

**FIN-GOV**  
Centro di ricerche finanziarie sulla corporate governance



**UNIVERSITÀ  
CATTOLICA**  
del Sacro Cuore

## I RATING ESG: UN CONFRONTO INTERNAZIONALE

*Alfonso Del Giudice*

*Carmen Gallucci*

*Rosalia Santulli*

Università Cattolica del Sacro Cuore  
Milano, 20 maggio 2024

1

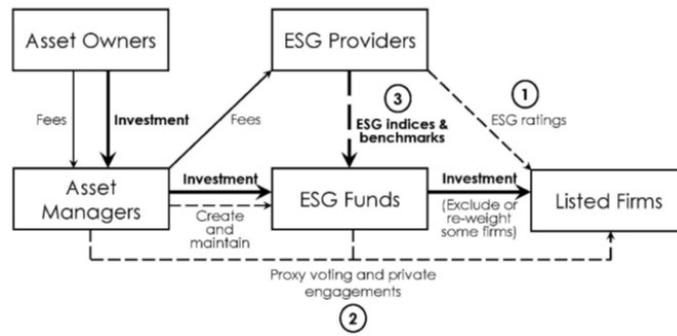
### Ringraziamenti

- Sponsor e sostenitori di FIN-GOV



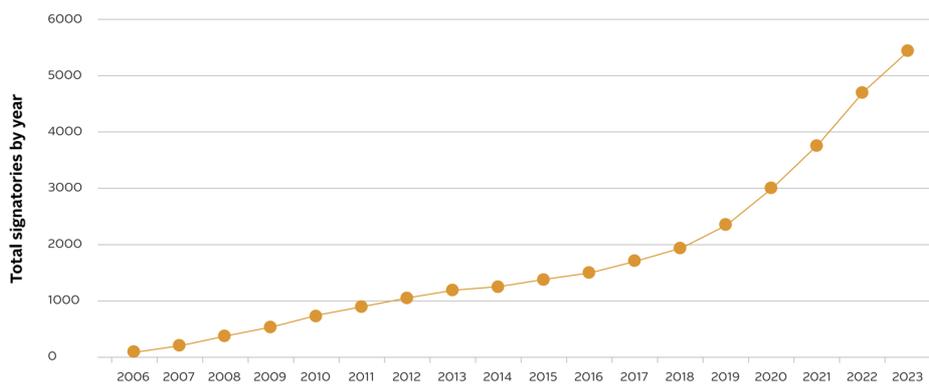
2

### Importanza dei rating ESG



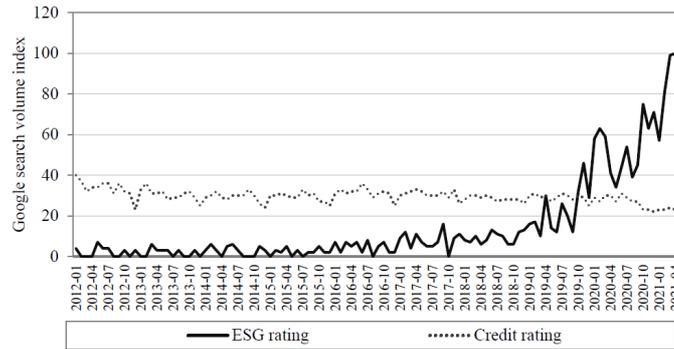
3

### Principle for Responsible Investment (PRI)



4

### Domanda di dati ESG



Tang et al. (2022)

5

### Fonti di dati ESG



Documenti pubblicati dalle imprese (es., annual reports, sustainability reports)



Documenti standardizzati richiesti dalle normative (es., SFDR, CSRD)



News e media



Report ONG



Questionari (es., *Corporate Sustainability Assessment* di S&P Global)



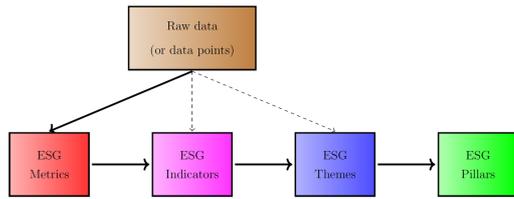
Modelli interni (es., uso di benchmark di settore per completare dati mancanti o distorti)

6

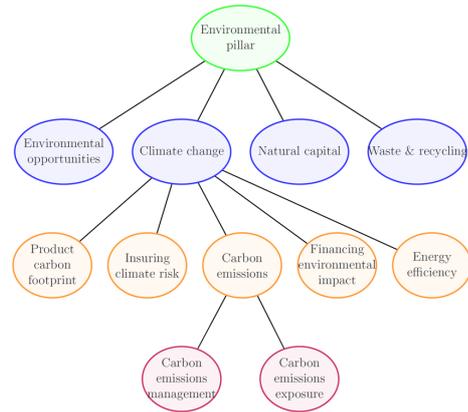
### ESG scoring tree



Dal dato grezzo all'ESG pillar



ESG scoring tree MSCI (2020)



7

### M&A wave delle Agenzie di Rating ESG



La Commissione Europea ne ha censite 59, di cui 30 nell'Unione Europea e 29 al di fuori.

