS). Lo scopo dichiarato dell’iniziativa è quello di ridurre le inefficienze di mercato (ad es. l’invio di questionari diversi da parte di più agenzie alle stesse aziende).

Tuttavia, una soluzione più definitiva sarebbe quella di imporre un processo di certificazione presso le Autorità di vigilanza nazionali e sovranazionali, con conseguente *due diligence* e vigilanza sulle metodologie adottate, come già avviene per le “sorelle” agenzie di rating del credito.

²⁵⁹ D. CASH, *The Role of Credit Rating Agencies in Sustainable Finance cit.*, p. 33.

III CAPITOLO

CRITICITÀ E SOLUZIONI NORMATIVE

Dopo aver esaminato gli obiettivi e le scelte metodologiche delle agenzie fornitrici, si possono comprendere meglio i risultati delle ricerche riguardanti la generale qualità, coerenza ed efficacia dei ratings ESG. In questo capitolo conclusivo verranno analizzati sistematicamente i profili critici dei ratings ESG, così come le relative proposte di regolamentazione, potenzialmente risolutive, avanzate da accademici ed operatori del diritto dei mercati.

Circa lo stato dell'arte "critico" dei ratings ESG, si è espressa di recente l'*International Organization of Securities Commissions* (IOSCO), organizzazione che raggruppa le autorità di regolamentazione del mercato di Stati Uniti, Europa ed Asia, affermando che: "Nonostante la crescente influenza, i valutatori ESG e i fornitori di dati sono in gran parte non regolamentati, mancano di trasparenza nei loro metodi, offrono una copertura non uniforme e ospitano potenziali conflitti di interesse". Ashley Alder, che presiede la IOSCO, ha aggiunto: "Gli utenti hanno segnalato che avere più valutazioni ESG e produttori di dati può causare confusione, sollevando seri dubbi su pertinenza, affidabilità e *greenwashing*."²⁶⁰ Il documento di consultazione²⁶¹ della IOSCO raccomanda che le autorità di regolamentazione prendano in considerazione la possibilità di regolamentare formalmente il settore, facendo eco alle iniziative prese con le agenzie di rating del credito all'indomani della crisi finanziaria globale di oltre un decennio fa, in modo da incoraggiare l'industria a sviluppare e seguire dei codici di condotta. "I fornitori di rating ESG e di *data products* dovrebbero prendere in considerazione la possibilità di rendere gli elevati livelli di divulgazione pubblica e di trasparenza un obiettivo dei loro rating ESG e nei loro prodotti di dati, includendo le loro metodologie e processi interni".²⁶²

I professionisti del settore lamentano quindi una mancanza di comprensione delle metodologie delle SRAs e nutrono forti dubbi sulla loro presunta affidabilità. L'*Alternative Investment*

²⁶⁰ H. JONES, *Regulators to unlock 'black box' of ESG corporate ratings*, Reuters, luglio 2021, disponibile presso: www.reuters.com/business/sustainable-business/regulators-unlock-black-box-esg-corporate-ratings-2021-07-26.

²⁶¹ IOSCO, Final Report, *Environmental, Social and Governance (ESG) Ratings and Data Products Providers*, novembre 2021.

²⁶² *Ibid.*

Management Association (AIMA), che rappresenta ed assiste gli investitori a livello globale, riferisce che i suoi membri “hanno sperimentato sfide in termini di comprensione e convalida degli approcci utilizzati da diversi fornitori di rating.”²⁶³ L’ESMA stessa descrive il mercato dei rating ESG come “immaturo”, sulla base della sua struttura e della dispersione sulle metodologie.²⁶⁴ L’ultimo studio “*Rate the Raters*” svolto dall’agenzia Sustainability nel 2020 sugli investitori istituzionali, rivela preoccupazioni diffuse, tra cui l’imprecisione e l’incoerenza dei dati, analisti di ricerca inesperti, e la percezione prevalente tra gli *stakeholder* che la qualità ESG non possa essere distillata in un punteggio.²⁶⁵

1. I limiti del rating ESG

Le criticità presenti nei ratings ESG sembrano essere comuni a tutto il settore dei rating (il rischio che vengano rivestiti di un eccessivo potere regolamentare, i conflitti d’interesse endemici al modello di *business*, la natura oligopolistica del mercato dei fornitori e la loro scarsa *accountability*), complicate tuttavia, dalle problematiche attinenti nello specifico al settore ESG, di cui si è già fatta menzione nei capitoli precedenti (l’assenza di una definizione unitaria dei fattori ESG, la non uniformità delle metodologie alla base dei giudizi, la scarsa correlazione tra i punteggi dei diversi fornitori, i potenziali rischi di *greenwashing*, e la generale assenza di trasparenza sui processi delle agenzie fornitrici). Nei prossimi paragrafi verranno illustrati i singoli profili critici del rating ESG, in quanto rappresentano i limiti più evidenti alla loro efficacia di porsi come strumenti “segnalativi” delle reali prestazioni ambientali, sociali e di assetto societario delle imprese, in grado di colmare le asimmetrie informative e di informare tutti i soggetti interessati. Agli occhi di un giurista, questi profili critici rappresentano un terreno fertile di potenziali sfide normative a cui si dovrà trovare una soluzione.

a. Le divergenze nei metodi e nei risultati

²⁶³ AIMA, *AIMA Comments on the European Commission’s Targeted Consultation on the Functioning of the ESG Ratings Market in the European Union and on the Consideration of ESG factors in Credit Ratings*, 7 giugno 2022.

²⁶⁴ ESMA, *Outcome of ESMA Call for Evidence on Market Characteristics of ESG Rating and Data Providers in the EU* cit.

²⁶⁵ Sustainability, Report, *Rate the Raters 2020: Investor Survey and Interview Results*, marzo 2020.

Una prima “spia” dei limiti pratici alla loro applicazione è la bassissima correlazione tra i risultati raggiunti dai diversi *raters*: ci si chiede infatti, quale affidamento possa generare uno strumento che non rispetta i requisiti minimi di convalida tipici delle scienze sociali. Un recente studio²⁶⁶ ha affermato che il livello di correlazione e accordo tra i diversi giudizi è così basso da non superare neppure quello presente nel settore vinicolo. Gli autori utilizzano come metro di paragone il livello di accordo tra le valutazioni “di palato” dell’industria dei vini (piuttosto che quello di altre scienze sociali propriamente dette come la psicologia clinica), con lo scopo di sottolineare la natura necessariamente qualitativa (e quindi soggettiva) delle valutazioni sui fattori ESG.²⁶⁷

Lo studio di Dimson ed altri del 2020²⁶⁸, basato sulle valutazioni di tre RAs (FTSE Russell, MSCI e Sustainalytics), ha riferito parecchi casi in cui un’azienda è stata valutata in maniera eccellente da un RA e, contemporaneamente, è stata collocata nella “parte inferiore della scala” da un’altra. Billio ed i suoi collaboratori hanno confermato questa eterogeneità tra i rating, stimando una “percentuale di accordo osservato” al 24%.²⁶⁹ Hanno inoltre suggerito che il disaccordo nei rating era dovuto, in parte, alla mancanza di una definizione comune di ESG (cioè, diverse RA misurano cose diverse).²⁷⁰

Dato che (come evidenziato anche da Huber and Comstock nel 2017) non esistono linee guida generalmente accettate su come compilare, normalizzare, pesare ed elaborare i dati ESG²⁷¹, la mancanza di standardizzazione viene considerata come la principale responsabile della variazione significativa tra i punteggi ESG offerti dalle agenzie di rating concorrenti.²⁷²

I primi autori a trattare esplicitamente (e più quantitativamente) il problema del disaccordo osservato nei ratings ESG, sono stati Chatterji e Dorfleitner, entrambi nel 2015. Chatterji et al. non usano il termine “ESG”, ma preferiscono il termine “responsabilità sociale d’impresa” ed

²⁶⁶ V. CHARLIN, A. CIFUENTES, J. ALFARO, *ESG Ratings: An Industry in Need of a Major Overhaul* *ESG Ratings: An Industry in Need of a Major Overhaul*, Ventura Charlin's Lab., Working Paper n. 111, marzo 2022.

²⁶⁷ *Ibid.*, pp. 24 – 25.

²⁶⁸ E. DIMSON, P. MARSH, M. STAUNTON, *Divergent ESG Ratings*, in *The Journal of Portfolio Management*, novembre 2020.

²⁶⁹ M. BILLIO et al., *Inside the ESG Ratings: (Dis)agreement and performance*, Università Ca’ Foscari di Venezia, Dipartimento di Economia, Working Paper n. 17, 12 luglio 2020, p. 12.

²⁷⁰ *Ibid.*

²⁷¹ B. M. HUBER, M. COMSTOCK, *ESG Reports and Ratings: What They Are, Why They Matter*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 27 luglio 2017.

²⁷² I. WALTER, *Sense and Nonsense in ESG Ratings*, in *Journal of Law, Finance and Accounting*, NY University, Finance Dep., 23 luglio 2020, p. 329.

“investimenti socialmente responsabili”²⁷³. In ogni caso, esaminando le valutazioni fornite da sei agenzie di rating (Asset4, Calvert, DJSI, FTSE4Good, Innovest e KLD) hanno concluso che c'è poca correlazione tra di essi (valori che oscillano tra -0,10 e 0,40). Anche in questo studio, si è attribuita la mancanza di “convergenza dei rating” al fatto che diverse RA (*rating agencies*) utilizzano metodi diversi per valutare lo stesso costrutto.²⁷⁴ Anche Dorfleitner è giunto a conclusioni simili, esaminando la correlazione tra i rating e le rispettive distribuzioni, che consideravano molto diverse tra loro.²⁷⁵

Berg, Koelbel e Rigobon nel 2019²⁷⁶ trovano differenze significative sia nella portata dei ratings (i fattori ESG considerati rilevanti) che nella loro estensione (le metriche su cui vengono valutati). Concludono che “i valutatori sono in disaccordo sia sulla portata della definizione di ESG, sia sul modo in cui i vari aspetti di ESG sono misurati.”²⁷⁷ Il già citato studio di Dimson, Marsh e Staunton²⁷⁸, ha confermato questa teoria, dimostrando che sia la correlazione tra i punteggi aggregati (rating ESG complessivi) sia tra i punteggi dei componenti (ambiente, sociale e *governance* separatamente) è estremamente bassa. Quindi non solo le valutazioni ESG variano tra i fornitori, ma anche i loro singoli componenti variano ampiamente.

Uno studio recentissimo svolto dall'istituto MIT (Berg et al., 2022)²⁷⁹, ha preso come assodata la mancanza di accordo tra i risultati delle RA, e, partendo dalla constatazione che gli ESG ratings derivanti da fonti diverse sono allineati solo in 6 casi su 10 (percentuali estremamente basse se paragonate ai rating di merito creditizio che sono allineati il 99% delle volte)²⁸⁰, ha tentato di identificare le cause alla base di questo fenomeno. Lo studio si basa sulle valutazioni di sei SRAs (Asset4, KLD, MSCI, RobecoSAM, Sustainalytics e Vigeo Eiris), le quali vengono scomposte lungo tre dimensioni: ambito (le caratteristiche che i fornitori di rating tentano di misurare), misura (i parametri utilizzati per valutare gli stessi attributi) e

²⁷³ A. CHATTERJI, R. DURAND, D. LEVINE, S. TOUBOUL, *Do Ratings of Firms Converge? Implications for Managers, Investors and Strategy Researchers*, Strategic Management Journal, n. 37 / 2015.

²⁷⁴ M. BILLIO et al., *Inside the ESG Ratings: (Dis)agreement and performance cit.*, p. 6.

²⁷⁵ G. DORFLEITNER et al., *Measuring the Level and Risk of Corporate Responsibility – An Empirical Comparison of Different ESG Rating Approaches*, in Journal of Asset Management n. 16 / 2015.

²⁷⁶ F. BERG, J. K. JULIAN, R. RIGOBON, *Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings*. MIT Sloan, Research Paper n. 5822, 17 agosto 2019.

²⁷⁷ *Ibid.*

²⁷⁸ Cfr, *supra*, nota 226.

²⁷⁹ Versione aggiornata nel 2022 dello studio di cui sopra alla nota 234.

²⁸⁰ J. EL-HAGE, *Fixing ESG: Are Mandatory ESG Disclosures the Solution to Misleading ESG Ratings?*, in Fordham Journal of Corporate and Financial Law, n. 26/2021, p. 368.

ponderazione (i pesi assegnati agli attributi in considerazione della loro importanza relativa). Gli autori hanno concluso che il motivo principale della divergenza è il fatto che diverse RA utilizzano approcci diversi per valutare i risultati di un'impresa della stessa categoria. Un po' meno rilevante invece è stata trovata quella che gli autori hanno descritto come “divergenza di ambito”, vale a dire il fatto che le RA hanno considerato diversi fattori nella valutazione dei meriti di un'impresa. Più specificamente, trovano che le differenze di misura (56 per cento) e ambito (38 per cento) vadano a costituire la maggior parte della divergenza, con le differenze di ponderazione rappresentati solo il 6 per cento della varianza.²⁸¹ Questo sottolinea come siano fondamentali le differenze metodologiche tra le imprese.

Sempre nel 2022, Christensen, Serafeim e Sikochi hanno scoperto, forse sorprendentemente, che la divulgazione societaria tende a non ridurre la divergenza dei rating ESG ma tende invece ad aumentarla.²⁸² Gli autori dello studio spiegano che “A causa della natura soggettiva delle informazioni ESG (...) una maggiore divulgazione sarebbe associata a un maggiore disaccordo, in quanto la divulgazione amplia le opportunità di diverse interpretazioni delle informazioni.”²⁸³ Ciò sembra suggerire che una maggiore informativa aziendale sui dati ambientali e sociali (imposta normativamente o offerta volontariamente) potrebbe non portare a valutazioni ESG più coerenti. In questo modo, i rating ESG sembrano dipendere in ultima analisi dall'interpretazione delle informazioni piuttosto che dalla loro disponibilità.²⁸⁴

Tuttavia, tra le cause della divergenza non si può neanche ignorare la “qualità” dei dati (in quantità ingenti o meno) rielaborati. Infatti, come si è detto, la maggior parte dei dati ESG utilizzati in ultima analisi dalle società di rating (e da altre istituzioni che integrano i fattori ESG) è rappresentata da quelli offerti volontariamente dalle società oggetto del rating.

La segnalazione volontaria consente una personalizzazione quasi completa dello stile, del formato e del contenuto delle informazioni,²⁸⁵ ed offre alle aziende un ampio spazio per manipolare il processo di divulgazione; Timothy M. Doyle, responsabile legale dell' American Council for Capital Formation (ACCF), nel suo rapporto critico circa lo stato dell'arte dei

²⁸¹ F. BERG, J. F. KÖLBEL, R. RIGOBON, *Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings*, in *Review of Finance*, 2022.

²⁸² D. CHRISTENSEN, G. SERAFEIM, AND A. SIKOCHI, *Why Is Corporate Virtue in the Eye of the Beholder? The Case of ESG Ratings*, in *The Accounting Review*, 2022.

²⁸³ *Ibid.*

²⁸⁴ D. LARCKER et al., *ESG Ratings: A Compass without Direction*, Stanford Closer Look series Working Paper, 2022, p. 6.

