

Swiss Finance Institute Roundups

La finanza e la transizione verde

Editoriale



La transizione verso un'economia verde non è più soltanto uno slogan politico. È ormai una priorità assoluta per il settore privato, che non solo contribuisce alla transizione, ma è anche trasformato da essa. Il settore finanziario non fa eccezione. Si presentano nuove opportunità per soddisfare le nuove esigenze degli investitori. Ma si prospettano anche nuovi rischi: alcuni sono dovuti ai cambiamenti fisici che il pianeta sta subendo, altri alla regolamentazione, altri ancora alla transizione stessa. Il presente *SFI Roundup* fa il punto sulle ultime riflessioni riguardo la finanza e la transizione verde. Esperti del settore e del mondo accademico discutono tematiche cruciali quali: l'interazione tra le politiche governative e gli incentivi del settore privato, il ruolo delle banche centrali e le sfide e le opportunità che le banche e i gestori patrimoniali devono affrontare nella transizione verde.

Vi auguriamo una piacevole lettura.



Prof. François Degeorge
Managing Director

Collaboratori

**Claudia Bolli**

Claudia Bolli è *Head Responsible Investing* presso Swiss Re e membro del Technical Expert Group della Commissione Europea per la finanza sostenibile. In precedenza Claudia Bolli ha lavorato come portfolio manager presso la Banca Leumi e come consulente per lo sviluppo aziendale presso il Credit Suisse. Ha conseguito un MBA in Banking and Corporate Finance presso l'Università di Zurigo ed è *Certified International Investment Analyst (CIIA)*.

**Sabine Döbeli**

Sabine Döbeli è CEO di *Swiss Sustainable Finance*. In precedenza Sabine Döbeli è stata *Head of Corporate Sustainability Management* presso Vontobel, dove è stata responsabile del coordinamento di temi di sostenibilità a livello di gruppo e della preparazione di servizi di investimento sostenibili. Alla Zürcher Kantonalbank ha creato l'unità di ricerca sulla sostenibilità all'interno del dipartimento di analisi finanziaria e ha partecipato al lancio di diversi prodotti d'investimento sostenibili. Ha conseguito un MSc in *Environmental Science* presso il Politecnico Federale di Zurigo.

**Philipp Krüger**

Philipp Krüger è *SFI Senior Chair* e professore associato di Finanza Responsabile presso l'Università di Ginevra. Philipp Krüger è regolarmente relatore alle principali conferenze di finanza in tutto il mondo e le sue ricerche sono state pubblicate nelle migliori riviste accademiche. I suoi principali interessi di ricerca sono la finanza sostenibile e responsabile, la finanza aziendale, la *corporate governance* e la finanza comportamentale. Ha conseguito un dottorato di ricerca in Economia presso la Toulouse School of Economics.

**Steven Ongena**

Steven Ongena è *SFI Senior Chair* e professore di studi bancari presso l'Università di Zurigo. Gli articoli di Steven Ongena sono stati pubblicati nelle principali riviste accademiche di finanza ed economia. Ha ricevuto numerosi riconoscimenti per le sue ricerche e funge da consulente di ricerca per diverse banche centrali europee. I suoi interessi di ricerca riguardano l'intermediazione finanziaria empirica e l'econometria finanziaria applicata. Ha conseguito un dottorato di ricerca in Economia presso la University of Oregon.

**Jean-Charles Rochet**

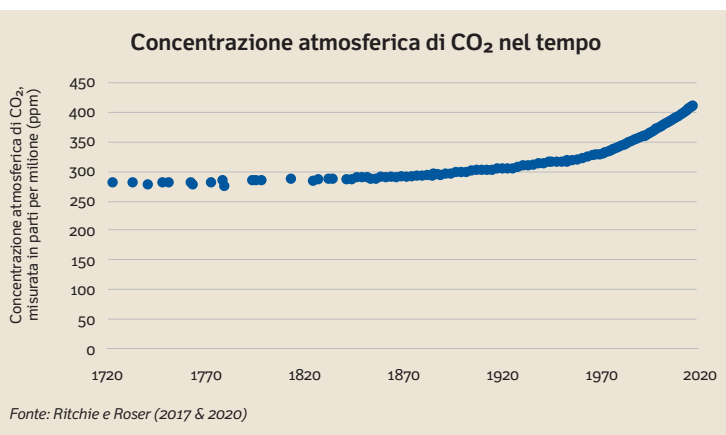
Jean-Charles Rochet è *SFI Senior Chair* e professore di studi bancari presso l'Università di Ginevra. Prima di entrare a far parte del corpo accademico a Ginevra, Jean-Charles Rochet era titolare di una cattedra alla Toulouse School of Economics e all'Università di Zurigo. I suoi interessi di ricerca riguardano le crisi bancarie e la regolamentazione. Ha conseguito un dottorato di ricerca in Economia Matematica presso l'Université Paris-Dauphine.

**Alexander F. Wagner**

Alexander F. Wagner è *SFI Senior Chair* e professore di Finanza all'Università di Zurigo. Le ricerche di Alexander Wagner sono state pubblicate su importanti riviste accademiche e professionali. I suoi interessi di ricerca riguardano la finanza aziendale, la *governance* e l'economia politica. La sua esperienza pratica deriva dal suo lavoro di consulente indipendente per una delle *Big Four* e di presidente di un *proxy advisor*. Ha conseguito un dottorato di ricerca in Economia Politica presso l'Università di Harvard.

Fatti e cifre

La concentrazione di CO₂ e di altri gas serra (GHG) nell'atmosfera è aumentata costantemente sin dalla Rivoluzione Industriale. Come vengono misurate queste emissioni a livello aziendale?



P. Krüger: Le emissioni di CO₂/GHG a livello aziendale di solito sono misurate con un sistema a tre portate. Le emissioni Scope 1 sono le emissioni operative di cui un'impresa è direttamente responsabile. Le emissioni Scope 2 coprono le emissioni di cui un'impresa è indirettamente responsabile, attraverso il suo consumo di energia. Le emissioni Scope 3 comprendono tutte le emissioni indirette che si verificano, sia a monte che a valle, nella catena del valore di un'azienda. Attualmente, l'attenzione si concentra principalmente sugli Scope 1 e 2, in quanto le aziende dispongono di dati più accurati su queste emissioni e hanno la massima capacità di influenzarle. Per quanto riguarda Scope 3, quantificare le emissioni che si verificano a valle attraverso l'uso del prodotto è particolarmente impegnativo.

C. Bolli: Per prendere decisioni sugli investimenti si utilizzano principalmente gli Scope 1 e 2, quando si paragonano le imprese in relazione alle loro emissioni di CO₂/GHG, grazie alla disponibilità di dati. Le emissioni di Scope 3 sono attentamente monitorate; ma, come è stato sottolineato, i dati sono attualmente troppo inconsistenti e troppo dispersi per essere utilizzati nel processo decisionale degli investimenti. Questa situazione cambierà probabilmente nel prossimo futuro, poiché le imprese sono sottoposte a una pressione sempre maggiore per quanto riguarda il loro impatto ambientale complessivo.

Come si relazionano le emissioni di CO₂ alle altre emissioni di gas serra (GHG)?