Global Players: Refinitiv, MSCI, Sustainalytics, Bloomberg, Moody's e S&P Global ESG Rank (Berg et al., 2022; Escrig-Olmedo et al., 2019).



8

## Divergenza dei rating



Numerosi studi empirici rilevano una scarsa correlazione tra i rating delle varie agenzie (Berg et al., 2022; Billio et al., 2021; Christensen et al., 2021; Gibson Brandon et al., 2021).

La divergenza non è un problema in sé, dato l'elevato grado di soggettività che caratterizza il processo di attribuzione di un rating che non implica una scarsa qualità nella formulazione di un giudizio (Anselmi e Petrella, 2022).

Diventa un problema se la divergenza indica scarsa affidabilità (EU, 2021):

- A) Questioni metodologiche relative all'aggregazione dei dati (TEG, 2019)
- B) Questioni metodologiche relative all'osservazione e misurazione dei dati (Berg et al., 2022; Chatterej et al., 2016)

Le implicazioni di A) e B) sono che:

1. Se vera A) allora i rating ESG potrebbero divergere a livello aggregato ma convergere a livello di indicatori;
2. Se vera B) allora i rating ESG divergono già sui singoli indicatori e le aggregazioni successive potrebbero addirittura mitigare la divergenza.

## Costruzione del campione



**Agenzie di rating:** Refinitiv, Moody's e Bloomberg, anno **2021**

**Società quotate:** 4885, global market

**1776** società quotate dotate congiuntamente dei tre rating ESG  
di cui 985 quotate in Europa (61 in Italia) e 767 negli Stati Uniti

Per la verifica dell'ipotesi A) o B), si sono esaminati i rating ESG, i pillar E/S/G, gli indicatori e i temi.

Dai pillar E/S sono stati estratti gli **indicatori**:

*Per la E: Emissioni GHG e Waste Management;*

*Per la S: D&I e Community Engagement*

Dal pillar G sono stati esaminati i **temi**:

*Per la G: Audit, Shareholders e Board*

## Correlazione: campione e mercati



La correlazione è in media **bassa**, in linea con gli studi empirici precedenti.

In **Europa** è più elevata che negli USA, probabilmente per la migliore qualità dei dati di partenza derivante da obblighi normativi di rendicontazione a carico degli emittenti.

Variabile	Num. Oss.	MEDIA
ESG	1776	<b>0,4285</b>
E	1776	<b>0,5087</b>
S	1776	<b>0,3819</b>
G	1776	<b>0,2884</b>
<i>Panel A: Europa</i>		
ESG	985	<b>0,4915</b>
E	985	<b>0,5039</b>
S	985	<b>0,4695</b>
G	985	<b>0,3435</b>
<i>Panel B: USA</i>		
ESG	767	<b>0,3517</b>
E	767	<b>0,5581</b>
S	767	<b>0,3591</b>
G	767	<b>0,2784</b>

## Correlazione: pillar E presenta la correlazione più alta



La correlazione sul pillar **ambientale (E)** è più elevata rispetto agli altri due abiti S/G, probabilmente perché caratterizzato da un maggior numero di indicatori quantitativi.

Variabile	Num. Oss.	MEDIA
ESG	1776	<b>0,4285</b>
E	1776	<b>0,5087</b>
S	1776	<b>0,3819</b>
G	1776	<b>0,2884</b>
<i>Panel A: Europa</i>		
ESG	985	<b>0,4915</b>
E	985	<b>0,5039</b>
S	985	<b>0,4695</b>
G	985	<b>0,3435</b>
<i>Panel B: USA</i>		
ESG	767	<b>0,3517</b>
E	767	<b>0,5581</b>
S	767	<b>0,3591</b>
G	767	<b>0,2784</b>

### Correlazione: pillar G presenta la correlazione più bassa

La correlazione sul pillar **governance (G)** è la più bassa, anche con riferimento ai due panel Europa e Stati Uniti.

La presenza di un maggior numero di elementi **sogettivi** nella valutazione di questa componente può spiegare questa divergenza.

Variabile	Num. Oss.	MEDIA
ESG	1776	0,4285
E	1776	0,5087
S	1776	0,3819
G	1776	0,2884
<i>Panel A: Europa</i>		
ESG	985	0,4915
E	985	0,5039
S	985	0,4695
G	985	0,3435
<i>Panel B: USA</i>		
ESG	767	0,3517
E	767	0,5581
S	767	0,3591
G	767	0,2784

### Correlazione: settori industriali

I settori considerati a più alto impatto ambientale presentano correlazioni medie **più elevate**.

In particolare su *Oil&Gas* e *Mining&Metals* la divergenza dei giudizi sembra più contenuta.