²⁸⁵ J. EL-HAGE, *Fixing ESG: Are Mandatory ESG Disclosures the Solution to Misleading ESG Ratings?* cit., p. 369.

raters ESG, ha riportato che “Secondo la SASB, circa il 75% delle informazioni riportate nelle informative di sostenibilità sono già riportate dagli emittenti nei loro bilanci di contabilità imposti dalla SEC. Tuttavia, il 90% degli eventi negativi non vengono dichiarati nè alla SEC nè nelle dichiarazioni non finanziarie.”²⁸⁶ A differenza dei bilanci utilizzati per le analisi finanziarie degli investimenti, le informative alla base dei rating ESG non sono sottoposte ad una revisione “esplorativa” come quella contabile, i raters (di tutti i tipi) si limitano ad elaborare le informazioni disponibili e non indagano oltre sulla loro veridicità.²⁸⁷ Questo crea ulteriori incentivi per le aziende a cercare di adeguarsi favorevolmente alle metodologie di rating adottate dal fornitore ed a mettere sempre la società “in una buona luce”.²⁸⁸

La relazione fornita da Doyle nel 2018 fornisce un esempio concreto delle limitazioni della divulgazione volontaria con il caso della Goodyear Tire & Rubber Company. Doyle afferma che: “Sustainalytics ha dato alla società di pneumatici un punteggio più alto rispetto allo standard del settore, presumibilmente a causa della completezza delle informazioni che hanno divulgato, pur essendo una società molto esposta a rischi ESG, come le loro affermazioni relative all’amianto, varie sanzioni OSHA, e contenziosi.”²⁸⁹ Il rapporto ACCF evidenzia ulteriori valutazioni incoerenti, nel caso di specie fornite da RepRisk e Sustainalytics circa Bank of America (“BofA”). La società presenta un’elevata esposizione ai rischi ESG che coinvolgono l’etica aziendale, tra cui l’esposizione a numerosi contenziosi legali, e connessioni a frodi finanziarie come quella di Countrywide Financial.²⁹⁰ Mentre entrambe le società di rating prendono in considerazione le stesse questioni nell’emissione di un giudizio sull’entità, hanno prodotto “punteggi drammaticamente diversi a causa di incongruenze nel modo in cui i fornitori di rating hanno interpretato questi problemi.”²⁹¹

Indipendentemente dal fatto che le informazioni offerte volontariamente siano “egoistiche” o semplicemente idiosincratice, l’elaborazione dei dati e, in ultima analisi, i punteggi prodotti

²⁸⁶ T. M. DOYLE, *Ratings that Don’t Rate: The Subjective World of ESG Ratings*, ACCF Report, 2018, p. 9.

²⁸⁷ “Il *credit rating* non è – né comprende – alcuna attività di revisione. (...) assioma fondamentale per le CRA, le quali sottolineano sempre la diversa natura delle rispettive attività, rimarcando che esse non effettuano e non possono effettuare (...) alcuna verifica analitica delle scritture e dei documenti contabili del cliente e delle informazioni da questi ottenute.” – M. L. DI SCORPANIello, *Società di rating: innovazioni di governance e tutela dell’affidamento*, Quaderni di Giurisprudenza Commerciale, Milano, 2016, p. 151.

²⁸⁸ J. EL-HAGE, *Fixing ESG: Are Mandatory ESG Disclosures the Solution to Misleading ESG Ratings?* cit., p. 369.

²⁸⁹ T. M. DOYLE, *Ratings that Don’t Rate: The Subjective World of ESG Ratings* cit., p. 9.

²⁹⁰ D. RUSHE, *Bank of America's Countrywide found guilty of mortgage fraud*, The Guardian, 23 ottobre 2013; P. ROCHA, *Bank of America to pay \$1.84B to settle crisis-era Countrywide case*, American Banker, 7 ottobre 2022.

²⁹¹ *Ibid.*, p. 14.

dalle diverse agenzie di rating, sembrano mostrare un grado tale di incoerenza da potenzialmente indurre in errore gli investitori ed influenzare materialmente le decisioni di investimento.²⁹²

In conclusione, le realizzazioni incoerenti non sono necessariamente motivo di preoccupazione, poiché la questione sulla loro origine è ancora aperta; possono derivare sia dall'ambito non congruente delle valutazioni sottostanti (considerare diversi fattori ESG giustificerebbe rating diversi), sia da ipotesi metodologiche diverse (i rating ESG possono legittimamente basarsi su indicatori diversi quando si misurano gli stessi criteri) oppure segnalare diversi livelli di robustezza delle metodologie adottate o della qualità dei dati. Pertanto, non ci si dovrebbe affrettare a concludere che una bassa correlazione sia un segno di scarsa qualità, poiché solo la terza alternativa sopra illustrata rivelerebbe un fallimento di mercato. Purtroppo, la letteratura empirica non esclude la terza alternativa, che lascia aperta la questione sull'affidabilità dei rating ESG.²⁹³

Per alcuni autori²⁹⁴, è ingenuo credere che i rating ESG (data la soggettività intrinseca che comportano) possano mai raggiungere l'elevato livello di affidabilità e di accordo che è stato osservato nel contesto dei rating del credito nel mercato obbligazionario. Le agenzie di rating del credito si sono impegnate a valutare solo un elemento (merito di credito) che, in ultima analisi, può portare a un risultato molto netto: l'inadempimento. Non solo, ma c'è anche un consenso e una comprensione molto più profondi su quali sono i fattori che influenzano la solvibilità di un'azienda, e sono tutte quantità che comportano un grado di soggettività molto inferiore rispetto alle valutazioni *ESG related*.²⁹⁵ Tuttavia, come suggeriscono Charlin ed altri nel 2022, “un’aspirazione ragionevole dovrebbe essere quella di raggiungere almeno il livello di affidabilità e di accordo osservato nel mercato del vino.”²⁹⁶

b. *Biases*

²⁹² J. EL-HAGE, *Fixing ESG: Are Mandatory ESG Disclosures the Solution to Misleading ESG Ratings?* cit., p. 370.

²⁹³ M. GARGANTINI, M. SIRI, *Information Intermediaries and Sustainability ESG ratings and benchmarks in the European Union* cit., p. 10.

²⁹⁴ V. CHARLIN, A. CIFUENTES, J. ALFARO, *ESG Ratings: An Industry in Need of a Major Overhaul ESG Ratings: An Industry in Need of a Major Overhaul* cit., p. 26.

²⁹⁵ *Ibid.*, p. 24.

²⁹⁶ *Ibid.*, p. 26.

Al di là della mancanza di coerenza, una seconda “spia” dei limiti pratici dei ratings ESG quali efficaci ed affidabili strumenti di informazione sulla sostenibilità, è la presenza osservata di alcune distorsioni sistemiche nei loro punteggi. Queste distorsioni vengono definite dai commentatori “pregiudizi” (o *biases*) dei ratings, e non possono essere ignorati in un’analisi relativa alle criticità del settore. Nei ratings ESG si possono infatti osservare tre rilevanti errori sistemici:²⁹⁷

Il primo è legato alla dimensione dell’azienda. Le grandi aziende ricevono valutazioni medie più elevate rispetto alle società più piccole.²⁹⁸ Ciò potrebbe essere dovuto sia alla maggior quantità di risorse che le grandi aziende sono in grado di veicolare in iniziative sostenibili, sia perché le grandi aziende hanno una maggiore capacità di divulgare i loro dati ESG. In ogni caso, questo pregiudizio è un campanello d’allarme del fatto che i soggetti che popolano i mercati non dovrebbero fare eccessivo affidamento sulle loro valutazioni per avere un quadro realistico della situazione di sostenibilità di un’azienda. Anche il già citato rapporto dell’ACCF²⁹⁹ mostra, analizzando un campione di oltre 4,000 aziende valutate da Sustainalytics, che le aziende più grandi tendono ad ottenere migliori valutazioni ESG. Il rapporto attribuisce la causa di questa distorsione alla maggiore capacità delle grandi aziende di dedicare risorse alla preparazione di informazioni non finanziarie.³⁰⁰ Per esempio, la casa farmaceutica Bristol-Myers Squibb ha una capitalizzazione di mercato di 83 miliardi di dollari e un punteggio di rating Sustainalytics di 73, che è 20 punti meglio della media del settore sanitario e 25 punti sopra la media complessiva Sustainalytics. La società è stata coinvolta in controversie di alto profilo su “metodi di test sperimentali discutibili e violazioni del *Foreign Corrupt Practices Act*”³⁰¹ tuttavia, dal momento che “implementa gli Standard di Rendicontazione di Sostenibilità GRI e ha stabilito obiettivi ESG di alto profilo”³⁰², ne viene tenuto conto nel suo elevato rating ESG.³⁰³

²⁹⁷ J. EL-HAGE, *Fixing ESG: Are Mandatory ESG Disclosures the Solution to Misleading ESG Ratings?* cit., pp. 371-374.

²⁹⁸ “I punteggi più alti sono attribuiti alle imprese più grandi. Le società a capitalizzazione più elevata mostrano sistematicamente valutazioni ESG più elevate, con un valore medio di 64 per le imprese a *mega-cap* e 46 per le imprese a *micro-cap*.” - T. M. DOYLE, *Ratings that Don’t Rate: The Subjective World of ESG Ratings* cit..

²⁹⁹ T. M. DOYLE, *Ratings that Don’t Rate: The Subjective World of ESG Ratings* cit.

³⁰⁰ *Ibid.*, p. 9.

³⁰¹ SEC, Com. stampa, *SEC Charges Bristol-Myers Squibb With FCPA Violations*, 5 ottobre 2016.

³⁰² Cfr., *supra*, nota 256, p. 10.

³⁰³ Cfr., *supra*, nota 254, p. 371.

Una seconda distorsione nei risultati è legata al settore di appartenenza. Come si è visto nel secondo capitolo, alcuni rating ESG vengono adeguati ai rischi specifici del settore di appartenenza (rating relativi), altri non lo sono (rating assoluti). Mentre è importante stabilire parametri di riferimento del settore nel tentativo di standardizzare le informazioni e metriche all'interno di un settore, la standardizzazione della ponderazione del settore può anche influenzare i rating ed essere fuorviante per gli investitori. Questo infatti implica che le agenzie forniscono punteggi medi più elevati per le imprese di alcuni settori (come le banche e le comunicazioni wireless) rispetto ad altri (come il tabacco e i giochi). Gli investitori non hanno modo di capire se questo sia dovuto a differenze fondamentali nella qualità ESG dei vari settori, o a un risultato di scelte metodologiche e delle variabili di *input* alla base dei modelli dei ratings, o per qualità intrinseche della società valutata. La semplificazione eccessiva della ponderazione del settore sembra quindi portare a valutazioni distorte che non tengono adeguatamente conto dei rischi specifici a cui è esposta l'azienda.³⁰⁴ Ad esempio, nello studio di Doyle, il settore dei servizi pubblici mostra un punteggio ESG medio di 61,3, il valore più alto tra tutti i settori, mentre il più basso è 48 per il settore sanitario.³⁰⁵ Sempre nel rapporto sovracitato si sostiene che “I rischi specifici dell'azienda e le differenze nei modelli di business non sono accuratamente rilevati nelle valutazioni composite. A causa di differenze significative nei modelli di *business* e l'esposizione al rischio, le aziende nello stesso settore sono ingiustamente valutati con lo stesso modello.”³⁰⁶

Un terzo *bias* è legato al paese di provenienza delle entità valutate. Le aziende europee hanno punteggi ESG medi più alti rispetto alle società degli Stati Uniti. Anche le imprese dei mercati emergenti hanno rating più bassi rispetto alle imprese delle economie più sviluppate.³⁰⁷ Ciò potrebbe essere dovuto a differenze politiche e normative tra i paesi: le aziende nei paesi con maggiore regolamentazione circa l'informativa non finanziaria mostrano punteggi più alti, con un valore medio di 66 per l'Europa (più regolamentato) e 50 per il Nord America (meno regolamentato).³⁰⁸ Un esempio significativo di pregiudizio geografico è evidente quando si confrontano il BMW Group e Tesla. BMW ha un rating elevato (93° percentile) nonostante

³⁰⁴ J. EL-HAGE, *Fixing ESG: Are Mandatory ESG Disclosures the Solution to Misleading ESG Ratings?* cit., p. 369.

³⁰⁵ I. WALTER, *Sense and Nonsense in ESG Ratings* cit., p. 329.

³⁰⁶ T. M. DOYLE, *Ratings that Don't Rate: The Subjective World of ESG Ratings* cit.

³⁰⁷ J. EL-HAGE, *Fixing ESG: Are Mandatory ESG Disclosures the Solution to Misleading ESG Ratings?* cit., p. 372.

³⁰⁸ I. WALTER, *Sense and Nonsense in ESG Ratings* cit., p. 329.

una serie di controversie, tra cui pratiche anticoncorrenziali, pratiche di marketing illegali, violazioni dell'etica aziendale relative alla proprietà intellettuale, violazioni dei diritti dei dipendenti e dei diritti umani lungo la loro catena di approvvigionamento, e persino violazioni dei diritti degli animali.³⁰⁹ L'azienda sta affrontando accuse di collusione con Volkswagen, Audi, Porsche e Daimler su vari problemi tecnologici e sistemi per eludere le normative ambientali e di sicurezza.³¹⁰ Al contrario, Tesla (38° percentile) è al di sotto di ogni singola casa automobilistica europea, comprese le società citate nelle accuse di collusione di cui sopra. In particolare, il punteggio di Tesla è anche in ritardo rispetto a Volkswagen, che è stato di recente implicato in una grave violazione ambientale.³¹¹ Nel frattempo, Tesla è leader mondiale nella tecnologia per la riduzione delle emissioni di carbonio nel settore automobilistico. Il punteggio sembra più essere un riflesso della quantità di informazioni divulgate - un requisito normativo in Europa³¹² - che della reale adesione della società alle pratiche ESG.³¹³

c. I conflitti d'interesse

Come si è già detto in precedenza, il problema dei conflitti d'interesse è attenuato nel settore delle SRAs rispetto a quello del rating tradizionale a causa della minore diffusione del modello *issuer pays* e la prevalenza di un modello in cui sono gli investitori a pagare per i loro servizi. Tuttavia, la criticità del conflitto d'interessi si ripresenta nei casi in cui i sistemi di valutazione di sostenibilità delle imprese sono affiliati economicamente con le entità valutate. Tang, Yan e Yao nel 2022 mostrano che in media le “aziende sorelle” di un *provider* di rating

³⁰⁹ T. M. DOYLE, *Ratings that Don't Rate: The Subjective World of ESG Ratings cit.*, p. 11

³¹⁰ E. C. BAIG, *Emissions Scandal? BMW 'Categorically Rejects' Colluding with Rivals*, USA Today, 23 luglio 2017, disponibile presso: <https://eu.usatoday.com/story/money/2017/07/23/emissions-scandal-bmw-categorically-rejects-colluding-rivals/503230001/>.

³¹¹ Nel settembre 2015, l'Environmental Protection Agency (EPA) ha dichiarato che Volkswagen era colpevole di aver intenzionalmente utilizzato un "defeat device" per aggirare il software ufficiale di test delle emissioni, effettivamente causando 11 milioni di veicoli in tutto il mondo, prodotti tra il 2009 e il 2015, ad inquinare ad un tasso molto più elevato di quanto pubblicizzato. L'azienda è stata sanzionata con più di \$ 25 miliardi di sanzioni per giustificare una delle peggiori violazioni mai avvenute del Clean Air Act. Nonostante questo, Volkswagen ha continuato ad avere un rating ESG superiore alla media dei suoi pari. – J. EL-HAGE, cfr., *supra*, nota 263, p. 374

³¹² Reg (UE) 2088/2019 - SFDR.

³¹³ J. EL-HAGE, *Fixing ESG: Are Mandatory ESG Disclosures the Solution to Misleading ESG Ratings? cit.*, p. 373.

ESG ricevono valutazioni più elevate dalla società di rating affiliata rispetto a quelle di società indipendenti.³¹⁴

Un' ipotesi di conflitto di interessi può infatti sorgere se la società “madre” di fornitori di servizi o prodotti si trova nella posizione di poter esercitare pressioni o influenze indebite sulla ricerca e sulle raccomandazioni offerte da un fornitore di ricerca o rating.³¹⁵ Ad esempio, se un fornitore di rating è di proprietà di un'impresa di *private equity* che possiede un portafoglio di altre società valutate dal fornitore di rating. Qualsiasi società con questo tipo di struttura proprietaria deve stabilire un sistema appropriato di *checks and balances* per garantire che la società di *private equity* proprietaria non possa influenzare i rating delle altre società che ha nel suo portafoglio d'investimenti. È il caso ad esempio di ISS, proprietà della società di *private equity* Genstar Capital, che ha adottato una “*Policy on Potential Conflict of Interest Related to Genstar Capital*” in cui identifica e affronta potenziali conflitti di interesse che possono sorgere in relazione al lavoro che svolge nella ricerca, l'analisi e la formulazione di raccomandazioni sulle imprese pubbliche, in relazione all'attività di Genstar.³¹⁶

Possono sorgere ulteriori conflitti se le SRAs vendono servizi di consulenza alle società valutate per aumentare i loro rating,³¹⁷ come ad esempio fa ISS con le sue “*Corporate Sustainability Solutions*”³¹⁸, sollevando dubbi sull' indipendenza di tali rating. In questi casi, è importante che il fornitore di rating garantisca che i dipendenti responsabili della ricerca e dei rating siano tenuti separati dai servizi di consulenza alle società che supportano il miglioramento dei rating. Nel caso di specie, per prevenire i conflitti di interesse è stata istituita una barriera rigorosa tra ISS e ICS: sono entità giuridiche separate, le operazioni quotidiane sono gestite separatamente, i rispettivi *team* lavorano separatamente e non possono

³¹⁴ D. Y. TANG, J. YAN, C. Y. YAO, *The Determinants of ESG Ratings: Rater Ownership Matters*, Social Science Research Network, 2022.