P. Krüger: Esistono diversi gas serra, come il protossido di azoto, il metano e naturalmente il CO₂. Per garantire la possibilità di confronto tra queste svariate emissioni, è stato sviluppato un sistema di conversione che utilizza una tonnellata di CO₂ come unità di base. Questa unità di misura è l'*equivalente* del CO₂. L'equivalente del CO₂ tiene conto dei diversi potenziali di riscaldamento globale dei vari gas. Attualmente, per esempio, una tonnellata di protossido di azoto equivale a più di 200 tonnellate di CO₂.

Chi sono i maggiori erogatori di CO₂/GHG al mondo?

P. Krüger: Questo dipende, naturalmente, dal sistema di misurazione utilizzato, ma i più grandi erogatori sono probabilmente i supermajor energetici, come Saudi Aramco, Gazprom, o ExxonMobil. Si potrebbe sostenere che il settore bancario e finanziario abbia un alto livello di emissioni Scope 3, a causa dei finanziamenti che fornisce alle imprese in generale. Dopotutto, ogni azienda si affida ai servizi del settore bancario e finanziario. Ovviamente, la stima di tali emissioni Scope 3 è complessa e si basa su ipotesi, oltre che su svariate tecniche di modellizzazione che devono ancora essere perfezionate.

L'aumento del numero di catastrofi naturali è evidente ed in continuo aumento. Quali sono le ultime stime a proposito del costo del cambiamento climatico e del riscaldamento globale sull'attività economica?

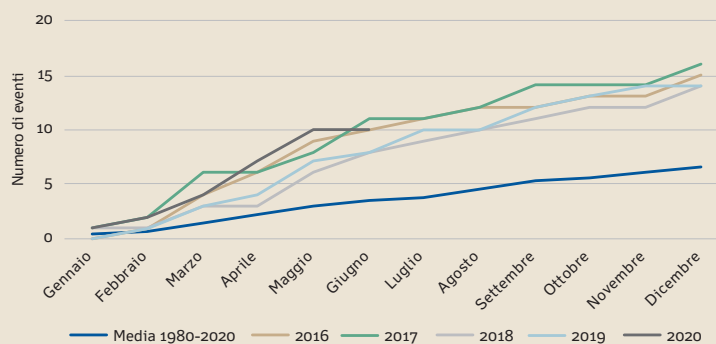
J.-C. Rochet: Le cifre fornite dagli economisti riguardo al costo del cambiamento climatico rappresentano solo la punta dell'iceberg. A mio parere, il problema principale in questo caso è che in realtà non c'è spazio per un dibattito convenzionale sul rapporto costi-benefici, poiché i problemi del cambiamento climatico devono essere affrontati, l'economia deve essere decarbonizzata e gli obiettivi fissati dalla comunità scientifica devono essere raggiunti. La nostra attenzione, quindi, deve essere focalizzata su come farlo nel modo più efficiente possibile, tenendo conto esplicitamente dei fattori ambientali e umani e non solo di quelli economici.

S. Ongena: Le stime sono sempre utili, ma l'attuale crisi di Covid-19 ci ricorda che le grandi scosse sono complesse e il loro pieno impatto è difficile da prevedere. Nel caso del riscaldamento globale, ci sono aree di incertezza molto ampie, così come potenziali e nette non linearità nel modo in cui il clima può cambiare.

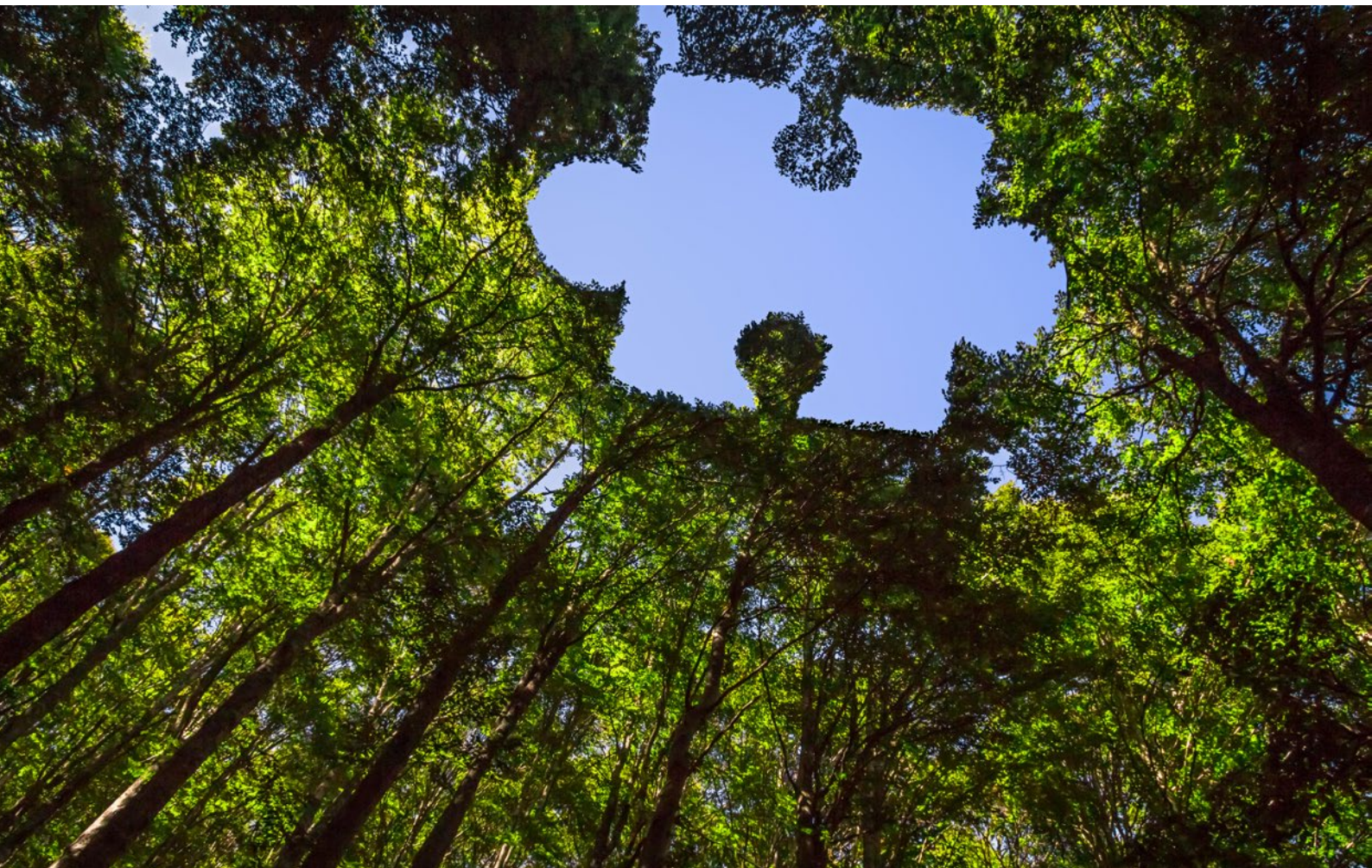
È ovvio che il costo e l'impatto del cambiamento climatico saranno gravi. Purtroppo, le tecniche di modellizzazione e i dati di cui disponiamo oggi potrebbero non essere in grado di fornire previsioni complete e solide sulle conseguenze indirette e spesso inaspettate del cambiamento climatico.