Panel A: Oil&Gas	Num. Oss.	MEDIA
ESG	84	0,5917
E	84	0,4029
S	84	0,4293
G	84	0,3638
<i>Panel B: Utilities</i>		
ESG	87	0,3969
E	87	0,3051
S	87	0,1511
G	87	0,0699
<i>Panel C: Mining&amp;Metals</i>		
ESG	50	0,4955
E	50	0,4623
S	50	0,4187
G	50	0,4796

### Correlazione: indicatori E&S meno correlati della media del pillar e del rating



Gli indicatori sono **meno correlati** del pillar di appartenenza e del rating complessivo.

Questo aspetto induce a riflettere sulla **metodologia** usata nelle aggregazioni e misurazioni.

Variabile	Num. Oss.	MEDIA	PILLAR	RATING
Emissioni GHG	1776	0,3897	0,5087	0,4285
D&I	1776	0,2415	0,3819	0,4285
Community Engagement	1776	0,1582	0,3819	0,4285
Waste Management	1776	0,1509	0,5087	0,4285

### Correlazione: temi G



In assenza di indicatori comparabili, l'esame della *governance* è relativa ai **temi**.

*Audit*, *Shareholders* e *Board* presentano correlazioni molto basse e sono meno correlati del rating complessivo.

Variabile	Num. Oss.	MEDIA	PILLAR	RATING
Audit	1776	0,2996	0,2884	0,4285
Shareholders	1776	0,1712	0,2884	0,4285
Board	1776	0,1091	0,2884	0,4285
<i>Panel A: Europa</i>				
Audit	985	0,3844	0,3435	0,4915
Shareholders	985	0,2321	0,3435	0,4915
Board	985	0,0927	0,3435	0,4915
<i>Panel B: Stati Uniti</i>				
Audit	767	0,0613	0,2784	0,3517
Shareholders	767	0,3078	0,2784	0,3517
Board	767	0,0542	0,2784	0,3517

### Analisi del *disagreement*: dimensione, settore e EU mitigano la divergenza

La variabile dipendente è il ***disagreement*** (distanza) tra i giudizi dei singoli provider.

Esso si **attenua** con riferimento ai settori *Oil&Gas*, *Mining*, e *Utilities*.

La **dimensione** e l'area geografica **Europa** sono sistematicamente dei fattori di mitigazione del *disagreement*.

	<i>R-B</i>	<i>R-M</i>	<i>B-M</i>
Oil & Gas	<b>-0,2453***</b>	-0,0168	<b>-0,4286***</b>
Mining & Metals	<b>-0,3804***</b>	-0,0478	<b>-0,3828***</b>
Utilities	-0,09845	<b>-0,0678*</b>	<b>-0,1924**</b>
Dimensione	<b>-0,0425***</b>	<b>-0,0210***</b>	<b>-0,0662***</b>
Europa	<b>-0,1884**</b>	<b>-0,0594*</b>	<b>-0,3408***</b>
Family	0,0614	-0,0118	0,0894
EBITDA	-0,0304	-0,1136*	<b>-0,0351</b>
Leverage	-0,0017	-0,0051	-0,0014
Cash	0,0698	0,1654	0,1680
<i>Num.</i>	<i>661</i>	<i>681</i>	<i>1111</i>
<i>R<sup>2</sup> adattato</i>	<i>0,0848</i>	<i>0,0285</i>	<i>0,0485</i>

### Analisi dei risultati

Dai nostri dati sembra emergere un problema metodologico di «tipo B»:

- In media, la correlazione tra i vari rating prodotti dai provider esaminati è bassa, attestandosi a valori medi di 0,43 sul punteggio ESG complessivo, 0,51 sull'ambiente (E), 0,38 sul sociale (S) e 0,29 sulla governance (G);
- La migliore qualità del dato di partenza riduce la divergenza (EU vs US);
- La correlazione degli indicatori e dei temi considerati è ancora più bassa di quella del pillar e del rating complessivo;
- La divergenza non è solo riferibile alle diverse ponderazioni degli indicatori, ma alle difformità nelle misurazioni degli indicatori e nella selezione degli stessi;
- Questo aspetto emerge con particolare importanza sui pillar più «qualitativi» e in particolare nella Governance.

## Indicazioni di policy



Dai nostri dati sembra emergere un problema metodologico di «tipo B») e ciò implica indicazioni che potremmo suggerire ai diversi attori in gioco:

**Regolatore:** mirare all'aumento della qualità dei dati grezzi e alla trasparenza nei processi di aggregazione, evitando di conferire ai rating (e alle loro componenti) una valenza certificatoria che potrebbe avere effetti distorsivi sul mercato.

**Agenzie di rating ESG:** Può essere quindi utile che le stesse agenzie si dotino di un sistema di autoregolamentazione per definire almeno le principali metriche di valutazione e temperare le divergenze metodologiche;

**Imprese emittenti:** è necessaria una continua interlocuzione con i rating provider ed è opportuno muoversi con cautela nell'uso di questi indicatori, in particolare sui temi di remunerazione, perché possono dar luogo a distorsioni.

**Società di investimento:** il rating ESG da solo non rappresenta uno strumento di selezione degli asset in grado di definire in modo univoco e inequivocabile cosa sia “sostenibile”.