³¹⁵ Commissione Europea, *Study on Sustainability Related Ratings, Data and Research*, novembre 2020, p. 68.

³¹⁶ ISS, *Policy on Potential Conflicts of Interest Related to Genstar Capital*, 16 ottobre 2017, disponibile presso: www.issgovernance.com/file/duediligence/ISS-Conflicts-Policy-RegardingGenstar.pdf/.

³¹⁷ D. LARCKER et al., *ESG Ratings: A Compass without Direction* cit., p. 7.

³¹⁸ Si veda il sito ISS Corporate Solutions, “*Sustainability Solutions*,” disponibile presso: www.isscorporatesolutions.com/improve-esg-ratings/.

discutere di una serie di questioni, inoltre, nessuna forma di remunerazione per i dipendenti ISS è legata a ICS.³¹⁹

Un altro esempio di questa ipotesi sono i “*CDP Reporter Services*”, che accompagnano le valutazioni effettuate da CDP sulle società emittenti.³²⁰ Questi servizi includono: supporto per la divulgazione dell’informativa non finanziaria (revisione delle bozze di risposta prima della presentazione, con indicazioni e consigli sul miglioramento della qualità del *reporting* di sostenibilità, analisi delle lacune e *feedback* approfondito per evidenziare le aree di miglioramento); dati e analisi (*download* illimitati di risposte aziendali dal sito CDP, accesso a strumenti di analisi dei dati *online*, un confronto con le prestazioni di dieci pari società, ecc.). Mentre CDP non ha pubblicato un codice di condotta che disciplina questo potenziale conflitto di interessi, l’organizzazione ha dichiarato di aver istituito delle politiche interne a riguardo e di separare il personale tecnico adibito al *reporting* dalle squadre che effettuano le valutazioni.³²¹

In sintesi non si può escludere che l’integrità ed indipendenza dei rating ESG non venga potenzialmente compromessa in casi simili, ed anche in questo ambito l’esperienza del rating di credito può dare degli spunti preziosi per la creazione di una normativa di tutela degli investitori contro questi scenari. A fini di confronto, il Regolamento europeo sulle CRAs, nella sua più recente stesura (Reg. UE 462/2013), riserva una grande attenzione a questa problematica. L’agenzia fornitrice deve garantire che “un rating non sia influenzato da alcun conflitto di interesse esistente o potenziale” (art. 6.1); seguono poi alcune norme più specifiche dirette a prevenire i conflitti di interesse sotto tre profili: (a) la durata del rapporto tra agenzia e soggetto valutato, (b) le partecipazioni e (c) il “modello di remunerazione” (c.d. *issuer pays*). Quanto al primo punto, uno dei considerando del Regolamento rileva che spesso le “agenzie di rating del credito e le entità valutate intrattengono rapporti d’affari duraturi. Ciò comporta un rischio di eccessiva familiarità, posto che l’agenzia di rating del credito può diventare troppo accondiscendente verso gli interessi dell’entità valutata”³²²; tuttavia, questa preoccupazione non si traduce in una norma di carattere generale, ma in una regola limitata alla sola ipotesi di rating sulle cartolarizzazioni (art. 6-ter). Per il secondo punto, il

³¹⁹ Commissione Europea, *Study on Sustainability Related Ratings, Data and Research*, novembre 2020, p. 69.

³²⁰ *Ibid.*, p. 68.

³²¹ Sito del CDP, disponibile presso: www.cdp.net/en/companies/reporter-services.

³²² Considerando (12) Reg. (UE) 462/2013

regolamento vieta una partecipazione rilevante (5%) in più di una agenzia (art. 6-bis). e vieta alle agenzie di emettere rating, se possiede (o i singoli valutatori possiedono) strumenti finanziari oggetto di valutazione.³²³ Quanto alla problematica connessa al modello di remunerazione, che interessa meno gli ESG *raters* ma è ancora presente in alcuni casi, la preoccupazione espressa nel considerando che “il modello *issuer pays* implica un potenziale conflitto di interessi”³²⁴, trovano risposta nel testo definitivo del Regolamento UE 462/2013 sulle CRAs in un obbligo di trasparenza verso il mercato.³²⁵ Oltre alla disciplina generale, il regolamento detta discipline specifiche per i rating sui prodotti strutturati e sui “rating sovrani”. Per i primi, oltre la regola già citata dell’art. 6-ter, il regolamento impone regole di pubblicità molto stringenti per ridurre la loro oscurità (art. 8-ter) e impone la regola del doppio rating (art. 8 quater); in proposito è interessante notare che in caso di doppio rating, una delle due agenzie incaricate deve avere una quota di mercato inferiore al 10%. È questa l’unica regola che, sia pure per implicito, cerca di combattere l’oligopolio di fatto delle *Big Three*.³²⁶

d. La responsabilità civile dei ratings ESG

Un elemento che aggrava i fallimenti del mercato nel mondo della sostenibilità, è il ruolo più debole che l’iniziativa da parte del privato può svolgere nel penalizzare informazioni fuorvianti o valutazioni errate relative a fattori di sostenibilità.³²⁷ Almeno fino a quando non ci sarà un quadro normativo che affronta queste questioni, il ruolo già debole della responsabilità civile negli intermediari delle informazioni³²⁸ sembra essere ancora più problematico per le questioni legate alla sostenibilità. Non solo sarebbe difficile per gli investitori dimostrare di aver fatto affidamento sui rating ESG per le loro decisioni di investimento “dannose”, ma anche la quantificazione del danno per prestazioni inferiori alle attese in uno qualsiasi dei fattori ESG si rivelerebbe molto problematica.³²⁹

³²³ M. PORZIO, *Le agenzie di rating*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, Vol 27 n. 3, 2013, p. 411.

³²⁴ Considerando (10) Reg. (UE) 462/2013.

³²⁵ Allegato I, sez. E, parte II, 8, Reg. (UE) 462/2013.

³²⁶ M. PORZIO, *Le agenzie di rating cit.*, p. 412.

³²⁷ M. GARGANTINI, M. SIRI, *Information Intermediaries and Sustainability ESG ratings and benchmarks in the European Union cit.*, p. 24.

³²⁸ C. PICCIAU, *The Evolution of the Liability of Credit Rating Agencies in the United States and in the European Union: Regulation after the Crisis*, in *European Company and Financial Law Review*, n.15/2018, p. 391.

³²⁹ D. LENZI, *Corporate Social Bonds – A Legal Analysis*, in *European Company and Financial Law Review*, n. 18/2011, p. 314.

Il rating del credito, trattandosi del risultato di un negozio tra committente (società emittente/entità valutata) ed agenzia, che viene stipulato a favore di terzi (gli investitori, estranei al rapporto contrattuale), lascia a questi (o agli emittenti che abbiano ricevuto un *rating unsolicited* gratuito) la responsabilità aquiliana come unico rimedio risarcitorio a tutela di eventuali danni ingiusti subiti.

La questione è stata affrontata dai legislatori europei nella modifica al regolamento sulle CRA del 2013, che ha inserito una specifica ipotesi di responsabilità civile delle agenzie all'articolo 35 bis, segnando il "definitivo addio" alla teoria che i rating debbano essere trattati come "mere opinioni" delle agenzie.³³⁰ Nel considerando n. 32 del regolamento sovracitato si legge che: "Può risultare particolarmente difficile accertare la responsabilità civile di un'agenzia di rating del credito in mancanza di un rapporto contrattuale tra un'agenzia di rating del credito e, ad esempio, un investitore ovvero tra la stessa e un emittente nei cui confronti sia stato emesso un rating del credito senza che questi l'abbia richiesto. (...) È pertanto importante prevedere un adeguato diritto al risarcimento del danno per gli investitori che si sono ragionevolmente affidati a un rating del credito emesso in violazione del Regolamento (CE) n. 1060/2009, nonché per gli emittenti che subiscono danni per via di un rating del credito emesso in violazione del Regolamento (CE) n. 1060/2009. È opportuno che gli investitori e gli emittenti possano far valere la responsabilità delle agenzie di rating del credito per danni causati da una violazione di tale Regolamento che abbia influito sul risultato del rating [...], indipendentemente dall'esistenza di un rapporto contrattuale tra le parti."³³¹ Pertanto, la responsabilità civile non interessa propriamente i ratings fuorvianti o inesatti ma in particolare i ratings non conformi (emessi in violazione) alla normativa in materia.

L'allegato III del regolamento, prescrive puntualmente quali siano le condotte per l'azionabilità dei rimedi civilistici ex art. 35-bis da parte degli investitori e degli emittenti che

³³⁰ Il caso più emblematico in tale senso, deciso negli Stati Uniti, è *County of Orange v. McGraw Hill Co.*, 245 B.R. 154 (C.D. Cal. 1999). Tuttavia non sono mancati neppure casi italiani in cui al rating è stata riconosciuta la natura di mera opinione, come tale non passibile di essere classificata "errata" sulla base di dati oggettivi. Il 17 gennaio 2012 il Tribunale di Roma ha statuito che "le agenzie di rating non formulano raccomandazioni ad acquistare, detenere o vendere determinati titoli, ma emettono semplici pareri sulla capacità di credito di un particolare emittente o di un particolare strumento finanziario ad una certa data." Pertanto, "qualsiasi valutazione dell'agenzia di rating, sebbene sbagliata, come nella fattispecie in cui il titolo fino al giorno prima del fallimento era stato classificato come sicuro, non può dar adito ad alcun risarcimento in quanto mera opinione, come tale non passibile di essere classificata errata sulla base di dati oggettivi." - P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori cit.*

³³¹ Considerando 32 Reg. (UE) n. 462/2013.

si assumano danneggiati. Per potere affermare la responsabilità delle agenzie sulla base dell'art. 35-bis, tuttavia, non è sufficiente che l'investitore o l'emittente danneggiati provino la sussistenza di una delle violazioni anzidette, ma è altresì necessario che questi forniscano sia la prova della intenzionalità o della colpa grave caratterizzanti la violazione da parte dell'agenzia, sia quella dell'incidenza che tale violazione abbia avuto sul rating emesso.³³² Per quanto attiene alla prova del nesso causale, l'art. 35-bis distingue a seconda che danneggiato sia un investitore ovvero un emittente. Gli emittenti, infatti, saranno chiamati a provare che la “violazione tipica” commessa dall'agenzia non sia stata causata dalle informazioni inesatte o fuorvianti diffuse proprio dallo stesso emittente. Gli investitori, invece, saranno legittimati a chiedere il risarcimento dei danni soltanto allorché forniscano la prova di avere ragionevolmente – o comunque con la dovuta diligenza – riposto affidamento su un giudizio di rating al momento della determinazione delle proprie scelte di investimento.³³³

Per quanto riguarda il livello di ordinaria diligenza richiesta dai valutatori, tutto è affidato alla stessa agenzia con la formula “garantisce che” (così l'art. 7 c. 1 del regolamento: “Un'agenzia di rating del credito garantisce che gli analisti di rating (...) dispongano di conoscenze ed esperienze adeguate ai compiti svolti.”). L'incongruità di questa soluzione appare evidente, se si confronta con la disciplina comunitaria di altri intermediari dell'informazione sui mercati come i revisori legali (Direttiva 2006/43/CE), dove i requisiti richiesti per i valutatori sono fin troppo specificamente individuati (laurea e tirocinio: art. 6 a 12)) e controllati con una specifica abilitazione pubblica. Una certa attenzione, peraltro, è dedicata alla composizione del consiglio di amministrazione delle agenzie ed ai requisiti di onorabilità e professionalità dei suoi membri (Allegato I, sez. A, 2).³³⁴

Tornando nell'ambito dei rating ESG, tra l'investitore e l'agenzia può sorgere effettivamente un rapporto contrattuale (tramite l'abbonamento del primo ai servizi di quest'ultima). Tuttavia, dai rimedi tipici della responsabilità contrattuale rimarrebbero comunque esclusi tutti i casi di rating *unsolicited* o di ratings ESG resi disponibili gratuitamente per la fruizione dei soggetti interessati, ad esempio sui siti web delle agenzie. In attesa del regolatore, le corti nazionali dovranno intervenire autonomamente sui potenziali conflitti, applicando i regimi ordinari,

³³² E. MACIARIELLO, *La responsabilità da rating: analisi dell'articolo 35-bis del regolamento (CE) 1060/2009*, in Banca Impresa Società, Fasc. 1, 2018, pp. 167-168.

³³³ *Ibid.*, p.176.

³³⁴ M. PORZIO, *Le agenzie di rating cit.*, p. 411.

come è già successo nel 2019 in Germania, quando un tribunale regionale ha emesso un provvedimento a tutela di una società oggetto di un rating ESG *unsolicited*.³³⁵ Il 25 marzo 2019 la divisione ESG della società statunitense ISS ha accettato un'ingiunzione, emessa dal tribunale di Monaco, che le impedisce di pubblicare il suo rating di sostenibilità sull'azienda tedesca Isra Vision. Secondo il giudice, il rifiuto da parte dell'azienda di fornire i dati richiesti da ISS per la valutazione non può giustificare un giudizio negativo sulle sue *performance* ESG. La disputa, come riportato dal quotidiano finanziario Handelsblatt, è iniziata con una semplice mail: ISS ha inviato la sua richiesta di informazioni a Isra per poter elaborare una valutazione (come si è visto nel paragrafo sulle metodologie, è la prassi seguita da molte SRA). L'azienda ha ignorato la richiesta dell'agenzia, che, per questo motivo, gli ha assegnato la valutazione più bassa secondo la sua scala (D-, poi rivista a D). ISS ha sostenuto che, per diversi dei criteri analizzati, le informazioni disponibili (pubblicamente o su richiesta) risultavano “assenti o insufficienti”. Il gruppo tecnologico tedesco si è quindi rivolto ai suoi legali per tutelarsi dagli effetti negativi di questo rating, ritenuto illegittimo. Il tribunale di Monaco ha accolto le richieste dell'azienda, e ha stabilito tramite un'ingiunzione che la semplice indisponibilità di informazioni non può giustificare la valutazione mediocre. Prima che venisse emesso un verdetto definitivo, ISS ha accettato l'ingiunzione affermando che: “La decisione è dettata dalla volontà di risolvere in maniera pragmatica la controversia, che si riferisce solo a questo rating particolare e allo specifico caso giudiziario, ma non ha implicazioni generali sulla nostra metodologia valutazione”.³³⁶ Quindi, ha proseguito il portavoce di ISS, “nei casi in cui non trovassimo le informazioni necessarie, descriveremo questo fatto e lo valuteremo negativamente. Il giudice ha confermato che questo approccio è protetto dalla libertà di opinione”.³³⁷ Inoltre, secondo la società, l'assenza di informazioni sui fattori Esg è rilevante quanto le informazioni stesse, e non assegnare una valutazione a causa di dati mancanti “creerebbe un incentivo sbagliato per le aziende, spingendole a nascondere gli aspetti negativi delle loro prestazioni”.³³⁸ Di diverso avviso è l'avvocato di Isra, secondo il quale: “Quando un'agenzia di rating sostituisce i fatti con semplici ipotesi, quando dà un voto negativo perché una società non risponde a una richiesta o quando utilizza criteri di valutazione assurdi, le

³³⁵ F. FIORUCCI, *Rating Esg. L'azienda si ribella e fa causa*, EticaNews.it, 1 aprile 2020, disponibile presso: www.cbalex.com/sites/cbalex/files/articles/files/20200401_eticanews.it_rating_esg.1_azienda_si_ribella_e_fa_c_ausa.pdf

³³⁶ *Ibid.*

³³⁷ *Ibid.*

³³⁸ *Ibid.*

aziende non dovrebbero accettare il giudizio”.³³⁹ Anche perché, secondo il legale, Isra Vision è stata giudicata negativamente per l’assenza di dati che riguardano questioni irrilevanti, quindi non materiali, per la sua attività. Una visione che, nonostante le precisazioni di ISS, sembra essere stata condivisa anche dal giudice. Secondo il commento sulla sentenza offerto dall’Avv. Martini ad EticaNews.it, “Con riferimento al nostro ordinamento, viene in rilievo in primo luogo la responsabilità extracontrattuale dell’ente valutatore che diffonda tali informazioni: il riferimento è senz’altro al possibile danno reputazionale arrecato alla società sottoposta a valutazione. Naturalmente una simile ipotesi presuppone che il presunto danno, che non può essere *in re ipsa*, sia debitamente allegato e provato e che sussistano gli altri elementi previsti per l’insorgere di una simile obbligazione risarcitoria. Per converso, anche per gli amministratori della società valutata si potrebbe immaginare, per lo meno in via astratta, il rischio di responsabilità in presenza di informazioni non conformi al vero rese all’ente valutatore.”³⁴⁰

Ad oggi, la restante minima letteratura e giurisprudenza presente sull’argomento³⁴¹ della responsabilità civile legata all’ESG interessa i rating solo indirettamente, dato che si concentra sulla responsabilità che può sorgere in capo alle imprese per aver pubblicato un’informativa di sostenibilità non allineata rispetto agli obblighi normativi. Questo tipo di responsabilità interessa quindi più gli emittenti che dichiarano il falso o non rispettano gli obblighi di *compliance*, che le agenzie ed i loro clienti.