► **C. Bolli:** Nel settore assicurativo i rischi fisici sono estremamente rilevanti. Per esempio, la gravità delle inondazioni e delle tempeste tropicali aumenterà indiscutibilmente in futuro, e quantificare l'impatto e la localizzazione di questi rischi è già possibile, sulla base dei dati esistenti. Dal punto di vista di un assicuratore, la diversificazione tra i vari rischi, così come tra le varie località geografiche, è fondamentale per rimanere competitivi. Può darsi che nei prossimi decenni alcuni rischi diventeranno insostenibili da coprire e, di conseguenza, non più assicurabili o solo attraverso il partenariato tra pubblico e privato.

Numero di eventi disastrosi da 1 miliardo di dollari nel corso di un anno negli USA – corretto dall'indice dei prezzi al consumo



Fonte: NOAA National Centers for Environmental Information (NCEI) U.S. Billion-Dollar Weather and Climate Disasters (2020)

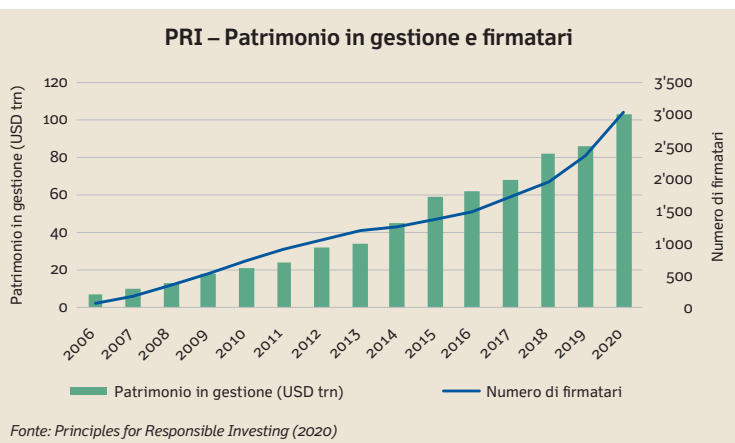


Il rebus del clima

Il gergo in materia di sostenibilità è vasto. Cosa quantificano le metriche ambientali, sociali e di corporate governance (ESG)?

► **P. Krüger:** In effetti nel campo della finanza verde c'è molta terminologia, compresa una serie di concetti vagamente correlati tra loro. ESG è diventato un termine ombrello nel settore finanziario. Da una prospettiva storica, le metriche ESG cercano di quantificare la qualità delle politiche ambientali, sociali e di *governance* di un'azienda e si concentrano sui processi e sulle operazioni della stessa. L'origine dell'ESG può essere fatta risalire al 2004, quando Kofi Annan inviò una lettera alle principali istituzioni finanziarie del mondo chiedendo loro di integrare meglio le questioni ESG nella loro gestione finanziaria e nei loro investimenti. La tendenza a stabilire il profilo ESG di un'azienda è ora molto più centrata sul quantificare l'impatto ambientale e sociale dei prodotti e dei servizi dell'azienda. È quindi un po' come la parte a valle di Scope 3, discussa nel contesto delle emissioni di gas serra di cui sopra.

E cosa dire dei principi dell'investimento responsabile (PRI: Principles of Responsible Investment)?



► **C. Bolli:** I PRI sono un'iniziativa di investitori volontari lanciata nel 2006 – la più grande mai realizzata, con oltre 3'000 firmatari che rappresentano oltre 100 trilioni di dollari di patrimonio gestito. Si concentra sulla messa in pratica di sei diversi principi d'investimento. I firmatari dei PRI sono tenuti a riferire annualmente sul loro approccio e sui loro investimenti responsabili e possono essere eliminati dall'intera iniziativa se non mantengono le loro promesse. Ci sono alcune discussioni sugli aspetti macchinosi del processo di comunicazione. Tale processo, tuttavia, è utile per rivedere i propri impegni e i propri progressi. I PRI sono stati

decisivi nel fornire una comunicazione aziendale comparabile e trasparente, relativa all'investimento responsabile in un mondo che manca di standard globali. Anche la dimensione di rete dei PRI è molto vantaggiosa.

► **S. Döbeli:** I PRI sono stati determinanti per la crescita degli investimenti sostenibili e per contribuire a spostare il dibattito verso un livello professionale. Il *feedback* che le aziende ottengono in merito al posizionamento delle loro omologhe rappresenta un chiaro incentivo per una ditta ad andare avanti complessivamente. I PRI sono sempre più indispensabili per i gestori patrimoniali, in quanto contribuiscono a trasmettere i valori della transizione verde in tutto il pianeta.

E cosa dire degli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (SDG: Sustainable Development Goals)?

► **P. Krüger:** SDG è un insieme di 17 obiettivi molto ampi che identificano le principali sfide ambientali e sociali che il mondo sta affrontando. Questi obiettivi sono stati fissati nel 2015 dalle Nazioni Unite e adottati dall'Assemblea Generale dell'ONU nel 2017. Recentemente SDG ha suscitato molto interesse nel settore finanziario. L'ampiezza degli obiettivi, da un lato, li rende una classificazione totalmente libera per gli investitori finanziari e, dall'altro, evidenzia le sfide che la società deve affrontare. Penso che SDG sia un quadro interessante su cui riflettere quando si progettano prodotti finanziari sostenibili.

► **S. Döbeli:** Attraverso l'iniziativa SDG, la comunità internazionale ha raggiunto per la prima volta un accordo globale su cosa significhi sostenibilità. ESG, PRI e SDG operano tutti a diversi livelli e si completano a vicenda. In poche parole, ESG si concentra sul funzionamento operativo di un'azienda, PRI si concentra sul ruolo del settore finanziario e SDG fornisce un ampio quadro strategico a livello nazionale.

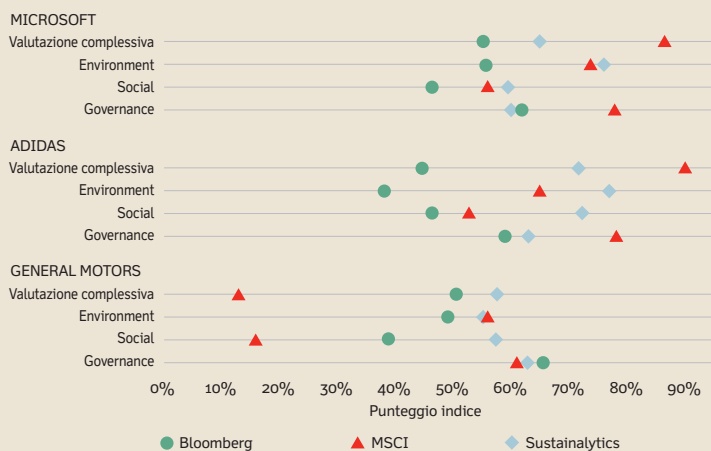
Tali misure, in particolare le metriche ESG, tendono a essere molto eterogenee tra i fornitori di dati. Perché?

