

Intervento del dott. Paolo Ciocca

Commissario, CONSOB

Salone del Risparmio

4 Aprile 2019

**Indicatori ESG: da requisiti di *compliance* a vantaggio competitivo – Il punto di vista del regolatore.**

(sottotitolo: il regolatore non può permettersi lo strabismo regolatorio, e forse neanche il risparmiatore...)

Quali gli obiettivi di un regolatore finanziario. Mi limito a quelli *overarching*:

1. proteggere gli investitori;
2. assicurare la trasparenza, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e l'integrità dei mercati finanziari;
3. ridurre le asimmetrie informative presenti sul mercato, limitando i comportamenti opportunistici da parte degli operatori finanziari (c.d. *moral hazard*).

Quindi, alla luce di questo obiettivo, il punto centrale è come impattano i fattori ESG sulle dinamiche finanziarie e conseguentemente quali riflessi hanno sul tradizionale ruolo svolto dal regolatore finanziario.

Il ragionamento deve, secondo me, includere due prospettive:

1. una prima prospettiva che guarda al mondo degli “emittenti” [per semplicità le società quotate] e al piano degli obblighi di *disclosure* sulla c.d. *non-financial information* (anche, come vedremo in seguito, in termini di relazione, presente e futura, con l’informativa finanziaria “tradizionale”);
2. una seconda prospettiva focalizzata sul mondo dell’intermediazione mobiliare e, conseguentemente, dell’offerta di prodotti finanziari ESG.

Il perseguimento di obiettivi di sostenibilità finanziaria non può prescindere da una visione complessiva ed integrata dei due mondi. Quindi non è ammesso lo strabismo.

## **1. Cominciamo dai primi: gli emittenti**

Sappiamo che si contrappongono due teorie economiche *Shareholder vs Stakeholder theory*.

- *Shareholder theory*, quella dominante, in cui gli obiettivi principali sono:
  - la creazione del valore per l’investitore;
  - la focalizzazione dei *manager* verso il perseguimento della massimizzazione del profitto;
  - l’allineamento degli interessi: meccanismi di remunerazione dei *manager* allineati a tale obiettivo; e questo al fine di ridurre il conflitto di agenzia tra “*agent*” e “*principal*”.
- dall’altra, la *Stakeholder theory*:
  - scopo dell’azienda è la creazione di valore per tutti gli *stakeholder*;
  - si chiede una visione manageriale che incorpori una prospettiva di sopravvivenza del *business* nel lungo periodo;
  - richiede focalizzazione dei *manager* sulla riduzione del rischio finanziario.

Quindi, la finanza sostenibile si integra in una visione del *business* declinata dalla *stakeholder theory*.

L'orizzonte temporale degli operatori finanziari non è neutrale rispetto a questa prospettiva. Infatti alcuni, quali gli investitori istituzionali c.d. "*long only*" [ad esempio fondi pensione], sono naturalmente più propensi ad investimenti sostenibili in quanto tipicamente "vedono" al lungo periodo.

Ma il mondo degli agenti che operano nei mercati finanziari è più composito, più complesso.

Nei mercati sono presenti diversi attori che perseguono obiettivi anche di breve e brevissimo periodo.

La loro funzione non è trascurabile; anzi è essenziale per l'efficienza dei mercati stessi in quanto:

- forniscono liquidità ai titoli negoziati in quei mercati;
- agevolano il meccanismo di formazione dei prezzi degli strumenti finanziari (c.d. *price discovery*).

Il regolatore è dunque chiamato ad un compito di composizione di diversi fattori; essi entrano in gioco nella complessa dinamica di mercato, e ne determinano – in ultimo - l'equilibrio.

E il regolatore non deve distogliere l'attenzione dagli altri obiettivi: a) protezione dell'investitore; b) monitoraggio dell'integrità del mercato.

Bene quindi le questioni di sostenibilità finanziaria si integrano all'interno di una *mission* istituzionale più ampia.

Ricordo che, in tema di *reporting* societario, la direttiva 2014/95 ha introdotto l'obbligo per gli enti di interesse pubblico (EIP) di presentare una dichiarazione non

finanziaria contenente informazioni relativa ai fattori ESG, con l'obiettivo dichiarato di accrescere la pertinenza, l'uniformità e la comparabilità di queste informazioni.