La questione appare estremamente problematica perchè, da una parte, introdurre un regime di responsabilità civile a tutela degli investitori, nei casi in cui abbiano subito dei danni a seguito di scelte di investimento orientate da ratings ESG fuorvianti, costituirebbe un forte incentivo per le agenzie fornitrici ad essere il più oggettive possibili e valutare meno favorevolmente le società non adeguatamente sostenibili. Allo stesso tempo tuttavia, ipotizzare una responsabilità extracontrattuale in capo alle SRA per i danni (ad es. reputazionali) eventualmente causati sulle società valutate, finirebbe per scoraggiare la loro attività ed ottenere l’effetto opposto. La via che rimane da seguire è quella già tracciata dai legislatori europei nell’ambito delle CRA,

³³⁹ *Ibid.*

³⁴⁰ *Ibid.*

³⁴¹ C. KURATEK, J. A. HALL, B. M. HUBER, *Legal Liability for ESG Disclosures*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 3 agosto 2020.

ovvero quella di stabilire un regime di responsabilità civile non per rating “erronei o fuorvianti” ma per rating non conformi alle normative in materia, che abbiano successivamente causato un danno ingiusto al soggetto investitore o alla società emittente. Tuttavia, ad oggi rimane un discorso ipotetico, non essendo ancora in luogo alcuna normativa dedicata ad essi. Altri autori auspicano in generale, l’introduzione di un regime di responsabilità unitario per tutti gli intermediari dell’informazione sui mercati.³⁴²

e. Il potenziale *greenwashing*.

Come si è visto, i difetti attuali dei ratings ESG hanno numerose implicazioni ma la principale preoccupazione riguarda la loro capacità di confondere le decisioni di investimento fornendo informazioni inaffidabili sulla qualità ESG delle imprese. Queste possono influenzare negativamente la divulgazione che i gestori di fondi fanno sulla qualità ESG complessiva dei portafogli d’investimento, riducendo così l’incentivo delle aziende a migliorare le loro reali prestazioni ambientali e sociali.³⁴³

Inoltre, la prevalenza degli approcci *outside-in* rispetto a quelli *inside-out* adottati dalle aziende, confonde ulteriormente le acque. Come si è visto, la maggior parte dei rating ESG è rappresentato da quelli di rischio, che non valutano i profili di sostenibilità delle aziende, ma si basano invece sull’impatto dei cambiamenti climatici sulle prestazioni finanziarie previste di un’azienda; “I ratings non misurano l’impatto di un’azienda sulla Terra e sulla società. In realtà, essi valutano il contrario: il potenziale impatto del mondo sulla società e sui suoi azionisti.”, affermano gli osservatori di Bloomberg.³⁴⁴ Se un fornitore di rating ESG conclude che “il cambiamento climatico non rappresenta un rischio né offre opportunità ai profitti dell’azienda”, può infatti emettere un rating ESG elevato che non riflette gli sforzi di sostenibilità dell’azienda.³⁴⁵

³⁴² E. MACIARIELLO, *op. cit.*

³⁴³ D. LARCKER et al., *ESG Ratings: A Compass without Direction cit.*, p. 6.

³⁴⁴ C. SIMPSON, A. RATHI, S. KISHAN, *The ESG Mirage*, Bloomberg BusinessWeek, 10 dicembre 2021.

³⁴⁵ *Ibid.*

Infine, la revisione dei ratings MSCI condotta da Bloomberg³⁴⁶, rileva che la maggior parte degli aggiornamenti in senso migliorativo dei ratings si verificano per ciò che Bloomberg chiama “pratiche commerciali rudimentali” piuttosto che miglioramenti sostanziali delle prestazioni ESG. Nel giustificare 155 aggiornamenti, MSCI ha citato miglioramenti di governance quasi la metà (42 per cento) del tempo - significativamente maggiori che i miglioramenti del fattore sociale (32 per cento) o ambientale (26 per cento). Gli aggiornamenti sono stati spesso guidati da pratiche di *box-ticking*, come la conduzione di sondaggi sui dipendenti, e raramente per pratiche sostanziali, come una riduzione effettiva delle emissioni di carbonio. Secondo il documento, metà delle imprese sono state “premate” per non aver fatto nulla, a seguito di modifiche puramente metodologiche.³⁴⁷

La maggior parte dei fallimenti del mercato che alterano i rating di sostenibilità influisce anche sul mercato degli indici che si basa sui fattori ESG. Entrambi i servizi si basano sullo *screening* e sulla valutazione delle attività sottostanti per colmare il divario informativo tra emittenti e investitori. Ancora più importante, anche in assenza di incentivi normativi per farlo, gli amministratori si affidano fortemente ai rating ESG per definire i loro indici.³⁴⁸ Raghunandan e Rajgopal nel loro studio del 2022, riscontrano che le società con portafogli ESG (con rating Sustainalytics elevati) hanno record addirittura peggiori per quanto riguarda la conformità alle norme sul lavoro e ambientali rispetto a società con portafogli non-ESG, monitorate durante lo stesso periodo.³⁴⁹ Sempre secondo i risultati di questo studio, le aziende aggiunte a portafogli di investimento ESG sembrano non migliorare successivamente la conformità alle normative sul lavoro o ambientali. Gibson, Glossner, Krueger, Matos e Steffen scoprono che le aziende degli Stati Uniti che aderiscono ai *Principles for Responsible Investment* (PRI), che impegnano una società a incorporare i fattori ESG nei loro processi decisionali, guadagnano rating ESG peggiori (come assegnati da MSCI, Refinitiv e Sustainalytics) rispetto alle aziende degli Stati Uniti che non fanno questo impegno.³⁵⁰ Demers, Hendrikse, Joos e Lev, studiando le prestazioni delle aziende all’inizio della

³⁴⁶ *Ibid.*

³⁴⁷ *Ibid.*

³⁴⁸ M. GARGANTINI, M. SIRI, *Information Intermediaries and Sustainability ESG ratings and benchmarks in the European Union cit.*, p. 16.

³⁴⁹ A. RAGHUNANDAN, S. RAJGOPAL, *Do ESG Funds Make Stakeholder-Friendly Investments?*, in *Review of Accounting Studies*, 2022

³⁵⁰ R. G. BRANDON, S. GLOSSNER, P. KRUEGER, P. MATOS, T. STEFFEN, *Do Responsible Investors Invest Responsibly*, Social Science Research Network, febbraio 2022.

pandemia di Covid-19, non hanno trovato prove che i rating ESG abbiano previsto accuratamente gli impatti sulle prestazioni delle imprese di questo evento di rischio inaspettato.³⁵¹ Schröder nel 2007 e, più recentemente, Dimson, Marsh e Staunton, trovano inoltre che gli indici ESG creati da società come MSCI e FTSE Russell, ottengano delle previsioni molto positive durante i loro periodi di *pre-launch* solo per “sotto-performare” dopo le loro date di lancio.³⁵² Tutti questi risultati sollevano seri dubbi sulla capacità dei fornitori di dati ESG di contribuire allo sviluppo di strategie di investimento sostenibili.

Nel loro articolo sui “7 Miti dell’ESG”, gli autori sollevano un’ulteriore domanda cruciale: si può distinguere un’attività rivendicata come ESG da una effettivamente ESG?³⁵³ Le aziende promuovono le loro iniziative per dimostrare un impegno verso le cause sociali e ambientali, ma molte di queste scelte sono così strettamente allineate al loro modello di *business* da risultare quasi indistinguibili dalle decisioni aziendali standard finalizzate alla massimizzazione del valore per gli azionisti e la riduzione del rischio operativo. Gli autori riportano due esempi significativi di queste iniziative dai confini “fumosi”. La prima riguarda la Coca-Cola: nel 2021, *Coke* ha annunciato la produzione di bottiglie di plastica realizzate con materiali riciclati al 100%, affermando: “Data la nostra scala e le nostre risorse, siamo consci della nostra unica e chiara opportunità e responsabilità di fare una differenza positiva nella crisi globale sulla plastica.”³⁵⁴ L’iniziativa è stata annunciata pochi mesi dopo che il gruppo venne nominato “il più grande inquinatore di plastica al mondo” da un importante gruppo di attivisti.³⁵⁵ Il gruppo Coca-Cola, tuttavia, aveva lanciato il suo primo programma di riciclaggio per bottiglie di vetro e lattine di alluminio già nel 1970 e la sua attuale iniziativa di riciclaggio della plastica “Mondo Senza Rifiuti” era attiva dal 2018.³⁵⁶ Il secondo esempio riguarda Bank of America. Nel 2021, Bank of America ha annunciato un’iniziativa di 1,25

³⁵¹ E. DEMERS, J. HENDRIKSE, P. JOOS, B. LEV, *ESG Didn’t Immunize Stocks During the COVID-19 Crisis, But Investments in Intangible Assets Did*, in *Journal of Business Finance & Accounting*, 2021.

³⁵² M. SCHRÖDER, *Is There a Difference? The Performance Characteristics of SRI Equity Indexes*, in *Journal of Business Finance & Accounting*, 2007; DIMSON, MARSH, STAUNTON, *Divergent ESG Ratings ci.t*

³⁵³ D. F. LARCKER, B. TAYAN, E. WATTS, *Seven Myths of ESG*, Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper, 4 novembre 2021, p. 2.

³⁵⁴ The Coca-Cola Company, Com. stampa, *The Coca-Cola Company Introduces Bottles Made from 100% Recycled Materials in the United States*, 9 febbraio 2021, disponibile presso: <https://investors.coca-colacompany.com/news-events/press-releases/detail/1011/the-coca-cola-company-introduces-bottles-made-from-100>.

³⁵⁵ Break Free From Plastic, *Branded, Vol. III: Demanding Corporate Accountability for Plastic Pollution*, 2020, disponibile presso: <https://brandaudit.breakfreefromplastic.org/brand-audit-2020/>.

³⁵⁶ The Coca-Cola Company, *The Coca-Cola Company Announces New Global Vision to Help Create a World Without Waste*, Business Wire, 19 gennaio 2018, disponibile presso: <https://www.businesswire.com/news/home/20180119005104/en/>.

miliardi di dollari per promuovere l'eguaglianza "razziale" e incrementare le opportunità economiche di soggetti vulnerabili al razzismo sistemico attraverso degli investimenti nell'ambito di salute, formazione sul lavoro, alloggi a prezzi accessibili, e piccole imprese per un periodo di cinque anni.³⁵⁷ Come altre banche federali, la Banca d'America era già tenuta, ai sensi del *Community Reinvestment Act*, a servire le comunità a basso e moderato reddito in cui opera.³⁵⁸ Esempi come questi evidenziano l'area grigia in cui le iniziative "bollate" come ESG operano, dato che non è sempre chiaro se le aziende che le mettono in piedi si stiano impegnando al di là di quello che avrebbero comunque fatto per ragioni di profitto.³⁵⁹

Come si è già detto, questa forma più estrema di travisamento degli sforzi ESG prende il nome di "greenwashing". Ovvero, la pratica di esagerare le qualità ESG fino alla loro falsificazione totale. Una società pratica *greenwashing* quando promuove un nuovo prodotto come più rispettoso dell'ambiente rispetto ai prodotti precedenti, quando questo chiaramente non lo è. Ad esempio, Starbucks è stato accusato di *greenwashing* quando ha introdotto un coperchio "più ecologico" senza annunciare che in realtà utilizzava più plastica rispetto al coperchio che era stato progettato per sostituire.³⁶⁰ Sul lato degli investimenti invece, un gestore di fondi fa *greenwashing* quando pubblicizza i propri fondi di investimento come sostenibili senza impegnarsi in un rigoroso processo di valutazione della qualità ESG delle attività in cui investe.³⁶¹

Molteplici scandali di alto profilo hanno già attirato l'attenzione del pubblico sulle criticità dei sistemi di rating ESG offerti da terze parti, tra cui spicca il caso del marchio di *fast-fashion* Boohoo, che era rimasto coinvolto in un'indagine delle autorità sul presunto "lavoro forzato" nelle sue fabbriche all'inizio della pandemia. Il marchio aveva precedentemente ricevuto punteggi eccezionali da più agenzie di rating.³⁶² Allo stesso tempo, le accuse di *greenwashing* stanno colpendo il lato degli investitori del settore finanziario, in quanto i gestori patrimoniali sono accusati di esagerare i loro crediti di investimenti ESG. Recentemente, la filiale di *asset*

³⁵⁷ Bank of America, Com. stampa, *Bank of America Increases Commitment to Advance Racial Equality and Economic Opportunity to \$1.25 Billion*, 30 marzo 2021.

³⁵⁸ Office of the Comptroller of the Currency, *Community Reinvestment Act: Fact Sheet*, marzo 2014.

³⁵⁹ D. F. LARCKER, B. TAYAN, E. WATTS, *Seven Myths of ESG cit.*, p. 2.

³⁶⁰ D. ROBINSON, *10 Companies and Corporations Called out for Greenwashing*, Earth.org, 2 agosto, 2021, disponibile presso: <https://earth.org/greenwashing-companies-corporations/>.

³⁶¹ D. F. LARCKER, B. TAYAN, E. WATTS, *Seven Myths of ESG cit.*, p. 2..