► **P. Krüger:** È vero che le metriche ESG, provenienti da diversi fornitori di dati, possono essere in forte disaccordo. In generale, gli utenti di questi dati si dividono in due campi. Il primo campo ritiene che il disaccordo non sia un grosso problema, poiché le metriche ESG sono più simili alle opinioni, ed è sempre bene avere una diversità di opinioni. Ovviamente, gli analisti finanziari tradizionali emettono anche raccomandazioni diverse di acquisto, detenzione e vendita, e hanno opinioni diverse sullo stesso titolo;

tali disaccordi non sono mai stati visti come problematici. L'altro campo sostiene che, se il capitale ora viene sempre più assegnato secondo le metriche ESG, ci deve essere una qualche forma di convergenza di opinioni. Una recente ricerca offre alcune spiegazioni sul perché le metriche ESG di diversi fornitori di dati non sono d'accordo: il problema è dovuto principalmente alla divergenza tra la misurazione e la portata. La divergenza di misurazione si verifica quando diversi fornitori di dati misurano lo stesso attributo utilizzando indicatori diversi, mentre la divergenza di portata si verifica quando il tipo e il numero di attributi utilizzati per generare una metrica differiscono tra i fornitori di dati. La divergenza è quindi legata alle metodologie che i diversi fornitori di dati utilizzano, il che rende più importante, a mio avviso, avere una maggiore trasparenza riguardo a queste metodologie. Una volta che le metodologie sono note, spetterà agli investitori determinare quale fornitore di dati utilizza l'approccio che meglio si adatta ai loro obiettivi e alle loro visioni.

Sempre più aziende e servizi, così come prodotti finanziari e di consumo, vengono etichettati come "verdi". C'è il rischio di un "greenwashing" generalizzato?

Eterogeneità delle valutazioni ESG



Fonte: Bloomberg, MSCI e Sustainalytics (2013-2017)

P. Krüger: Chiaramente c'è una tendenza: praticamente tutti gli istituti finanziari stanno saltando sul treno verde. Secondo la mia ricerca, il 50% delle azioni globali è ora di proprietà dei firmatari dei PRI, il che significa che la finanza verde o sostenibile non è più

di nicchia. Ovviamente, c'è un *greenwashing* tra alcuni di questi investitori, ma i risultati non suggeriscono che sia generalizzato. Alcune istituzioni finanziarie passano dalle parole ai fatti e altre lo fanno meno. È importante aumentare la trasparenza sulle azioni che queste istituzioni stanno intraprendendo per promuovere la transizione verde. I PRI svolgono un ruolo importante in questo senso, facendo in modo che i firmatari riferiscano sui loro sforzi per attuare l'ESG, ma probabilmente sarebbe utile anche un'azione di regolamentazione. La Francia, per esempio, ha introdotto l'Articolo 173, che impone agli investitori l'obbligo di rendere noto il modo in cui essi considerano i criteri ESG nel loro processo decisionale. Credo che imporre tali leggi sulla trasparenza sia utile per combattere il *greenwashing*.

A. F. Wagner: Considerando gli incentivi affinché un'azienda sia percepita come verde, dobbiamo veramente preoccuparci del *greenwashing*. Ci sono due modi in cui un'azienda può ottenere un'etichetta verde: soddisfacendo effettivamente i requisiti, o facendo finta di soddisfarli. Le etichette verdi, come quelle dell'industria alimentare, non significano necessariamente che i prodotti e i servizi siano migliori. Misurare le emissioni dei gas serra (GHG) è difficile, come abbiamo discusso in precedenza, poiché c'è la possibilità di una comunicazione ingannevole. La valutazione annuale dei rapporti delle aziende svizzere, condotta dall'Università di Zurigo, rivela che molte aziende svizzere promuovono i loro programmi sostenibili in rapporti variopinti con immagini positive, ma non riescono a fornire dati espliciti sulle loro attuali emissioni di gas serra (GHG) o a dettagliare le loro strategie a lungo termine.

S. Döbeli: Il *greenwashing* è diventato un'accusa diffusa nelle discussioni politiche e nei media. L'UE sta cercando di affrontare questo argomento fornendo una tassonomia di ciò che è e ciò che non è verde. Ma questo approccio non risolve il problema degli investimenti sostenibili. A mio parere, dovrebbero esserci delle sfumature di verde, che distinguano i prodotti e i servizi che investono in soluzioni verdi da quelli che contribuiscono al cambiamento sostenibile in tutti i settori. Affinché i consumatori possano fare scelte consapevoli e intelligenti, è fondamentale fornire maggiori informazioni sui diversi tipi di prodotti.

C. Bolli: Il *greenwashing* può essere evidente in tutta l'economia generale, ma il mercato obbligazionario si distingue chiaramente come un'eccezione. Strutture come i *Green Bond Principles* dell'*International Capital Market Association* stabiliscono requisiti in termini di standard di trasparenza, divulgazione e

comunicazione. Dal punto di vista dell'investitore, noi utilizziamo tali standard per rivedere il nostro portafoglio di obbligazioni verdi su base annuale e per eliminare quegli investimenti che non soddisfano più i criteri inizialmente fissati.

Una tonnellata di CO2 ha attualmente un prezzo di circa 25 EUR sul sistema di scambio delle quote di emissione dell'UE (EU Emissions Trading System) che, essendo il più grande mercato di cap-and-trade per i gas serra (GHG), copre circa il 45% delle emissioni dell'UE. Cosa riflette questo prezzo?

► **J.-C. Rochet:** Il prezzo di una tonnellata di CO2 dipende in ultima analisi dal numero di permessi assegnati ogni anno. La domanda è rivolta quindi a sapere se il numero di permessi rilasciati

sia adeguato. La mia sensazione è che questo numero sia troppo indulgente e che le decisioni dovrebbero seguire più da vicino le raccomandazioni della comunità scientifica. La sfida di fondo in questo caso è che non ci troviamo soltanto di fronte al solito problema della "tragedia dei beni comuni", simile al dilemma del prigioniero, in cui la comunità internazionale deve affrontare il problema in modo congiunto. Ci troviamo anche di fronte a un problema della "tragedia degli orizzonti", in cui le generazioni future non sono rappresentate nel processo decisionale relativo al cambiamento climatico. Credo fermamente che la soluzione sia educare i cittadini ad avere più a cuore il futuro dell'ambiente e lasciare che si esprimano circa il loro cambiamento di preferenze sia nei confronti delle imprese sia nei confronti dei responsabili politici.



Governi, regolatori e banche centrali

Undici dei 15 maggiori emettitori di CO₂/GHG Scope 3 del mondo, responsabili di oltre un terzo delle emissioni globali di CO₂/GHG, sono di proprietà dei governi. Cosa ci dice questo sulla responsabilità dei governi, ed esiste un piano di transizione adeguato?

▶ **J.-C. Rochet:** Si tratta di una questione delicata. Una soluzione potrebbe essere che queste aziende statali diventino quotate in borsa. Le aziende quotate in borsa tendono, in generale, ad avere strutture di *governance* migliori rispetto alle aziende statali, perché le ONG internazionali e l'attivismo degli azionisti possono frenare meglio il comportamento delle aziende quotate in borsa.