La Consob è stata individuata quale Autorità competente a svolgere attività di supervisione sulle *non-financial information* da parte degli EIP.

Nel gennaio 2018 la Consob ha adottato il nuovo Regolamento in materia di informazioni di carattere non finanziario che disciplina le modalità di pubblicazione, verifica e vigilanza sulle DNF.

Ad oggi i soggetti che hanno predisposto la DNF sono ben **210**.

Quindi c'è un nuovo flusso informativo che va al mercato.

## **2. I prodotti finanziari ESG**

Veniamo alla seconda. Qui, sul piano dell'intermediazione mobiliare e nella interazione intermediario-cliente [cioè l'altra parte del "circuito finanziario"], il legislatore comunitario sta attivamente sostenendo l'evoluzione della finanza sostenibile.

L'*Action Plan* sulla finanza sostenibile, adottato dalla Commissione Europea l'8 marzo dell'anno scorso, persegue l'obiettivo di sostenere l'allocazione dei capitali privati verso attività sostenibili.

Lo fa attraverso delle leve funzionali.

Un obiettivo funzionale dell'*Action Plan* è la fissazione di un *framework* normativo che classifica le attività sostenibili (c.d. tassonomia) con criteri uniformi.

Fa questo per assicurare che i partecipanti al mercato finanziario (quali ad esempio gli UCITS, AIFMs), così come i consulenti finanziari integrino i fattori ESG all'interno dei loro processi di investimento e informino correttamente i clienti al riguardo (fondamentale per il risparmio).

Vediamo allora alcune conseguenze.

### Primo punto di caduta

In questo contesto è naturale pensare che i due mondi, quello della *disclosure* non finanziaria degli EIP e quello della tassonomia dei prodotti finanziari ESG, debbano avere un comun denominatore [debbono parlare una lingua comune] nella identificazione dei *driver* fondamentali, dei *key indicators*, correlati a ciascuna dimensione, cioè ambientale, sociale o di *governance*.

Vuol dire che sono identici? Forse no, ma non sono divergenti.

E ciò sarà richiesto anche dall'aspettativa, dal lato della domanda, di una maggiore sensibilità/consapevolezza per temi ESG. Penso ad esempio ai *millennials*.

### Secondo punto di caduta

Altro punto di riflessione riguarda invece la relazione che sussiste tra il mondo della *disclosure* finanziaria e quella non finanziaria.

Attualmente i binari sembrano viaggiare in una direzione parallela.

Pur tuttavia i punti di contatto vi sono e verosimilmente aumenteranno sia per i cambiamenti delle dinamiche sociali, sia per le richieste del mercato per la trasparenza informativa.

Il mondo dell'informazione finanziaria ha un *set* di regole ben definito. L'informazione finanziaria è l'*output* di un processo complesso, consolidato da molti anni, che coinvolge diversi attori (dai *preparers* agli *internal* e *external auditor*, al board, agli azionisti, agli stakeholder, etc).

Questo processo è preso a riferimento dagli investitori, che vi fanno affidamento per le loro scelte di investimento.

L'ecosistema dell'informazione non finanziaria deve ovviamente ancora pervenire a questo stadio di maturità. Bisogna quindi urgentemente lavorare per l'armonizzazione delle regole che sottostanno alla comunicazione delle *non financial information*.

Concludo.

### **L'evoluzione futura**

Diverse sono le iniziative in corso. E' possibile pensare ad una convergenza di questi due mondi in cui informazioni non finanziarie e finanziarie si integrano in un unico *report*? Ci si sta lavorando. Vedremo. E vedremo anche che ruolo giocherà l'innovazione tecnologica [AI, Data Aggregation].

Nel frattempo l'attenzione del *regulator* è volta a verificare che l'investitore abbia una informativa corretta, che rappresenti anche la "sintesi finale" delle informazioni finanziarie e non finanziarie, mitigando il rischio di eccesso di informazioni ed il rischio di comportamenti opportunistici dal lato dell'*issuer*.

Grazie per l'attenzione.