³⁶² C. LEAHY, *Boohoo: an ESG Sob Story*, Blackpeak, 27 agosto 2020, disponibile presso: <https://www.blackpeakgroup.com/2020/08/boohoo-an-esg-sob-story/>.

management di Deutsche Bank AG, DWS Group, è stata colta in flagrante scandalo per aver sopravvalutato eccessivamente le proprie credenziali ESG.³⁶³ Il DWS è stato esaminato solo poche settimane dopo che l'ex CIO di Blackrock Sustainable, Tariq Fancy, si è fatto avanti con forti affermazioni sul mercato degli investimenti ESG, definendolo un “placebo pericoloso” che può distrarre il pubblico dal clima significativo e dall’azione sociale.³⁶⁴ Dopo aver gestito il portafoglio di investimenti sostenibili della più grande società di gestione patrimoniale del mondo tra il 2018 e il 2019, Fancy ora sostiene che le istituzioni finanziarie hanno un forte incentivo spingere i prodotti ESG, dato che hanno commissioni più alte, che migliorano i loro profitti. Allo stesso tempo, le società di investimento non sono ritenute responsabili per aver sopravvalutato la misura in cui integrano i criteri di sostenibilità nelle loro strategie di investimento.³⁶⁵ In risposta a questi eventi, il Fondo Monetario Internazionale (FMI), l'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE) e la Banca Mondiale hanno esortato le autorità di regolamentazione a proteggere gli investitori dal *greenwashing*.³⁶⁶ La recente relazione del FMI sulla stabilità finanziaria globale sostiene che il settore degli investimenti sostenibili è un motore essenziale della transizione verso l’economia verde, ma che sia necessaria un’ adeguata supervisione regolamentare per garantire la disponibilità di dati di sostenibilità di alta qualità, e per impedire alle società finanziarie di fuorviare gli investitori per quanto riguarda le loro credenziali ambientali.³⁶⁷ Mentre come si è visto nel primo capitolo, l’Unione Europea ha mosso i primi passi per istituire una tassonomia delle attività sostenibili e ha proposto iniziative per una più ampia rendicontazione della sostenibilità aziendale, non sono state prese misure specifiche circa i fornitori di dati e ratings.

I rating ESG sembrano quindi suscettibili al “gioco” delle imprese: attraverso alterazioni preventive ma prive di significato in strategie, tattiche o operazioni progettate per estrarre punteggi più elevati, ampliare l’accesso agli investitori sensibili alle tematiche di sostenibilità ed estrarre valutazioni (i prezzi) delle azioni più elevate.³⁶⁸ Questo potenzialmente crea una

³⁶³ P. KOWSMANN, C. RAMEY, D. MICHAELS, *U.S. Authorities Probing Deutsche Bank’s DWS Over Sustainability Claims*, The Wall Street Journal, 25 agosto 2021.

³⁶⁴ D. RICKETTS, *Ex-BlackRock sustainable CIO on how ESG risks turning into a mis-selling scandal*, Financial News, 14 settembre 2021, disponibile presso: <https://www.fnlonon.com/articles/ex-blackrock-sustainable-cio-on-how-esg-risks-turning-into-a-mis-selling-scandal-20210914>.

³⁶⁵ A. SIPICZKI, *A Critical Look At the ESG Market*, CEPS Policy Insights n. 15, aprile 2022, p. 3.

³⁶⁶ F. NATALUCCI, F. SUNTHEIM, J. VANDENBUSSCHE, *How Investment Funds Can Drive the Green Transition*, 4 ottobre 2021.

³⁶⁷ IMF, *Global Financial Stability Report*, 2021.

³⁶⁸ I. WALTER, *Sense and Nonsense in ESG Ratings cit.*, p. 331.

nuova forma di frode finanziaria che può sfruttare la collaborazione di un *insider* nel processo di rating.³⁶⁹ Più i fattori ESG verranno presi sul serio nella determinazione dei prezzi dei beni, più il settore diventa vulnerabile alle pratiche fraudolente e all'uso improprio delle informazioni. I rating ESG contengono nuove informazioni e possono muovere i mercati, pertanto, i *raters* ESG dovrebbero rispettare gli stessi standard che si applicano ad altri servizi di rating.

f. L'eccessivo affidamento

Si è visto nel secondo capitolo come un'eccessiva dipendenza dai rating possa portare a degli errori particolarmente insolubili e amplificare le conseguenze sistemiche delle valutazioni errate. Questa tendenza è ormai ben nota ai responsabili politici dell'UE, che richiedono alle agenzie di rating del credito di avvertire gli utenti che i rating sono solo le opinioni delle agenzie di rating del credito e dovrebbero essere invocati in misura limitata.³⁷⁰ Le preoccupazioni tradizionali circa l'approccio passivo all'uso dei rating del credito sono tanto più pertinenti ai rating ESG. Come si è visto, non solo le metriche su cui i rapporti ESG sono soggetti ad incertezze, ma l'aggregazione di queste metriche in indicatori sintetici si basa su ipotesi soggettive.

Le decisioni di investimento consistono in elementi relativamente semplici (acquistare o vendere una certa quantità a un determinato prezzo in un determinato momento), ma implicano processi decisionali molto più ampi. I rating di sostenibilità aiutano questi processi perché riducono la complessità dei fattori ESG alla semplicità dei simboli.³⁷¹ L'importanza dei rating di sostenibilità deriva quindi dalla naturale tendenza a utilizzare indicatori sintetici per semplificare i difficili processi decisionali.³⁷² Vi è quindi un chiaro interesse a ridurre i costi del processo decisionale e le valutazioni dei *raters* soddisfano perfettamente questa domanda. Da un lato, vi sono evidenti economie di scala e fattori di specializzazione che rendono il ricorso ai rating un modo efficiente di prendere decisioni; d'altra parte, l'euristica della

³⁶⁹ *Ibid.*

³⁷⁰ Articolo 8 (2), Reg. (UE) 462/2013.

³⁷¹ O. DOMBALAGIAN, *Regulating Informational Intermediation*, in *American University Business Law Review*, n. 58/2011, pp. 63-64.

³⁷² S. STEUER, T. TRÖGER, *The Role of Disclosure in Green Finance*, in *Journal of Financial Regulation*, n. 1 /2017, p. 7.

disponibilità può aumentare la dipendenza dai rating anche quando la loro accuratezza è notoriamente bassa.³⁷³

Un affidamento eccessivo da parte nei mercati ai ratings ESG, si potrebbe tradurre nel rischio che i giudizi ESG conducano ad investimenti eccessivi in attività per nulla sostenibili quanto previsto. Tuttavia, i regolatori sembrano aver imparato dall'esperienza della crisi del 2008 e l'attuale quadro normativo sulla sostenibilità d'impresa è stato elogiato per la sua attenzione ad evitare il ricorso cieco ai rating ESG da parte degli operatori di mercato.³⁷⁴ Le disposizioni dell'UE (di cui si è parlato nel primo capitolo) che definiscono gli obblighi di trasparenza per gli operatori dei mercati finanziari, illustrano perfettamente questo punto. Gli operatori dei mercati finanziari devono infatti divulgare le loro politiche sull'integrazione dei “rischi di sostenibilità” nel loro processo decisionale, sia esso parte di un'attività di investimento sia parte di una di consulenza (Articoli 3 e 6 Regolamento SFDR).³⁷⁵ In questo contesto, i “rischi di sostenibilità” si riferiscono a possibili eventi futuri che, se materializzati, possono causare “un impatto negativo effettivo o potenziale sul valore dell'investimento” (Articolo 2(22) SFDR), che è rilevante della prospettiva *outside-in*, propria dei rating di rischio ESG. Nessuna di queste regole fa un esplicito riferimento all' ESG o ai rating. Pertanto, sebbene l'inclusione dei rating ESG nelle dichiarazioni degli operatori del mercato finanziario non sia certamente vietata, nulla in questo regime determina una licenza regolamentare implicita a favore delle agenzie di rating della sostenibilità.³⁷⁶

Ancora più evidente è la cura del legislatore nell'evitare un eccessivo affidamento sui rating ESG da una prospettiva *inside-out*. In questo caso, l'informativa è richiesta sia a livello di entità sia a livello di singolo prodotto, ed in quest'ultimo caso mediante informazioni precontrattuali e periodiche. Il concetto giuridico centrale per tale divulgazione è quello di “impatti negativi sui fattori di sostenibilità” (Articolo 2(24) SFRD), che gli operatori di mercato devono identificare e dare priorità (l'obbligo è vincolante solo per i grandi operatori di mercato ex art. 4(1) SFDR). L'informativa a livello di entità e di prodotto deve includere

³⁷³ M. GARGANTINI, M. SIRI, *Information Intermediaries and Sustainability ESG ratings and benchmarks in the European Union cit.*, p. 14.

³⁷⁴ S. STEUER, T. TRÖGER, *The Role of Disclosure in Green Finance cit.*, p. 17.

³⁷⁵ M. GARGANTINI, M. SIRI, *Information Intermediaries and Sustainability ESG ratings and benchmarks in the European Union cit.*, p. 12.

³⁷⁶ *Ibid.*

anche un riferimento agli indicatori adottati per valutare questi principali impatti negativi sulla sostenibilità.³⁷⁷ Ciò vale anche per i prodotti che pretendono di “promuovere” caratteristiche ambientali o sociali³⁷⁸ o che hanno come obiettivo investimenti sostenibili.³⁷⁹ Il regolamento SFDR definisce anche in questo ambito alcune metodologie standardizzate per garantire la comparabilità. In particolare, l'indicatore chiave per misurare il rapporto tra gli investimenti allineati alla tassonomia e gli investimenti totali sottostanti è il “fatturato verde”³⁸⁰. L'aggregazione dei dati sul fatturato verde avviene sulla base dell'attività specifica.³⁸¹ In questa maniera, la direttiva riduce la necessità di ricorrere a metriche fornite da fornitori esterni (come le agenzie di rating ESG).

Un ultimo modo per ridurre la domanda, indotta dalle normative, per i rating ESG è garantire che non vi sia alcuna necessità di “tradurre” le informazioni dell'emittente sui fattori ESG in ulteriori metriche diverse. Anche a questo proposito, gli sforzi normativi in corso mirano a garantire che i principi comuni di segnalazione per gli emittenti ai sensi della direttiva sulla rendicontazione di sostenibilità delle imprese siano allineati con gli indicatori che gli operatori dei mercati finanziari devono adottare per i loro prodotti di investimento o servizi di consulenza.³⁸² Ciò dovrebbe contribuire a snellire il flusso di informazioni dai dati “grezzi” alla divulgazione fornita ai sensi del SFDR, senza il coinvolgimento obbligatorio dei rating di sostenibilità nel processo.

Infine, nella regolamentazione prudenziale, si è visto come l' affidamento ai rating del credito sia stato incorporato nella legge, sollevando numerose critiche. Tali preoccupazioni si applicano ancor più all'inclusione di fattori di sostenibilità nella definizione dei fondi propri e dei requisiti patrimoniali.³⁸³ Per il momento, gli obblighi di informativa sui rischi ESG dovuti ai sensi dell'articolo 449 del Reg. (UE) 575/2013 (*Capital Requirement Regulation - CRR*) non fanno esplicito riferimento ai rating ESG, il che dimostra la consapevolezza di questa

³⁷⁷ Articoli 4(2)(a) e 7(1), par 2, SFDR.

³⁷⁸ Articoli 8 e 10 SFDR- i cd. *light green products*.

³⁷⁹ Articoli 9 e 10 SFDR – i cd. *dark green products*.

³⁸⁰ Considerando 36 e articoli 15, 17 e 19 del Reg. (UE) 1288/2022.

³⁸¹ Allegato II Reg. (UE) 1288/2022.

³⁸² M. GARGANTINI, M. SIRI, *Information Intermediaries and Sustainability ESG ratings and benchmarks in the European Union cit*, p. 13.

³⁸³ D. ZETZSCHE, L. ANKER-SØRENSEN, *Regulating Sustainable Finance in the Dark*, in *European Business Organization Law Review* n. 47 / 2022, pp. 79-80.

criticità da parte delle autorità di vigilanza. Si può concludere che, per il momento, il livello di dipendenza delle autorità di regolamentazione dai rating ESG sia relativamente basso.³⁸⁴

In sintesi, nonostante i riferimenti ai rating ESG scarseggino nelle normative europee, è bene ricordare che in un contesto in cui metodologie diverse possono portare a risultati divergenti, l'eccessiva dipendenza dai rating ESG può essere ancora più dannosa rispetto al tradizionale caso del rating del credito. Pertanto, gli istituti finanziari dovrebbero adoperarsi per effettuare una valutazione interna dell'investimento ed astenersi dall'esternalizzare implicitamente la valutazione dei criteri ESG ai fornitori di rating. Ancora una volta, ciò rispecchierebbe l'obbligo per le istituzioni finanziarie di non basarsi esclusivamente o meccanicamente sui rating del credito per valutare il merito di credito di un'entità o di un'attività finanziaria³⁸⁵, imposto dall'articolo 5 del regolamento sulle CRAs. Il rischio permane soprattutto per una differenza importante con i rating del credito: i rating ESG non sembrano avere così tante alternative. Pertanto, nel caso della valutazione della sostenibilità, adottare metodologie di valutazione interna sembra essere l'unica soluzione pratica.³⁸⁶

2. Prospettive future di regolamentazione.

Nonostante il quadro normativo dettagliato fornito dagli atti legislativi che l'UE ha adottato, rimangono aperte molte questioni sulla loro attuazione da parte degli operatori dei mercati finanziari. Come si è visto, l'esercizio di questi nuovi obblighi comporta comunque la scelta discrezionale di quali parametri e criteri adottare per aggregare i dati ESG. Ad esempio, l'indicazione dei "principali impatti negativi" e il rispetto del principio dell'assenza di danni significativi (*Do Not Significant Harm*) richiede l'uso dei processi di valutazione dei *raters*; inoltre, gli obblighi di informativa ai sensi del Regolamento SFDR richiedono l'aggregazione dei dati ESG a livello di prodotto e di entità, ma ci sono diversi modi per combinare gli elementi costitutivi di metriche più granulari (come quelle che si riferiscono alle singole attività) per produrre indicatori più generali (come quelli che si riferiscono all'entità).³⁸⁷ Per i motivi evidenziati gli operatori dei mercati finanziari, come gli investitori istituzionali e i

³⁸⁴ M. GARGANTINI, M. SIRI, *Information Intermediaries and Sustainability ESG ratings and benchmarks in the European Union cit.*, p. 13.

³⁸⁵ *Ibid.*, p. 15 - 16.

³⁸⁶ M. GARGANTINI, M. SIRI, *Information Intermediaries and Sustainability ESG ratings and benchmarks in the European Union cit.*, p. 16.

³⁸⁷ *Ibid.*, pp. 14-15.

gestori patrimoniali, hanno ancora forti incentivi a fare affidamento sugli intermediari dell'informazione ESG per colmare queste lacune.

Un rapporto del 2021 ha rilevato che 20 dei 50 maggiori gestori patrimoniali globali utilizzano i dati di quattro o più fornitori di rating ESG per prendere decisioni informate sui loro prodotti finanziari sostenibili.³⁸⁸ Dato che la domanda per questi fornitori di dati non sembra diminuire, ma anzi, cresce sempre di più, è auspicabile un intervento normativo del legislatore europeo sul settore, che affronti le criticità illustrate nei paragrafi precedenti in maniera coesa e definitiva.

Le autorità di regolamentazione degli Stati Uniti, del Regno Unito e dell'UE hanno tutte riconosciuto come importante la questione e stanno iniziando a sviluppare le loro regole per il settore. Negli Stati Uniti, la Securities and Exchange Commission (SEC), sulla scia delle iniziative europee, sta spingendo per standardizzare le informazioni relative al clima da parte di aziende pubbliche che, si spera, avranno un impatto positivo sulla precisione dei rating ESG.³⁸⁹ Nell'UE, l'Autorità europea degli strumenti finanziari e del mercato (ESMA) ha tenuto una consultazione pubblica per valutare la possibilità di una maggiore regolamentazione del settore dei rating ESG.³⁹⁰ Nel Regno Unito, la Financial Conduct Authority (FCA) ha affermato che la scarsa correlazione tra i rating ESG non è di per sé dannosa, purché i fornitori di rating siano trasparenti in merito alla loro metodologia e ai dati che utilizzano e dispongano di solidi processi di *governance*.³⁹¹ L'autorità francese dei mercati finanziari (AMF) e quella olandese (AFM) hanno pubblicato un articolo in collaborazione per evidenziare le loro priorità ed obiettivi a riguardo.³⁹² Nel documento, sottolineano l'aumento di domanda per dati e servizi ESG, e con esso la necessità impellente di aumentare la loro affidabilità. Il presidente della AMF, il Sig. Robert Ophèle, ha affermato che “I regolatori non possono tollerare che i prodotti finanziari venduti nei loro paesi vengano etichettati come ESG

³⁸⁸ G. ROACH, *More than half of top 50 asset managers developing internal ESG ratings*, IR Magazine, 8 maggio 2021, disponibile presso: www.irmagazine.com/buy-side/more-half-top-50-asset-managers-developing-internal-esg-ratings.