▶ **A. F. Wagner:** Tra le speranze principali annoveriamo i progressi tecnologici. I governi di questi paesi devono essere proattivi e investire nella ricerca e nello sviluppo di energia pulita, utilizzando le loro entrate passate e presenti. Così facendo, possono diversificare le loro fonti di reddito future e servire al meglio i loro interessi nonché quelli del pianeta.

In che modo i governi influenzano il comportamento delle aziende per quanto riguarda le emissioni di carbonio?

▶ **S. Döbeli:** I governi hanno a disposizione un'ampia gamma di strumenti. In primo luogo, le leggi e i regolamenti forniscono una guida chiara su ciò che si può e ciò che non si può fare. In secondo luogo, la fissazione del prezzo del carbonio all'interno del sistema di *cap-and-trade* può incentivare le aziende ad adottare gradualmente strategie più appropriate. In terzo luogo, si possono stipulare accordi con diversi settori, come è stato fatto in Svizzera con l'Agenzia dell'Energia per l'Economia, che aiuta le imprese a ridurre le emissioni di CO₂.

▶ **P. Krüger:** La maggior parte dei governi ha preso di mira le emissioni in modo diretto, utilizzando una sorta di regolamentazione di tipo dirigistico, come le tasse sul carbonio o il sistema di *cap-and-trade*. A mio parere, c'è una leva politica sottoutilizzata che in questo caso potrebbe essere utile: si potrebbe chiedere alle aziende di aumentare la trasparenza riguardo alle loro emissioni di gas serra (GHG). In altre parole, i governi potrebbero imporre alle aziende di rendere note le loro emissioni nei rapporti finanziari che presentano alle autorità di regolamentazione. Una mia recente ricerca, che analizza l'introduzione nel Regno Unito di una normativa sulla divulgazione delle informazioni orientata alla trasparenza, dimostra che le aziende hanno ridotto le loro emissioni di gas serra (GHG) grazie alle richieste di comunicazione

obbligatoria. Tali normative sarebbero anche molto vantaggiose per gli investitori istituzionali, che sempre di più richiedono dati sul carbonio per le loro decisioni sui gas serra (GHG).

Quali sono gli esempi di interventi governativi per limitare le emissioni di gas serra (GHG)/CO₂ in Svizzera?

▶ **S. Döbeli:** Nel 1990 il governo svizzero si è impegnato a ridurre del 20% le emissioni di gas serra (GHG)/CO₂ della Svizzera entro il 2020. Da allora i dati del 2018 mostrano una diminuzione del 33% delle emissioni derivanti dal riscaldamento degli edifici, a dimostrazione del fatto che il graduale aumento delle tasse sul gasolio da riscaldamento ha funzionato bene. Gli stessi dati non mostrano alcuna riduzione nel settore dei trasporti, poiché le misure scelte prevedevano troppe eccezioni. Questo dimostra che leggi ben calibrate possono essere efficaci, mentre gli approcci con molte scappatoie falliscono.

La crisi del Covid-19 potrebbe essere la migliore occasione che abbiamo per rendere il mondo più verde?

▶ **S. Ongena:** È chiaro che stiamo vivendo un momento "fluido". La situazione che abbiamo affrontato all'inizio di quest'anno era complessa e il tempo a disposizione era limitato, ma credo che sarebbe stato più efficiente per i responsabili politici distribuire il denaro insieme a una serie di regolamentazioni su come spenderlo e investirlo, invece di distribuire il denaro prima ed elaborare le regolamentazioni dopo.

▶ **S. Döbeli:** Ogni crisi ha un elemento destabilizzante, che ci costringe a ripensare i nostri processi. Speriamo che la situazione odierna ci spinga ad agire rapidamente per quanto riguarda il cambiamento climatico. Detto questo, la crisi del Covid-19 richiede restrizioni di bilancio in molti settori, la qual cosa, almeno in alcuni paesi, rallenterà l'agenda verde.

Come si comportano le banche centrali rispetto alla transizione verde? E come dovrebbero comportarsi?

▶ **J.-C. Rochet:** Nel caso della Svizzera, imporre un'agenda politica alla Banca nazionale svizzera, la cui missione principale è garantire la stabilità dei prezzi, può aprire un vaso di Pandora su ciò che è verde e sostenibile e ciò che non lo è. Il caso dell'eurozona è notevolmente diverso da quello svizzero, in quanto la Banca centrale europea (BCE) non è solo responsabile di mantenere la stabilità dei prezzi, ma anche di sorvegliare la solidità del sistema bancario europeo. La BCE potrebbe quindi, nel suo ruolo di

supervisione, allontanare gli attori finanziari dagli investimenti ad alta intensità di carbonio, adeguando le valutazioni dei rischi in modo che riflettano l'effettiva minaccia rappresentata sia dai rischi fisici, sia dai rischi politici legati al clima.

► **S. Döbeli:** Si tratta di una questione difficile, poiché le banche centrali sono chiaramente attori finanziari molto importanti. Sarebbe imbarazzante se non giocassero un ruolo rilevante nella transizione generale, mentre, allo stesso tempo, hanno incarichi molto diversi. Credo che le specificità dei loro ruoli dipendano dalla missione di ogni banca. Ciononostante, attraverso il loro "*Network on Greening the Financial System* (NGFS)", le banche centrali stanno collaborando allo sviluppo di una prospettiva per affrontare il cambiamento climatico. Stanno anche sviluppando strumenti per sostenere le azioni governative durante la transizione verde.

► **P. Krüger:** Si tratta di un'ottima domanda: il problema attualmente è poco studiato. Non abbiamo una buona comprensione teorica del se e del come una banca centrale debba sostenere la transizione verde. Ovviamente, i diversi mandati delle banche potrebbero limitare le loro possibili azioni, ma è chiaro che alcune banche centrali stanno esplorando le loro opzioni. Se guardiamo a oriente, potremmo avere qualche indizio: per esempio, la *People's Bank of China* (PBOC) accetta le obbligazioni verdi come garanzia nelle operazioni di liquidità. La PBOC sta anche sperimentando di richiedere un capitale regolamentare più basso per le banche con portafogli di prestiti più puliti dal punto di vista ambientale. Penso che uno sforzo molto maggiore sia necessario in questi settori. Molta finanza verde o sostenibile si concentra ora – e si è concentrata in passato – sui mercati secondari, principalmente su azioni e obbligazioni negoziate, ma l'impatto reale di un istituto finanziario è attraverso le sue attività di prestito, che dipendono fortemente dall'operato delle banche centrali.



Aziende

In che modo le metriche di sostenibilità hanno un impatto sui rendimenti delle azioni?