³⁸⁹ SEC, Com. stampa, *SEC Proposes Rules to Enhance and Standardize Climate-Related Disclosures for Investors*, 21 marzo 2022.

³⁹⁰ ESMA, Com. stampa, *ESMA Publishes Results of Its Call for Evidence on ESG Ratings*, 27 giugno 2022.

³⁹¹ FCA, *FS22/4: ESG integration in UK capital markets: Feedback to CP21/18*, 13 giugno 2022.

³⁹² AFM, *French and Dutch financial market authorities call for a European regulation of ESG data, ratings, and related services*, 15 dicembre 2020, disponibile presso: <https://perma.cc/G3ZU-8ZTH>.

nonostante presentino caratteristiche profondamente differenti”.³⁹³ La soluzione che propongono è quella di introdurre un modello regolatorio per questi fornitori che gestisca le ipotesi di conflitto di interessi e aumenti la trasparenza. Come si è visto, anche il consiglio di amministrazione dell'Organizzazione internazionale delle commissioni di titoli (IOSCO) ha pubblicato delle raccomandazioni per i fornitori di rating ESG³⁹⁴, ed organismi del settore come l'International Financial Reporting Standards Foundation (IFRSF), hanno recentemente lanciato l'International Sustainability Standards Board, con l'obiettivo di creare “un'ampia base globale di principi di informativa sulla sostenibilità che forniscono agli investitori e agli altri partecipanti al mercato dei capitali informazioni sui rischi e le opportunità legati alla sostenibilità delle imprese per aiutarli a prendere decisioni informate.”³⁹⁵

Per risolvere i profili critici del rating ESG, la IOSCO³⁹⁶ suggerisce che le agenzie di rating ESG dovrebbero in primo luogo raggiungere un accordo su quali sono i fattori (criteri) su cui si concentreranno quando effettueranno le loro valutazioni E, S e G. Ciò non significa che dovranno concordare necessariamente sulle metodologie da utilizzare per valutarli; tuttavia, per raggiungere un livello soddisfacente di “credibilità”, le agenzie dovrebbero informare i loro rating utilizzando scale comparabili tra di loro, con chiare regole di equivalenza.

Alcuni autori³⁹⁷ suggeriscono invece che per gli investitori sarebbe sempre meglio utilizzare diversi rating contemporaneamente. A differenza dei rating di merito creditizio, per i rating di sostenibilità sarà sempre possibile utilizzare metriche diverse (più specifiche, dinamiche, al passo coi tempi e con lo sviluppo di nuovi “temi sensibili”) che possono portare a risultati divergenti, aumentando così il valore informativo delle valutazioni aggiuntive.³⁹⁸ Ed attualmente sembra che gli utenti dei rating ESG si affidino spesso a più fornitori, sia per avere una copertura più ampia in termini di attività rilevanti, ma anche per convalidare i rating

³⁹³ S. RIDING, *EU 'Urgently' Needs Common ESG Rules, Says French Watchdog*, in *Fin. Times*, 25 novembre 2019; R. OPHÈLE, *Speech at Les Entretiens de l'AMF 2019: Sustainable Finance, a fashion trend or a springboard for tomorrow's economy*, 14 novembre 2019, disponibile presso: <https://perma.cc/2GBQ-4K8V>.

³⁹⁴ IOSCO, Com. stampa, *IOSCO calls for oversight of ESG Ratings and Data Product Providers*, 23 novembre 2021.

³⁹⁵ IFRS, *International Sustainability Standards Board*, disponibile presso: www.ifrs.org/groups/international-sustainability-standards-board/.

³⁹⁶ Cfr., *supra*, nota 338.

³⁹⁷ L. GYÖNYÖROVÁ, L., M. STACHOŇ, D. STAŠEK, *ESG Ratings: Relevant Information or Misleading Clue? Evidence from the S&P Global 1200*, in *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 10 maggio 2021.

³⁹⁸ M. GARGANTINI, M. SIRI, *Information Intermediaries and Sustainability ESG ratings and benchmarks in the European Union cit.*, p. 16.

sulle stesse attività.³⁹⁹ Fondamentale perchè tali pratiche si rivelino utili è la capacità degli emittenti - o, in linea di principio, degli istituti finanziari - di selezionare la seconda agenzia di rating sulla base della metodologia adottata. In questo contesto, due risultati ottenuti con metodologie comparabili indicherebbero l'effettiva sostenibilità dell'attività societaria dell'emittente.⁴⁰⁰ Infatti, qualsiasi misura normativa futura sui rating ESG dovrà poi affrontare la questione delle loro metodologie, se vuole ripristinare la fiducia degli utenti.

Per quanto riguarda la trasparenza sui loro processi interni, ad oggi le SRAs non hanno alcun obbligo di rendere pubblici o giustificare le loro metodologie di valutazione per fornire ratings. Ai fini di confronto, i requisiti sostanziali che le CRAs devono rispettare per operare sul mercato comprendono sia l'obbligo di garantire che i rating siano basati su un'analisi approfondita di tutte le informazioni disponibili, sia che tali informazioni siano affidabili e che provengano da fonti affidabili. Le metodologie delle CRAs sono rigorose, sistematiche, continuative e soggette a convalida sulla base dell'esperienza storica, comprese le prove retrospettive, e dovrebbero comportare una revisione dei rating ogni anno (due volte all'anno per i rating sovrani). In caso di modifiche sostanziali, dovrebbero essere oggetto di consultazione pubblica.⁴⁰¹ Gli obblighi di trasparenza supportano il regime sostanziale imponendo la comunicazione delle metodologie, dei modelli e delle ipotesi fondamentali alla base dei rating, comprese le ipotesi matematiche o di correlazione.⁴⁰² Tutti questi requisiti sono soggetti alla vigilanza dell'ESMA, fatto salvo il dovere dell'Autorità di non interferire con il contenuto dei rating o con la loro metodologia.⁴⁰³

Sempre a fini di confronto, anche il regime normativo per gli analisti finanziari si basa su dei requisiti sostanziali e di informazione, nonostante le sue disposizioni abbiano una struttura più aperta.⁴⁰⁴ Le raccomandazioni di investimento devono distinguere chiaramente i fatti dalle interpretazioni e dalle stime e devono sempre fare riferimento a fonti di informazione affidabili (in caso di incertezza sulla loro affidabilità viene aggiunto un avvertimento). Gli analisti finanziari rendono inoltre pubbliche le loro basi di valutazione e metodologia, insieme

³⁹⁹ Commissione, Report, *Targeted consultation on the functioning of the ESG ratings market in the EU and on the consideration of ESG factors in credit ratings*, 3 agosto 2022, pp. 17-18.

⁴⁰⁰ M. GARGANTINI, M. SIRI, *Information Intermediaries and Sustainability ESG ratings and benchmarks in the European Union cit.*, p. 16.

⁴⁰¹ Reg. (UE) 462/2013, art. 8(2)-(7) e allegato I(A)(9); Reg. (UE) 447/2012, artt. 4-7

⁴⁰² Reg. (UE) 462/2013 art. 8(1) e allegato I(D)(2)(b), (2 bis) e I(E)(I)(5)).

⁴⁰³ *Ibid.*, artt. 22 bis - 23.

⁴⁰⁴ M. GARGANTINI, M. SIRI, *Information Intermediaries and Sustainability ESG ratings and benchmarks in the European Union cit.*, p. 11.

alle loro ipotesi sottostanti, o le informazioni sui modelli proprietari che utilizzano. Ogni raccomandazione deve essere corredata di una sintesi di tali dati e di un'analisi di sensibilità delle ipotesi. Viene inoltre resa pubblica una panoramica di tutte le raccomandazioni diffuse nel corso dell'anno precedente, insieme all'obiettivo di prezzo e al prezzo di mercato rilevante al momento della diffusione e al periodo di validità dell'obiettivo di prezzo o della raccomandazioni.⁴⁰⁵ Per quanto riguarda la vigilanza, gli analisti finanziari sono tenuti a motivare le loro raccomandazioni all'autorità competente su richiesta.⁴⁰⁶

É quindi auspicabile che, per aumentare la trasparenza e la generale qualità dei giudizi di sostenibilità, venga istituito un processo di certificazione delle SRAs presso le Autorità di Vigilanza, simile a quello previsto per le CRAs o gli analisti finanziari, e consentire così un controllo esterno sulla loro validità. Questo approccio è sostenuto dalla ricerca secondo cui standard di divulgazione trasparenti e dati accessibili al pubblico sono la soluzione per combattere il “rumore” derivante da valutazioni ESG contrastanti.⁴⁰⁷ Così sostengono vigorosamente gli accademici: “per migliorare il settore dei rating ESG è necessario stabilire una procedura di certificazione simile a quella esistente nell'arena dei rating di credito.”⁴⁰⁸ Inoltre, gli operatori dei mercati finanziari possono solo essere certi che la qualità di un'attività con un buon punteggio ESG sia coerente con la loro strategia di investimento dopo aver verificato le ipotesi e la metodologia alla base di tale parere. Anche per questo motivo, la comunicazione della metodologia sul modello dei rating dovrebbe essere un requisito per le agenzie di rating della sostenibilità.⁴⁰⁹

Infine, ci si può anche chiedere se, data la progressiva concentrazione sul mercato delle agenzie fornitrici di cui si è parlato nel secondo capitolo e le similarità con il mercato delle CRAs, sia necessario istituire anche delle misure a sostegno delle piccole agenzie di rating ESG. Un esempio di queste nel mercato delle CRAs è la disposizione di *soft law* che chiede agli emittenti di valutare la possibilità di nominare un'agenzia di rating del credito supplementare con una quota di mercato non superiore al 10 % del totale (regolamento CRA

⁴⁰⁵ Articoli 3, 4, Reg. (UE) 958/2016.

⁴⁰⁶ *Ibid.*, Art. 3(3).

⁴⁰⁷ F. BERG et al., *Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings cit.*; D. CHRISTENSEN et al., *Why is Corporate Virtue in the Eye of The Beholder? The Case of ESG Ratings cit.*

⁴⁰⁸ I. WALTER, *Sense and Nonsense in ESG Ratings cit.*

⁴⁰⁹ M. GARGANTINI, M. SIRI, *Information Intermediaries and Sustainability ESG ratings and benchmarks in the European Union cit.*, p. 15.

art. 8 d). Questa misura mira infatti a ridurre il potere di mercato dei grandi operatori storici, gonfiando artificialmente la domanda di rating emessi da piccole agenzie.⁴¹⁰

La Commissione europea nel 2020 aveva già pubblicato uno studio di settore circa i “*Sustainability Related Ratings, Data and Research*”,⁴¹¹ in cui affrontava le sopracitate questioni, formulando delle ipotesi di regolamentazione. Le iniziative proposte nel documento riflettono le considerazioni precedenti e sono riassunte nella tabella che segue sulla base della criticità che si propongono di risolvere (o migliorare):

Proposta di regolamentazione:	Criticità affrontata:
- La comunicazione obbligatoria delle metodologie di rating relative alla sostenibilità, compresi i fattori chiave quali i criteri specifici di valutazione, le fonti dei dati, la motivazione della ponderazione e gli eventuali standard o linee guida considerati.	- Trasparenza.
- Lo sviluppo e l'applicazione di standard di settore per i fornitori di rating e di dati relativi alla sostenibilità, compresa l'istituzione di un sistema di certificazione e la nomina di un organo di vigilanza appropriato. Gli standard del settore dovrebbero riguardare i fornitori di rating e di dati relativi alla sostenibilità e includere elementi quali gli obiettivi generali del rating e del fornitore di dati, strutture di <i>governance</i> e codici di	- Trasparenza; - Tempestività, precisione e affidabilità dei rating; - <i>Biases</i> e correlazione; - Conflitti di interesse; - Materialità e comprensione contestuale; - <i>Engagement</i> con e da parte delle aziende; - Chiarezza e coerenza terminologica.

⁴¹⁰ M. GARGANTINI, M. SIRI, *Information Intermediaries and Sustainability ESG ratings and benchmarks in the European Union cit.*, p. 16.

⁴¹¹ Commissione, *Study on Sustainability Related Ratings, Data and Research*, novembre 2020, pp. 4-6.

<p>condotta appropriati, canali di <i>engagement</i> con le imprese valutate, procedimenti di correzione degli errori e di aggiornamento delle valutazioni, la trasparenza delle metodologie, le considerazioni di materialità ed i rischi di <i>biases</i>/distorsioni nei risultati.</p>	
<p>- La comunicazione dei dati e della ricerca in materia di sostenibilità con le imprese valutate (gratuita e su richiesta di queste), e la limitazione della comunicazione dei risultati prima della loro pubblicazione.</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Bias e correlazione - Conflitti di interesse - <i>Engagement</i> con e da parte delle aziende
<p>- Richiedere ai fornitori di rating, dati e ricerche relativi alla sostenibilità, di emettere una dichiarazione circa gli scopi e limiti del rating, rendere i dati e la ricerca pubblicati disponibili per tutti gli utenti, ed in generale fornire chiarezza sugli obiettivi del prodotto ed eventuali limitazioni che si ritiene si applichino.</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Trasparenza; - <i>Biases</i> e bassa correlazione; - Materialità e comprensione contestuale; - Chiarezza e coerenza terminologica.
<p>- Cercare di garantire la divulgazione pubblica della gestione dei conflitti di interesse. I fornitori di prodotti e servizi connessi alla sostenibilità dovrebbero essere tenuti a</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Conflitti di interesse.

<p>divulgare le loro politiche e procedure per la prevenzione e la gestione di potenziali conflitti di interesse, o spiegare perché non dispongono di tale processo.</p>	
<p>- Richiedere l' informativa relativa alla sostenibilità dai gestori patrimoniali in relazione a: l'applicazione dei fattori di sostenibilità nelle pratiche di gestione degli investimenti; l'integrazione dei fattori di sostenibilità nelle analisi degli investimenti delle società di cui sono proprietari; le azioni di impegno per la sostenibilità intraprese; le percentuali di spesa per la ricerca in materia di investimenti per la sostenibilità.</p>	<p>- Trasparenza.</p>
<p>- Fornire chiarezza terminologica e sostenere lo sviluppo di <i>skills</i> in materia di finanza sostenibile e prodotti / servizi connessi alla sostenibilità per tutti gli operatori del mercato e le parti interessate, al fine di affrontare la necessità di una maggiore coerenza nei termini chiave utilizzati e nelle definizioni. applicate, ed in generale garantire una maggiore consapevolezza tra gli attori del mercato.</p>	<p>- Chiarezza e coerenza terminologica.</p>

Sulla base delle proposte contenute nelle suddette relazioni, l'ESMA ha consigliato alla Commissione di presentare un quadro normativo che le metta in atto “per far fronte alla crescita della domanda di questi prodotti [con] requisiti in grado di garantirne la qualità e l'affidabilità”.⁴¹² Nel suo primo rapporto del 2021 sui “*Trends, Risks and Vulnerabilities*” di mercato, l'Autorità ha sintetizzato in tre passi fondamentali la strada regolamentare da seguire:⁴¹³

1. Elaborare una definizione giuridica comune per i rating ESG che tenga conto dell'ampio spettro di strumenti di valutazione attualmente disponibili sul mercato. Questo garantirà che tutti i prodotti del mercato ESG siano soggetti allo stesso livello minimo di tutela degli investitori.
2. Esigere che i soggetti giuridici che forniscono rating e valutazioni ESG siano registrati e controllati da un'autorità pubblica. In questo modo, tutti i fornitori di rating ESG saranno soggetti a criteri comuni di organizzazione, trasparenza e conflitto di interessi.
3. Applicare requisiti specifici per i prodotti. Tali requisiti non dovrebbero necessariamente essere dello stesso livello di prescrittività di quelli applicabili ai rating del credito, ma dovrebbero essere sufficientemente rigorosi da garantire che i rating ESG siano basati su fonti di dati di buona qualità, aggiornate, affidabili e trasparenti, e dispongano di metodologie solide che possono, se necessario, essere messe in discussione dagli investitori.

I tre macro-interventi sopracitati riflettono i risultati di questa ricerca e rappresenterebbero un primo passo necessario nel tentativo di mettere ordine al “caotico universo”⁴¹⁴ dei rating ESG, garantendo informazioni sulla sostenibilità delle imprese se non più veritiere, almeno più verificabili.

⁴¹² ESMA, Com. stampa, *ESMA Calls For Legislative Action on ESF Ratings and Assessment Tools*, 29 gennaio 2021, disponibile presso: www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-calls-legislative-action-esg-ratings-and-assessment-tools .

⁴¹³ ESMA, Report, *Trends, Risks and Vulnerabilities* N. 1 / 2021, pp. 105 -110.

⁴¹⁴ D. CASH, *Sustainability Rating Agencies vs Credit Rating Agencies: The Battle to Serve the Mainstream Investor* cit.

CONCLUSIONI

In sintesi, il presente elaborato si è posto l'obiettivo di offrire uno sguardo critico sui ratings ESG, per valutare la loro efficacia come strumenti segnalativi dell'impatto che le aziende hanno sul mondo. Ne è emerso un quadro complesso, problematico, ma ricco di spunti per un'eventuale regolamentazione efficace ed omnicomprensiva.

I ratings ESG raccolgono – o comunque affermano di raccogliere - le informazioni circa il rispetto delle normative ambientali, la riduzione dell'inquinamento, la deplezione delle risorse naturali, le emissioni di gas serra, ecc. delle aziende, così come quelle riguardanti le condizioni sociali osservate all'interno e all'esterno di esse (ossia il loro impatto sulla comunità e società civile), infine, sintetizzano le iniziative prese a livello di assetto societario per garantire il perdurare dei loro impegni di sostenibilità. Su questo primo punto, che attiene alla definizione generale di “fattori ESG” ed alle fonti informative da cui i fornitori di ratings attingono per le loro valutazioni, si è visto come l'Unione Europea abbia mosso i primi passi per garantire una tassonomia delle attività sostenibili ed imporre degli obblighi di rendicontazione e trasparenza in capo alle imprese; tuttavia, nell'assicurare una certa flessibilità ed evitare un approccio “*one size fits all*”, non ha fornito uno standard unico circa i parametri e le metodologie da adottare, incentivando così il ricorso a terze parti. Questi soggetti terzi, ovvero gli enti specializzati in *rankings*, ratings ed in generale dati ESG (i cd. *Corporate Sustainability Systems*, o CSSs), non vengono contemplati dal piano regolatorio europeo sulla finanza sostenibile, né da qualsiasi altro intervento legislativo a livello nazionale o sovranazionale. L'assenza di definizioni unitarie e di regolamentazione in un settore basato su delle valutazioni che presentano già un certo grado ineliminabile di soggettività non ha contribuito a dissipare i dubbi dei partecipanti ai mercati circa la loro affidabilità.

Inoltre, osservando la struttura di mercato di queste nuove agenzie ed i prodotti che offrono, si è visto come la maggior parte dei *raters* adottino in realtà una prospettiva strettamente materiale, che guarda ai rischi e alle opportunità finanziarie poste dai fattori ESG (ad es. il cambiamento climatico), piuttosto che agli impatti delle attività aziendali sul mondo esterno. Pur mantenendo una chiara divisione tra questi e gli *impact ratings*, i *risk ratings* non vanno scartati a priori: anzi, è proprio appellandosi all'istinto di sopravvivenza e di adattamento

delle grandi società che possono esercitare il loro ruolo di “indirizzamento” delle strategie aziendali in maniera efficace. Come dicono gli americani, “*if you can't beat them, join them.*”

In generale, nonostante il rischio onnipresente del *greenwashing* (ovvero che le aziende falsifichino le loro credenziali) e delle pratiche commerciali scorrette, la svolta nel *mainstream* dell'approccio ESG non può che essere un segnale positivo di cambiamento; si è visto infatti, come un approccio più sensibile al tema della sostenibilità, se effettivo, possa aumentare il valore economico degli investimenti, migliorando contemporaneamente la qualità dei loro ritorni sulla collettività intera. Tuttavia, perché questo accada, sono necessari degli intermediari dell'informazione affidabili che si occupino di segnalare al mercato le qualità, negative o positive, delle imprese, rendendo così possibili delle scelte d'investimento orientate alla sostenibilità da parte degli investitori (istituzionali e non), ed incentivando di conseguenza le aziende a muoversi in questo senso.

In primis, i risultati delle loro valutazioni devono essere chiari, coerenti e facilmente decifrabili, altrimenti non verranno impiegati dagli operatori dei mercati. In secondo luogo, devono essere verificabili. Se i *raters*, come è stato evidenziato nel terzo capitolo dedicato ai profili critici del settore, si contraddicono tra di loro, presentano degli evidenti pregiudizi nei loro risultati, non sono trasparenti circa i loro processi interni, rifiutano ogni forma di responsabilità per i servizi che offrono o per eventuali collusioni con altre società con cui sono affiliate, finiranno per essere, giustamente, abbandonati.

Per i suddetti motivi, si auspica un intervento regolatorio da parte delle autorità pubbliche che affronti queste criticità, come è già stato fatto per altri tipi di ratings, egualmente problematici (ad es. la disciplina dei ratings di merito creditizio a seguito della crisi finanziaria del 2008). Le valutazioni ESG meritano una proposta regolatoria specifica che offra dei parametri di riferimento ai loro fornitori, una “lingua comune”, senza imporre un unico *modus operandi*, a patto che le agenzie rendano pubbliche e validabili le metodologie adottate. In questo modo si garantisce la diversificazione dell'offerta presente sul mercato, senza rinunciare alla comparabilità dei dati forniti. La soluzione più immediata in tal senso sarebbe l'imposizione di un procedimento di certificazione delle agenzie fornitrici (le *Sustainability Rating Agencies* –

SRAs) presso le autorità di vigilanza dei mercati, esattamente come già avviene per le sorelle *Credit Rating Agencies – CRAs*.

La regolamentazione dovrà poi occuparsi di responsabilizzare questi soggetti per le informazioni che immettono sul mercato e garantire l'assenza di conflitti di interessi, senza sfociare nell'*over-deterrence*; le agenzie dovrebbero rimanere indipendenti e capaci di emettere giudizi negativi sulle entità valutate, libere quindi dalla minaccia di incorrere in eccessive sanzioni per errori commessi in buona fede, o in spropositati costi di *compliance* rispetto al servizio che offrono. Infine, qualora si raggiungesse un soddisfacente livello di affidabilità, sarebbe comunque meglio evitare di inserire dei riferimenti a ratings ESG nelle normative (ad es. prudenziali), e scongiurare così potenziali crisi sistemiche connesse all'automatico ed eccessivo affidamento dei mercati a questi strumenti.

In conclusione, lo scopo principale di un'eventuale regolamentazione del settore sarebbe quello di aumentare la generale affidabilità e qualità dei ratings ESG, così da allargare la platea di *stakeholders* che possano (e vogliano) prenderli in considerazione ed integrarli nelle loro attività.

FONTI BIBLIOGRAFICHE E SITOGRAFICHE

MONOGRAFIE

CASH D., *Sustainability Rating Agencies vs Credit Rating Agencies: The Battle to Serve the Mainstream Investor*, Roma, 2021.

CASH D., *The Role of Credit Rating Agencies in Sustainable Finance*, Roma, 2018.

COFFEE JR. J. C., *Gatekeepers: the Professions and Corporate Governance*, Oxford, 2006.

DI SCORPANIELLO M. L., *Società di rating: innovazioni di governance e tutela dell'affidamento*, Quaderni di Giurisprudenza Commerciale, Milano, 2016.

ELKINGTON J., *Cannibals with Forks : the Triple Bottom Line of 21st Century Business*, Jackson USA, 1998.

FERRI G., LACITIGNOLA P., *Le Agenzie di rating*, Bologna, 2009.

LINCIANO N., CAFIERO E., CIAVARELLA A., DI STEFANO G., LEVANTINI E., MOLLO G., NOCELLA S., R. SANTAMARIA R., TAVERNA M., *La finanza per lo sviluppo sostenibile, Tendenze, questioni in corso e prospettive alla luce dell'evoluzione del quadro regolamentare dell'Unione europea*, Quaderni CONSOB, Milano, 2021.

SANNA P., *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, Napoli, 2011.

CONTRIBUTI IN COLLETTANEE E OPERE SIMILARI

BOSE S., *Evolution of ESG Reporting Frameworks*, in D. C. ESTY, T. CORT (eds.), *Values at work: Sustainable Investing and ESG Reporting*, 2020.

CASH D., *Credit Rating Agency Regulation Since the Financial Crisis: The Evolution of the "Regulatory Licence" Concept*, in D. CASH E R. GODDARD (eds) *Regulation and the Global Financial Crisis: Impact, Regulatory Responses, and Beyond*, Routledge, 2020.

PALMIERI M., *Commento all'art. 4 bis TUF*, in Commentario al Testo Unico della Finanza, a cura di F. VELLA, Torino, Giappichelli, 2012.

REVELLI C., *Socially Responsible Investment (SRI): Meta-Debate and Development Perspectives*, in B. PARANQUE, R. PEREZ, (eds.) *Finance Reconsidered: New Perspectives for a Responsible and Sustainable Finance*, Emerald, 2016.

ARTICOLI IN RIVISTA

ABHAYAWANSA S., *A practice theoretical analysis of the irrelevance of integrated reporting to mainstream sell-side analysts*, in *Accounting and Finance* n. 59/2018.

AHERN D., *Turning Up the Heat? EU Sustainability Goals and the Role of Reporting under the Non Financial Reporting Directive*, in *European Company and Financial Law Review* n. 13/2016.

ATTIG N., *Corporate social responsibility and credit ratings*, in *Journal of Business Ethics*, n. 117/2013.

BERG F., JULIAN J.K., RIGOBON R., *Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings*, MIT Sloan, Research Paper n. 5822, 17 agosto 2019.

BILLIO M., *Inside the ESG Ratings: (Dis)agreement and performance*, Università Ca' Foscari di Venezia, Dipartimento di Economia, Working Paper n. 17/2020.

BRANDON R. G., GLOSSNER S., KRUEGER P., MATOS P., STEFFEN T., *Do Responsible Investors Invest Responsibly?*, Social Science Research Network, febbraio 2022.

CHARLIN V., CIFUENTES A., ALFARO J., *ESG Ratings: An Industry in Need of a Major Overhaul* *ESG Ratings: An Industry in Need of a Major Overhaul*, Ventura Charlin's Lab. Working Paper n. 111/ 2022.

CHATTERJI A.K., LEVINE D.I., TOFFEL M.W., *How well do Social Ratings Actually Measure Corporate Social Responsibility*, in *Journal of Economics & Management Strategy*, n. 18/2009.

CHATTERJI A.K., DURAND R., LEVINE D., TOUBOUL S., *Do Ratings of Firms Converge? Implications for Managers, Investors and Strategy Researchers*, in *Strategic Management Journal*, n. 38/2015,

CHRISTENSEN D., SERAFEIM G., SIKOCHI A., *Why is Corporate Virtue in the Eye of The Beholder? The Case of ESG Ratings*, Harvard Business School Working Paper 20-084, 2020.

COFFEE J. C., *The Future of Disclosure: ESG, Common Ownership, and Systemic Risk*, European Corporate Governance Institute: Law Working Paper No. 541/2020.

DACCÒ A., *Spunti di riflessione sul capitalismo sostenibile e strumenti a disposizione*, in Banca, borsa, titoli di credito, n. 3/2022.

DEMERS E., HENDRIKSE J., JOOS P., LEV B., *ESG Didn't Immunize Stocks During the COVID-19 Crisis, But Investments in Intangible Assets Did*, in Journal of Business Finance & Accounting, 2021.

DEPRETIS E., *La responsabilità delle agenzie di rating tra diritto europeo e soluzioni di diritto interno*, Università degli studi di Milano Bicocca, 2013.

DEVALLE A., *The Linkage between ESG Performance and Credit Ratings: A Firm-Level Perspective Analysis*, in International Journal of Business and Management, n. 12/2017.

DIMSON E., MARSH P., STAUNTON M., *Divergent ESG Ratings*, in The Journal of Portfolio Management, 2020.

DOMBALAGIAN O., *Regulating Informational Intermediation*, in American University Business Law Review, n. 70/2011.

DONATO L., *La lunga marcia dei fattori ESG. Tra regolamentazione e mercato*, in Bancaria, n° 3/2022.

DORFLEITNER G., *Measuring the Level and Risk of Corporate Responsibility – An Empirical Comparison of Different ESG Rating Approaches*, in Journal of Asset Management, Vol. 16, n. 7/2015.

EL-HAGE J., *Fixing ESG: Are Mandatory ESG Disclosures the Solution to Misleading ESG Ratings*, in Fordham Journal of Corporate and Financial Law, 2021.

ERHART S., *Take it with a pinch of salt - ESG rating of stocks and stock indices*, in International Review of Financial Analysis n. 83/2022.

FERRARINI G., GIUDICI P., *Financial Scandals and the Role of Private Enforcement: The Parmalat Case*, ECGI Law Working Paper n. 40/2005.

FERRI G., LATICIGNOLA P., *Concorrenza e agenzie di rating: il dibattito economico*, in Analisi Giuridica dell'Economia, n.2/2012.

FISCH J. E., *Making Sustainability Disclosure Sustainable*, in Georgetown Law Journal, Inst. for Law & Econ Research Paper No. 27, 2019.

GARGANTIN I M., SIRI M., *Information Intermediaries and Sustainability ESG ratings and benchmarks in the European Union*, ECMI Working Paper n. 15/ 2021.

GYÖNYÖROVÁ L., STACHOŇ L. M., STAŠEK D., *ESG Ratings: Relevant Information or Misleading Cluef Evidence from the S&P Global 1200*, in *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 10 maggio 2021.

HILL C. A., *Regulating the Rating Agencies*, in *Washington University Law Quarterly*, n. 82/2004.

HINZE A. K., SUMP F., *Corporate social responsibility and financial analysts: a review of the literature*, in *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, n. 10/ 2019.

HUBER B.M., COMSTOCK M., *ESG Reports and Ratings: What They Are, Why They Matter*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 27 luglio 2017.

KURATEK C., HALL J. A., HUBER B. M., *Legal Liability for ESG Disclosures*, in *Harvard Law Schoold Forum on Corporate Governance*, 3 agosto 2020,

LARCKER D., *ESG Ratings: A Compass without Direction*, *Stanford Closer Look series Working Paper*, 2022.

LENZI D., *Corporate Social Bonds – A Legal Analysis*, in *European Company and Financial Law Review*, n. 18/2011.

MACIARIELLO E., *La responsabilita da rating: analisi dell’articolo 35- bis del regolamento (CE) 1060/2009* in *Banca Impresa Società*, n.. 1/ 2018.

MANCINELLI L., *L’assegnazione di rating da parte delle agenzie: significato, implicazioni e principali aspetti critici*, in *Bancaria* n. 3/2005.

MARIANELLO M., *La responsabilità contrattuale dell’agenzia di rating nei confronti del committente*, in *Obbligazioni e contratti* n. 4/2010.

MARIANELLO M., *Insolvenza dell’emittente ed (ir)responsabilità dell’agenzia di rating*, in *Obbl. e contr.* n. 5/2012.

PARMEGGIANI F., *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, in *Giur. comm.*, n. 1/2010.

PARTNOY F., *The Siskel And Ebert Of Financial Markets?: Two Thumbs Down For The Credit Rating Agencies*, in *Washington University Law Quarterly*, n. 77/ 1999.

PARTNOY F., *How and Why Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers*, *San Diego Legal Studies Paper* n. 07/ 2006.

PARTNOY F., *What’s (Still) Wrong with Credit Ratings*, in *Washington Law Review*, n. 92/2017.

PIANESI L., *Le agenzie di rating tra privatizzazione di funzioni pubbliche e opinioni private “geneticamente modificate”*, in *Rivista Trimestrale di diritto pubblico*, 2012.

PORZIO M., *Le agenzie di rating*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, n. 3/ 2013.