► **P. Krüger:** Mentre la letteratura documenta una correlazione positiva tra le metriche ESG e la performance finanziaria, si sa poco sui meccanismi precisi attraverso i quali questa relazione nasce. In un recente articolo, ho evidenziato che una parte della recente *sovraperformance* è dovuta al crescente interesse degli investitori per l'investimento sostenibile, che esercita una pressione positiva sui prezzi delle azioni con buoni punteggi ESG. Tuttavia, questi risultati implicano anche che le aziende con alti punteggi ESG potrebbero essere sopravvalutate e ottenere rendimenti inferiori in futuro. In un altro articolo, ho evidenziato che le aziende più sostenibili, e quelle che operano in settori più sostenibili, di solito pagano salari tra il 10% e il 20% più bassi, la qual cosa potrebbe anche dare origine a una correlazione positiva tra sostenibilità e performance aziendale. Questo divario salariale di sostenibilità ("*Sustainability Wage Gap*") è più pronunciato per i lavoratori altamente qualificati e sta aumentando nel corso del tempo. Il divario salariale di sostenibilità suggerisce che le aziende responsabili dal punto di vista ambientale sono in una posizione migliore quando si tratta di assumere lavoratori più qualificati, generando così una *sovraperformance* finanziaria.

Le aziende possono scegliere di compensare le loro emissioni. In che misura questi schemi di compensazione coprono i danni causati?

► **S. Ongena:** La compensazione sembra un'alternativa allettante, ma è necessario condurre ulteriori ricerche su come tali iniziative incidano effettivamente sull'ambiente. La componente morale nell'atto di compensare le emissioni è comunque molto importante, in quanto permette alle persone di esprimere le loro preferenze. Queste, a loro volta, spingeranno, si spera, le autorità di regolamentazione ad affrontare le esternalità ambientali negative in modo più permanente e diffuso.

► **C. Bolli:** Se si deve scegliere tra la compensazione o il non fare nulla, allora la compensazione è ovviamente preferibile. Ma evitare in primo luogo di causare danni all'ambiente è molto meglio che compensare.

Le aziende e i governi di oggi potrebbero essere ritenuti responsabili dei danni causati dalle emissioni di CO₂/GHG?

► **J.-C. Rochet:** Ritenere le aziende e i governi responsabili dell'inquinamento locale – come i danni causati da una fuoriuscita industriale in un fiume – è possibile, in quanto è facile determinare chi ha causato il danno e valutarne l'entità. Nel caso delle emissioni di CO₂/GHG è molto più complesso, a causa del numero di emettitori, del fatto che le emissioni si muovono liberamente e che il danno che causano richiede tempo per concretizzarsi. La combinazione di questi fattori significa che il nostro attuale quadro legale e di responsabilità civile non può funzionare come ci si aspetterebbe. Il modo più efficiente per uscire dall'attuale mondo ad alta intensità di carbonio è quello di educare le persone in modo che orientino i loro valori e le loro preferenze verso un mondo più sostenibile.

► **A. F. Wagner:** Il modo classico per risolvere un problema di esternalità negative è quello di assegnare i diritti di proprietà, poiché questi chiariscono chi deve risarcire chi. Il sistema di *cap-and-trade* fa proprio questo. Un altro aspetto della disciplina di mercato è che la società in generale, così come i mercati finanziari, valorizzano le imprese responsabili.

► **P. Krüger:** Penso che una tale responsabilità potrebbe verificarsi in futuro. Potrebbe accadere anche per i finanziatori. Il principio della responsabilità ambientale del finanziatore esiste negli Stati Uniti dagli anni Ottanta: in determinate circostanze, i creditori possono essere ritenuti responsabili per i danni all'ambiente causati dai loro debitori. Nel caso delle emissioni di carbonio, un importante prerequisito sarebbe che le emissioni siano misurate e contabilizzate con precisione. Non appena avremo una documentazione sulle emissioni delle imprese, potremmo essere in grado di intervenire in futuro. Questo rappresenta un rischio per i finanziatori, soprattutto se si considera che i leader politici di domani sono molto seri nel ridurre l'impatto umano sul cambiamento climatico.

La comunicazione obbligatoria delle emissioni di CO₂ /GHG delle aziende ridurrebbe tali emissioni e allo stesso tempo danneggerebbe il mondo aziendale?

► **C. Bolli:** L'informativa aziendale sulle emissioni di carbonio è molto apprezzata dal punto di vista dell'investitore. Monitoriamo l'impronta di carbonio dei nostri investimenti e analizziamo i rischi sottostanti e poi consideriamo i risultati nel nostro processo di investimento. Sebbene il processo di comunicazione climatica sia costosa, in particolare per le piccole e medie imprese (PMI), gli investitori hanno la tendenza a ritenere che nessuna informazione sia una cattiva informazione.

Qual è la migliore linea d'azione per gli azionisti esistenti, riguardo alla transizione ecologica?

► **S. Döbeli:** Gli investitori hanno a disposizione una serie di strategie, che possono anche essere combinate. In primo luogo, possono interagire con il management di una ditta. Se questa strategia non fornisce risultati tangibili, possono disinvestire dalla ditta che si astiene dall'agire sul clima e investire in una più attiva. Gli investitori con punti di vista simili devono anche prendere in considerazione l'idea di associarsi, in quanto nessun investitore da solo ha la capacità di cambiare il comportamento delle grandi aziende di oggi.

► **P. Krüger:** Penso sia importante che gli azionisti siano "proprietari attivi". Dovrebbero esercitare i loro diritti di azionisti e impegnarsi in quanto azionisti per ulteriori questioni di sostenibilità nelle loro aziende in portafoglio. Questo è particolarmente importante nei mercati azionari di oggi, dove una quantità sempre maggiore di attivi è gestita passivamente. Spesso, la misura in cui gli investitori passivi possono disinvestire dalle imprese è limitata, ciò che rende il loro impegno ancora più importante.



Banche e settore finanziario

Qual è il ruolo del settore finanziario nella transizione verde? È l'attore principale o un semplice messaggero?

► **S. Döbeli:** La risposta si trova in qualche modo nel mezzo, poiché sia le banche sia gli investitori hanno un ruolo da svolgere e quindi hanno bisogno di associarsi. Il settore bancario svolge un importante ruolo di messaggero, soprattutto quando si tratta di informare gli investitori sull'impronta di carbonio dei loro investimenti. Gli investitori devono fare buon uso delle informazioni disponibili, ma devono anche continuare a richiedere informazioni più complete e pertinenti.

► **A. F. Wagner:** Il settore finanziario è chiaramente un attore importante nel processo di transizione ecologica. Credo che possa indirizzarci nella giusta direzione. Ma la decisione di andare avanti appartiene ancora al mondo reale – vale a dire che ogni individuo, compresi gli effettivi responsabili delle decisioni aziendali, deve decidere se "dedicarsi all'ambiente" o meno.

► **P. Krüger:** Credo che le banche svolgano un ruolo cruciale nella transizione verde. A mio parere, le banche e il settore finanziario nel suo complesso hanno concentrato troppa attenzione sull'integrazione dei temi della sostenibilità nei mercati secondari. Sono fermamente convinto che il vero impatto delle banche, in termini di sostenibilità, sia attraverso le loro attività di credito. Dopotutto, non c'è attività economica senza il credito bancario. È ora che le banche si assumano le loro responsabilità e facilitino la transizione verde attraverso il credito.

Attualmente chi sostiene le imprese ad alta intensità di carbonio?

► **S. Ongena:** Recenti ricerche suggeriscono che il costo del capitale di alcune imprese ad alta intensità di carbonio sia aumentato negli ultimi anni, spingendole fuori dal mercato dei capitali e facendole entrare nel mercato del credito bancario. Questi risultati indicano che alcune grandi banche internazionali stanno approfittando dell'attuale contesto normativo e si stanno muovendo rapidamente per sostenere l'industria del carbonio, proprio mentre il mercato obbligazionario sta iniziando a disinvestire da essa.

► **A. F. Wagner:** Le banche devono essere caute nell'accettare prestiti alle imprese ad alta intensità di carbonio nei loro portafogli di finanziamento. Sempre più spesso, gli investitori azionari devono anche tenere conto del rischio implicito che si assumono con investimenti ad alta intensità di carbonio. Ma, al momento, ci sono ancora investitori che si sentono a proprio agio con questo rischio e con la potenziale ricompensa ad esso legata.

Quanto è grande il problema della bolla di carbonio?

► **S. Ongena:** La maggior parte delle grandi aziende energetiche è già alla ricerca di soluzioni sostenibili per allontanarsi dalla parte ad alta intensità di carbonio della sua attività. Queste aziende hanno di solito fondi cospicui e storicamente si sono affidate alla ricerca e allo sviluppo per prosperare, la qual cosa suggerisce che possiedono le risorse per spostare le loro attività verso quelle più verdi. Ma la realtà dimostra che hanno anche un forte incentivo a guadagnare tempo e a sfruttare ulteriormente i giacimenti di petrolio, gas e carbone, per scoprire i quali hanno investito grandi quantità di denaro in passato.

► **C. Bolli:** Le obbligazioni e le imprese hanno durata diversa. Le aziende energetiche ad alta intensità di carbonio sono molto probabilmente in grado di rimborsare e rinnovare le loro obbligazioni entro i prossimi anni, ma questo non significa che quelle stesse aziende saranno ancora esistenti tra 50 anni.

Quanto sarebbe efficiente una soluzione basata su un adeguato prezzo del carbonio e su permessi di emissione negoziabili?

► **J.-C. Rochet:** Questa soluzione è chiaramente struttura portante della transizione al verde. Ma per attuarla, devono essere soddisfatte due condizioni principali: che il numero di permessi sia fissato correttamente e che l'intera comunità internazionale operi con un unico sistema di regole. Sfortunatamente non vedo nessuna delle due condizioni soddisfatte nel breve periodo.

► **S. Ongena:** La mia intuizione è che il numero attuale di permessi non rispecchi adeguatamente ciò che occorre fare per salvare il pianeta. Questo si riscontra nei prezzi quasi nulli di questi permessi, come abbiamo osservato per molti anni nel recente passato.

Prezzo di un contratto a termine per l'emissione di una tonnellata di CO₂ sull'Intercontinental Exchange—Scadenza dicembre 2020



Fonte: Bloomberg (2020)

► **S. Döbeli:** Il numero di permessi è chiaramente troppo elevato e l'attuale prezzo di mercato di una tonnellata di CO₂ non è quello che dovrebbe essere. Ma è interessante notare che c'è stato un forte aumento del numero di hedge fund e di trader del settore energetico che scommettono su prezzi del carbonio più alti, sulla base della loro aspettativa di un quadro normativo più rigoroso. I prezzi non sono ancora a 100 EUR a tonnellata, come credo dovrebbero essere, ma sono aumentati da meno di 10 EUR a tonnellata tre anni fa a circa 25 EUR a tonnellata a metà settembre 2020.

E' vero che troppi soldi scacciano le poche opportunità sostenibili, e questo rappresenta un rischio?

► **S. Ongena:** Si tratta di una questione delicata, e la risposta può anche dipendere dall'orizzonte di investimento che si considera. Le banche commerciali hanno di solito un orizzonte d'investimento

di qualche anno e rivedono le loro strategie di portafoglio ogni tanto. Le banche d'investimento tendono a detenere un numero notevolmente maggiore di investimenti a lungo termine, che comportano un aumento del rischio sia in termini di durata che di illiquidità. Le banche e gli investitori devono esserne consapevoli.

► **C. Bolli:** La ricerca empirica suggerisce che le aziende con rating ESG più elevati tendono a fornire rendimenti più elevati, adeguati al rischio, in particolare in periodi di volatilità del mercato, quindi spetta agli attori finanziari decidere se credere nei benefici che l'investimento ESG può fornire o meno. Il nostro portafoglio di investimenti conferma questi risultati, come abbiamo dichiarato pubblicamente.



Consumatori, piccoli investitori e fondi pensione

In che modo i piccoli investitori possono navigare nel panorama degli investimenti sostenibili?

► **S. Döbeli:** Credo che i piccoli investitori debbano determinare i loro valori e fissare i loro obiettivi, confrontarsi con diverse banche e collaborare con la banca più competente e convincente. Purtroppo, non c'è un modo semplice per i piccoli investitori di confrontare i diversi prodotti e di verificare se questi corrispondano alle loro esigenze.

Come percepiscono il rischio climatico le casse pensioni? Come lo affrontano?

► **A. F. Wagner:** Ne sono sempre più consapevoli. Ma è interessante vedere dove si concentra l'attenzione degli investitori istituzionali quando si verifica una crisi. Una recente ricerca rivela che durante la crisi del Covid-19, gli investitori istituzionali si sono attivamente orientati verso i titoli ad alto e basso rendimento e hanno aumentato il valore delle loro partecipazioni in questi titoli, anche al di là di quanto sarebbe successo, semplicemente perché i prezzi delle loro azioni sono saliti. Al contrario, gli investitori istituzionali hanno accettato passivamente l'aumento di valore dei titoli ESG, ma non hanno accumulato ulteriori fondi in essi. Questi risultati suggeriscono che quando si realizza un rischio estremo, gli investitori istituzionali preferiscono metriche tangibili della resilienza di un'azienda.

► **S. Döbeli:** Le casse pensioni sono sempre più consapevoli dei rischi che circondano il cambiamento climatico. I grandi attori, in Svizzera e a livello internazionale, affrontano questo rischio con gli strumenti adeguati. Ma per gli operatori più piccoli è molto più difficile tenere conto di tali fattori e individuare un approccio pragmatico ma efficace. Spesso sono utilizzati gli approcci basati sull'esclusione.

► **P. Krüger:** I rischi climatici sono relativamente nuovi per gli investitori. In genere, distinguiamo tra rischi climatici fisici, normativi e tecnologici. La mia ricerca mostra che gli investitori istituzionali considerano i rischi normativi e tecnologici come finanziariamente più rilevanti dei rischi fisici. Questo potrebbe essere dovuto al fatto che i rischi normativi e tecnologici sono più tangibili e più facili da quantificare, e c'è meno incertezza su quando potrebbero concretizzarsi. Per quanto riguarda la gestione del rischio climatico, non esiste ancora una vera e propria tecnologia all'avanguardia. Nel corso di ulteriori ricerche, ho chiesto a un ampio campione di investitori istituzionali come gestissero i rischi climatici e ho evidenziato che al momento avevano adottato

molto approcci diversi. Il più comune era quello di analizzare l'impronta di carbonio delle aziende in portafoglio, anche se i dati sul carbonio sono ancora carenti in termini di quantità e qualità. E, cosa interessante, ho anche evidenziato che meno investitori utilizzano i disinvestimenti per gestire i rischi climatici; collettivamente, gli investitori preferiscono interagire con le società in portafoglio sulle questioni relative al rischio climatico.