PRESTI G., *Gli investimenti delle banche*, in *Diritto della banca e dei mercati finanziari*, 2010.

PRESTI G., *Take the «AAA» train: note introduttive sul rating*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, n. 2/2012.

RAGHUNANDAN A., RAJGOPAL S., *Do ESG Funds Make Stakeholder-Friendly Investments?*, in *Review of Accounting Studies*, 2022

ROGGE E., OHNESORGE L., *The Role of ESG Rating Agencies and Market Efficiency in Europe's Climate Policy*, in *Hastings Environmental Law Journal*, n. 28/ 2022.

SACCO GINEVRI A., *Le società di rating nel Regolamento CE n. 1060/2009: profili organizzativi dell'attività*”, in *Le nuove leggi civili commentate*, n. 33/2010.

SCARONI C., *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, in *Contratto e impresa*, n. 3/2011.

SCHRÖDER M., *Is There a Difference? The Performance Characteristics of SRI Equity Indexes*, *Journal of Business Finance & Accounting*, 2007.

SIMPSON C., RATHI A., KISHAN S., *The ESG Mirage*, in *Bloomberg BusinessWeek*, 10 dicembre 2021.

STEUER S., TRÖGER T., *The Role of Disclosure in Green Finance*, in *Journal of Financial Regulation*, n. 1 /2017.

SZEGO B., GOBBO G., *Rating, mercato e regolatori. Reliance e overreliance sulle agenzie di rating*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, n. 2/2012.

TANG D.Y., YAN J., YAO C.Y., *The Determinants of ESG Ratings: Rater Ownership Matter*, *Social Science Research Network*, 2022.

TROISI A., *Diligenza e responsabilità delle agenzie di rating negli ordinamenti di Common Law. Riflessi sulle prospettive disciplinari di tali società*, in *Riv. trim. dir. econ.* n. 4/2012.

TSAGAS G., VILLIERS C., *Why “Less Is More” in Non-financial Reporting Initiatives: Concrete Steps Towards Supporting Sustainability*, in *Accounting economics, and Law*, Univ. of Oslo Faculty of Law Research Paper No. 15 / 2020,

VELLA F., *Il rating: alla ricerca di una «terza via»*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, n. 2/2012.

WALTER I., *Sense and Nonsense in ESG Ratings*, *Journal of Law, Finance and Accounting*, NY University, Finance Dep., 23 luglio 2020.

WEBER O., *Incorporating sustainability criteria into credit risk management*, in *Business Strategy and the Environment*, n. 19/2008.

ZETZSCHE D., ANKER-SØRENSEN L., *Regulating Sustainable Finance in the Dark*, in European Business Organization Law Review n. 47 / 2022.

SITOGRAFIA

AFM, *French and Dutch financial market authorities call for a European regulation of ESG data, ratings, and related services*, 15 dicembre 2020, <https://perma.cc/G3ZU-8ZTH>.

ALLEN K., *Lies, damned lies and ESG rating methodologies*, Financial Times, 6 dicembre 2018, <https://www.ft.com/content/2e49171b-a018-3c3b-b66b-81fd7a170ab5>.

BAIG E. C., *Emissions Scandal? BMW 'Categorically Rejects' Colluding with Rivals*, USA Today, 23 luglio 2017, <https://eu.usatoday.com/story/money/2017/07/23/emissions-scandal-bmw-categorically-rejects-colluding-rivals/503230001/>.

Banca Etica, *Finanza sostenibile: Che cos'è la tassonomia e come funziona?*, 3 giugno 2020, <https://www.eticasgr.com/storie/approfondimenti/tassonomia-ue>.

Bank of America, Com. stampa, *Bank of America Increases Commitment to Advance Racial Equality and Economic Opportunity to \$1.25 Billion*, 30 marzo 2021, <https://newsroom.bankofamerica.com/content/newsroom/press-releases/2021/03/bank-of-america-increases-commitment-to-advance-racial-equality-.html>.

BOFFO R., PATALANO R., *ESG Investing: Practices, Progress and Challenges*, OECD, 2022, <https://www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-Challenges.pdf>.

Break Free From Plastic, *Branded, Vol. III: Demanding Corporate Accountability for Plastic Pollution*, 2020, <https://brandaudit.breakfreefromplastic.org/brand-audit-2020/>.

CDP, Sito ufficiale: www.cdp.net/en/companies/reporter-services.

Cerved, Sito ufficiale, disponibile presso: www.ratingagency.cerved.com.

Commissione, *Study on Sustainability Related Ratings, Data and Research*, novembre 2020, <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/d7d85036-509c-11eb-b59f-01aa75ed71a1>.

Commissione, *Targeted consultation on the functioning of the ESG ratings market in the EU and on the consideration of ESG factors in credit ratings*, 3 agosto 2022, https://finance.ec.europa.eu/regulation-and-supervision/consultations/finance-2022-esg-ratings_en.

CONSOB, Sito ufficiale: www.consob.it/web/investor-education/crisi-finanziaria-del-2007-2009.

DOYLE T. M., *Ratings that Don't Rate: The Subjective World of ESG Ratings*, ACCF Report, 2018, https://accfcorp.gov/wp-content/uploads/2018/07/ACCF_RatingsESGReport.pdf.

EFRAG, Sito ufficiale: www.efrag.org/lab6SRS.

ESMA, Com. stampa, *ESMA Calls For Legislative Action on ESG Ratings and Assessment Tools*, 29 gennaio 2021, www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-calls-legislative-action-esg-ratings-and-assessment-tools.

ESMA, Com. stampa, *ESMA finds high level of divergens in disclosure of ESG factors in credit ratings*, 10 febbraio 2022, <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-finds-high-level-divergence-in-disclosure-esg-factors-in-credit-ratings>.

ESMA, Com. stampa, *ESMA Publishes Results of Its Call for Evidence on ESG Ratings*, 27 giugno 2022, <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-results-its-call-evidence-esg-ratings>.

ESMA, *Guidelines on Disclosure Requirements Applicable to Credit Ratings*, 18 luglio 2019, <https://www.esma.europa.eu/document/final-report-guidelines-disclosure-requirements-applicable-credit-rating-agencies>.

ESMA, *Outcome of ESMA Call for Evidence on Market Characteristics of ESG Rating and Data Providers in the EU*, 24 giugno 2022, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma80-416-347_letter_on_esg_ratings_call_for_evidence_june_2022.pdf.

ESMA, Report, *Guidelines on Disclosure Requirements Applicable to Credit Ratings*, 18 luglio 2019, <https://www.esma.europa.eu/document/final-report-guidelines-disclosure-requirements-applicable-credit-rating-agencies>.

ESMA, Report, *Trends, Risks and Vulnerabilities n. 1 / 2021*, <https://www.esma.europa.eu/document/esma-report-trends-risks-and-vulnerabilities-no1-2021>

ESMA, *Technical Advice to the European Commission on Sustainability Considerations in the credit rating market*, 18 luglio 2019, <https://www.esma.europa.eu/document/technical-advice-sustainability-considerations-in-credit-rating-market>.

EUROSIF, Studio SRI, 2018, www.eurosif.org/wp-content/uploads/2021/10/European-SRI-2018-Study.pdf.

FCA, *FS22/4: ESG integration in UK capital markets: Feedback to CP21/18*, 13 giugno 2022, <https://www.fca.org.uk/publications/feedback-statements/fs22-4-esg-integration-uk-capital-markets>.

FIORUCCI F., *Rating Esg. L'azienda si ribella e fa causa*, EticaNews.it, 1 aprile 2020, www.cbalex.com/sites/cbalex/files/articles/files/20200401_eticanews.it_rating_esg.1_azienda_si_ribella_e_fa_causa.pdf

Fitch Ratings, *ESG in Credit: White Paper*, 2020, <https://www.fitchratings.com/white-papers/esg-in-credit>.

Fitch Ratings, Sito ufficiale: www.fitchratings.com/topics/esg.

GRI, Sito ufficiale: www.globalreporting.org/standards/.

HLEG, Final Report, *Financing a Sustainable European Economy*, 2018, https://finance.ec.europa.eu/publications/high-level-expert-group-sustainable-finance-hleg_en

IFRS, Sito ufficiale: www.ifrs.org/groups/international-sustainability-standards-board/.

IMF, *Global Financial Stability Report*, 2021, <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2021/10/12/global-financial-stability-report-october-2021>.

IOSCO, Com. stampa, *IOSCO calls for oversight of ESG Ratings and Data Product Providers*, 23 novembre 2021, <https://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS627.pdf>.

IOSCO, Report, *Environmental, Social and Governance (ESG) Ratings and Data Products Providers*, novembre 2021, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD690.pdf>.

ISS Corporate Solutions: www.isscorporatesolutions.com/improve-esg-ratings/.

ISS, *Policy on Potential Conflicts of Interest Related to Genstar Capital*, 16 ottobre 2017, www.issgovernance.com/file/duediligence/ISS-Conflicts-Policy-RegardingGenstar.pdf/.

ISS, Sito ufficiale: www.issgovernance.com/esg/ratings/.

JONES H., *Regulators to unlock 'black box' of ESG corporate ratings*, Reuters, luglio 2021, www.reuters.com/business/sustainable-business/regulators-unlock-black-box-esg-corporate-ratings-2021-07-26.

KOWSMANN P., RAMEY C., MICHAELS D., *U.S. Authorities Probing Deutsche Bank's DWS Over Sustainability Claims*, The Wall Street Journal, 25 agosto 2021, <https://www.wsj.com/articles/u-s-authorities-probing-deutsche-banks-dws-over-sustainability-claims-11629923018>.

LEAHY C., *Boohoo: an ESG Sob Story*, Blackpeak, 27 agosto 2020, <https://www.blackpeakgroup.com/2020/08/boohoo-an-esg-sob-story/>.

MEF, Sito ufficiale: www.dt.mef.gov.it/it/news/2021/g20_working_group.html ;
www.dt.mef.gov.it/it/attivita_istituzionali.

Moody's, Sito ufficiale: www.esg.moody's.io/esg-measures.

MSCI, Sito ufficiale: www.msci.com/our-solutions/esg-investing/esg-ratings.

NATALUCCI F.,SUNTHEIM F.,VANDENBUSSCHE J., *How Investment Funds Can Drive the Green Transition*, IMF Blog, 4 ottobre 2021, <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2021/10/04/gfsr-ch3-how-investment-funds-can-drive-the-green-transition>.

OPHÈLE R., *Speech at Les Entretiens de l'AMF 2019: Sustainable Finance, a fashion trend or a springboard for tomorrow's economy*, 14 novembre 2019, <https://perma.cc/2GBQ-4K8V>.

Parlamento europeo, Com. stampa, *Economia sostenibile: nuovi obblighi UE di trasparenza per le multinazionali*, www.europarl.europa.eu/news/it/press-room/20221107IPR49611/economia-sostenibile-nuovi-obblighi-ue-di-trasparenza-per-le-multinazionali.

PRI, Sito ufficiale: www.unpri.org/about-us/about-the-pri.

Refinitiv, Sito ufficiale: www.refinitiv.com/en/sustainable-finance/esg-scores.

REILLY P., MAHABIER A., *ESG and Executive Remuneration—Disconnect or Growing Convergence?*, 18 agosto 2020, www.corpgov.law.harvard.edu/2019/10/15/esg-and-executive-remuneration-disconnect-or-growing-convergence.

RICKETTS D., *Ex-BlackRock sustainable CIO on how ESG risks turning into a mis-selling scandal*, Financial News, 14 settembre 2021, <https://www.fnlondon.com/articles/ex-blackrock-sustainable-cio-on-how-esg-risks-turning-into-a-mis-selling-scandal-20210914>.

ROACH G., *More than half of top 50 asset managers developing internal ESG ratings*, IR Magazine, 8 maggio 2021, www.irmagazine.com/buy-side/more-half-top-50-asset-managers-developing-internal-esg-ratings.

ROBINSON D., *10 Companies and Corporations Called out for Greenwashing*, Earth.org, 17 luglio 2022, <https://earth.org/greenwashing-companies-corporations/>.

ROCHA P., *Bank of America to pay \$1.84B to settle crisis-era Countrywide case*, American Banker, 7 ottobre 2022, <https://www.americanbanker.com/news/bank-of-america-to-pay-1-84b-to-settle-crisis-era-countrywide-case>.

RUSHE D., *Bank of America's Countrywide found guilty of mortgage fraud*, The Guardian, 23 ottobre 2013, <https://www.theguardian.com/business/2013/oct/23/bank-of-america-countrywide-guilty-fraud>.

S&P, Sito ufficiale: www.spglobal.com/esg/solutions/data-intelligence-esg-scores.

SEC, Com. stampa, *SEC Charges Bristol-Myers Squibb With FCPA Violations*, 5 ottobre 2016, <https://www.sec.gov/news/press-release/2015-229#:~:text=Bristol-Myers%20Squibb%20will%20pay,in%20profits%20from%20its%20misconduct>.

SEC, Sito ufficiale: www.sec.gov/news/speech/speech-peirce-061819.

SINDREU J., KENT S., *Why it's so hard to be an 'ethical' investor*, The Wall Street Journal, 1 settembre 2018, <https://www.wsj.com/articles/why-its-so-hard-to-be-an-ethical-investor-1535799601>.

SIPICZKI A., *A Critical Look At the ESG Market*, CEPS Policy Insights n. 15, aprile 2022, https://www.ceps.eu/wp-content/uploads/2022/04/PI2022-15_A-critical-look-at-the-ESG-market.pdf.

Sustainability, Report, *Rate the Raters 2020: Investor Survey and Interview Results*, marzo 2020, <https://www.sustainability.com/globalassets/sustainability.com/thinking/pdfs/sustainability-ratetheraters2020-report.pdf>.

Sustainalytics, Sito ufficiale: www.sustainalytics.com/esg-data.

TEMPLE-WEST P., *Companies struggle to digest 'alphabet soup' of ESG arbiters*, Financial Times, 6 ottobre 2019, <https://www.ft.com/content/b9bdd50c-f669-3f9c-a5f4-c2cf531a35b5>.

The Coca-Cola Company, Com. stampa, *The Coca-Cola Company Introduces Bottles Made from 100% Recycled Materials in the United States*, 9 febbraio 2021, <https://investors.coca-colacompany.com/news-events/press-releases/detail/1011/the-coca-cola-company-introduces-bottles-made-from-100>.

The Coca-Cola Company, *The Coca-Cola Company Announces New Global Vision to Help Create a World Without Waste*, Business Wire, 19 gennaio 2018, <https://www.businesswire.com/news/home/20180119005104/en/>.

ATTI

Commissione, Comunicazione n. 347, *Responsabilità sociale delle imprese: un contributo delle imprese allo sviluppo sostenibile*, del 2 luglio 2002.

Commissione, Comunicazione n. 739, *Il futuro sostenibile dell'Europa: prossime tappe. L'azione europea a favore della sostenibilità*, del 22 novembre 2016.

Commissione, Comunicazione n. 209, *Orientamenti sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario: Integrazione concernente la comunicazione di informazioni relative al clima*, del 20 giugno 2019.

Reg. (CE) n. 1060/2009, *GUUE* L. 302/1, del 16 settembre 2009.

Reg. Del. (UE) 447/2012, *GUUE* L. 140/14, del 21 marzo 2012.

Reg. (UE) 462/2013, *GUUE* L. 146/1, del 21 maggio 2013.

Reg. (UE) 95/2014, *GUUE* L. 330/1, del 15 novembre 2014.

Reg. (UE) 958/2016, *GUUE* L. 160/15, del 9 marzo 2016.

Reg. (UE) 2088/2019, *GUUE* L. 317/1, del 27 novembre 2019.

Reg. (UE) 852/2020, *GUUE* L. 198/13, del 18 giugno 2020.

Reg. Del. (UE) 1288/2022, *GUUE* L. 194/1, del 6 aprile 2022.

D.lgs. 58/1998, Gazz. Uff. n. 71, del 26 marzo 1998.

D.lgs. 39/2010, Gazz. Uff. n. 67, del 23 marzo 2010.

D.lgs. 254/2016, Gazz. Uff. n. 7, del 10 gennaio 2016.