Come possiamo misurare la sostenibilità delle casse pensioni?

► **S. Döbeli:** L'unico punto di riferimento globale per gli investimenti sostenibili sono i PRI; abbiamo ancora bisogno di una metrica globale per misurare l'impronta sostenibile dei fondi pensione, degli investitori istituzionali, dei gestori patrimoniali e dei proprietari di patrimoni. Detto questo, si stanno facendo progressi: *Swiss Sustainable Finance* (SSF) sta lavorando su come i gestori patrimoniali e i proprietari di patrimoni possano allineare la loro comunicazione sulla sostenibilità dei loro portafogli in modo equo e pragmatico. Nella stessa ottica, il *CFA Institute* ha recentemente pubblicato un documento di consultazione sulla definizione di standard globali per i prodotti d'investimento ESG.

È possibile investire nelle industrie ad alta intensità di carbonio, sostenendo al contempo la transizione ecologica?

► **C. Bolli:** Sì, è possibile. Questa non è una situazione in bianco e nero con un marcato punto di rottura. Quasi tutte le aziende sono aperte a discutere con i loro investitori le loro future strategie di business e i loro potenziali miglioramenti ambientali – il cosiddetto *engagement* – e molte aziende sono disposte ad attuare cambiamenti. La collaborazione con le società partecipate può essere un modo efficace per innescare la transizione ecologica a livello aziendale. Le aziende dei settori ad alta intensità di carbonio sono parte della soluzione e sono, quindi, al centro della transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio. Il fatto di disinvestire dovrebbe essere considerato un'ultima risorsa – quando il rischio non è più sopportabile dal punto di vista dell'investimento.

Le decisioni a livello familiare sono più efficaci di quelle a livello del mercato finanziario?

► **S. Ongena:** Le iniziative a sostegno dell'ambiente a livello familiare sono la chiave del processo di transizione, sia in termini di consumo che di decisioni di investimento, in quanto rivelano le preferenze della popolazione. Sapere quale sia più efficace dipende da numerosi fattori specifici per ogni tipo di decisione.

Come possono le decisioni a livello dei consumatori innescare cambiamenti?

► **J.-C. Rochet:** I cittadini sono al centro della transizione ecologica generale e devono rivendicare la loro quota di potere e di influenza da parte sia dei governi sia delle imprese. Per raggiungere questo obiettivo, i cittadini devono poter contare sulla consulenza di esperti veramente indipendenti. Devono capire che possono sostenere questa iniziativa vitale non solo attraverso canali di investimento finanziario, ma anche attraverso il coinvolgimento politico, l'attivismo e le decisioni dei consumatori.

► **S. Ongena:** Avere informazioni di alta qualità apertamente disponibili è fondamentale, in quanto permette ai consumatori di prendere le decisioni appropriate – sia in termini di consumo sia di investimenti, principalmente attraverso i loro fondi pensione – in merito a ciò che è sostenibile dal punto di vista ambientale. I responsabili politici devono rispondere attivamente e garantire che le leggi appropriate siano scritte.

Il numero limitato di opportunità di investimento nelle aziende verdi rappresenta un rischio di *financial herding* (comportamento finanziario di gregge) per gli investitori?

► **S. Ongena:** Da un punto di vista teorico sì, poiché restringere lo spettro delle imprese in cui si può investire aumenta automaticamente il rischio. Ma da un punto di vista pragmatico, tutte le aziende devono adattarsi rapidamente per sopravvivere. Pertanto, impegnarsi unicamente con le aziende per motivi ambientali può avere senso solo a breve termine.

► **A. F. Wagner:** La mia recente ricerca rivela che i fondi che hanno ricevuto la *Low Carbon Designation* da parte di *Morningstar*, un fornitore di informazioni sui fondi, sono un po' più rischiosi, ma questa è una conseguenza del modo in cui l'etichetta è stata concepita, poiché non premia i migliori risultati in ogni settore, ma premia di fatto l'esclusione di particolari settori. Tali fondi saranno meglio preparati alle prossime mosse normative, che indeboliranno i titoli e i portafogli ad alta intensità di carbonio, ma nel frattempo offrono agli investitori una diversificazione più limitata.

Gli investitori hanno a cuore le informazioni sul carbonio? Come reagiscono a esse?

► **A. F. Wagner:** I piccoli investitori dei *mutual funds* di solito non guardano da vicino le caratteristiche specifiche delle aziende all'interno dei fondi che detengono, ma, cosa questa interessante, reagiscono quando le informazioni sulla performance di sostenibilità complessiva di un fondo vengono messe a loro disposizione. In particolare, la ricerca mostra che grandi quantità di investimenti confluiscono verso i *mutual funds* che hanno ricevuto i "Globes" di *Morningstar* o la loro *Low Carbon Designation*. Questo risultato ha implicazioni interessanti per il settore dei *mutual funds*, che è sempre più sotto pressione da parte degli *exchange traded funds* (ETF), in quanto significa che essere un fornitore di fondi responsabile del clima offre un vantaggio competitivo. In questo modo le strategie d'investimento attive vivono una seconda vita.

► **S. Döbeli:** Nel caso della Svizzera, l'Ufficio federale dell'ambiente ha istituito il PACTA – *Paris Agreement Capital Transition Assessment*. Questo strumento fornisce informazioni sul carbonio agli investitori, aiutandoli ad adottare un approccio lungimirante sul cambiamento climatico, determinando in che modo i loro portafogli finanziari si allineano con l'Accordo di Parigi. L'iniziativa è stata un successo, in quanto molti proprietari di attivi hanno utilizzato il PACTA per esaminare i loro portafogli. Eppure lo strumento stesso è un po' una scatola nera, che fornisce solo informazioni limitate su come un determinato portafoglio potrebbe essere migliorato. Si spera che questo aspetto venga affrontato nel prossimo futuro.

► **P. Krüger:** In un recente articolo, ho studiato la reazione del mercato azionario all'introduzione di normative obbligatorie, standardizzate e prescrittive sulla divulgazione delle emissioni di carbonio per tutte le aziende quotate al *London Stock Exchange*. Ho evidenziato che i prezzi delle azioni diminuiscono per le aziende che rivelano emissioni superiori al livello dei loro omologhi del settore e aumentano per le aziende che rivelano emissioni inferiori a quelle dei loro omologhi. Ho anche evidenziato che gli investitori istituzionali si disinvestono dalle aziende con emissioni elevate. Questi risultati dimostrano che gli investitori azionari hanno sempre più a cuore le informazioni sulle emissioni di carbonio.

Swiss Finance Institute

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

Editori

Dr. Silvia Helbling
Head of Knowledge Exchange and Education

Dr. Cyril Pasche
Director Knowledge Exchange and Education

Contact

Dr. Cyril Pasche
+41 22 379 88 25
cyril.pasche@sfi.ch

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

swiss:finance:institute

Walchestr. 9, CH-8006 Zurich, T +41 44 254 30 80
c/o University of Geneva, 42, Bd du Pont d'Arve, CH-1211 Geneva 4, T +41 22 379 84 71
www.sfi.ch

