



Università  
di Genova

DIGI DIPARTIMENTO  
DI GIURISPRUDENZA

# Rating ESG: problemi e opzioni regolamentari

**Michele Siri**

Università di Genova | EUSFIL Jean Monnet Centre of Excellence European Union Sustainable Finance and Law  
President | EBA EIOPA ESMA Joint Board of Appeal of the European Supervisory Authorities \*

\* Le opinioni espresse sono strettamente personali e non impegnano le Istituzioni di appartenenza.

FIN-GOV | Centro di ricerche finanziarie sulla corporate governance | DIPARTIMENTO DI SCIENZE DELL'ECONOMIA E DELLA  
GESTIONE AZIENDALE | UNIVERSITA' CATTOLICA DEL SACRO CUORE

Milano 20 Maggio 2024

# Sommario

- Rating ESG: quanto sono "nuovi"?
- Cosa possiamo misurare e cosa no
- Le preoccupazioni legate ai rating ESG
- Sfide normative: stiamo commettendo gli stessi errori?
- Il regolamento europeo sui rating ESG

# Ambito

## Intermediari dell'informazione (o della reputazione) nel mondo ESG

- **Rating ESG:** *non sono "rating del credito" ai sensi della normativa UE (Reg. 1060/2009; ma proposta della Commissione)*

# Il contesto

Gli intermediari dell'informazione sono necessari per affrontare i fallimenti del mercato, ma sono a loro volta soggetti ai loro stessi fallimenti.



## Outside-in

- Alcune questioni metodologiche specifiche (ad esempio, problemi distinti di "garbage in, garbage out")

## Inside-out

- Prospettiva ESG "pura" - nuovo approccio (specifico per l'UE, rispetto agli USA)

***"Le cose più importanti non si possono misurare"***  
**Edward Deming**

*confrontare*

**"Le cose più importanti non si possono ~~misurare~~"**

**Edward Deming**

*confrontare*

**"Le cose più importanti non si possono ~~misurare~~"**

**Edward Deming**



**Quante tonnellate di CO<sub>2</sub> scambiereste per una riduzione di una unità del lavoro minorile?**

# Rating ESG: le problematiche

- Metodologie inevitabilmente intrise di valutazioni **discrezionali**
  - Peso soggettivo degli indicatori; approccio costante o dinamico
  - Gli investitori sembrano non capire cosa viene misurato (**rischio** vs **impatto**)
- Rapporto con gli **emittenti** e struttura **del mercato**
  - **Informazioni** pubbliche e private; **condivisione di** risultati preliminari
  - Fornitura congiunta di **servizi di consulenza** su tematiche ESG
- **Struttura del mercato**
  - Sempre più **concentrato**
  - **Economie** di scopo e problemi di **reputazione**

# Rating ESG: le sfide regolatorie

- Una letteratura diffusa evidenzia un **basso livello di correlazione** tra i rating ESG
  - misurare cose **diverse**;
  - utilizzando metodologie **diverse**;
  - ma anche la **diversa** robustezza della metodologia e/o la qualità dei dati.
- Evitare gli incentivi **normativi**
  - **SFDR** (per gli operatori di mercato che vendono e fanno consulenza): rischio di sostenibilità (**outside-in**) e indicatori di impatti negativi sui fattori ESG (**inside-out**) non fanno mai riferimento ai rating
  - **Normativa sui benchmark**: riferimenti ai rating ESG nelle metodologie degli indici contrassegnati come "volontari".

# Rating ESG: un faro nel buio?

Tuttavia, rimane la necessità di **semplificare** la complessità:

- Mancanza di **competenze** lungo le catene di investimento
- Economie di **scala** nella valutazione ESG
- **Mancanza** di alternative altrettanto accessibili
- *Non necessariamente irrazionale*: può facilitare l'offerta di prodotti finanziari "verdi" senza necessariamente portare al *greenwashing*



# Ancora una volta un'eccessiva dipendenza?

- La prassi di mercato mostra una **crescente dipendenza** dai rating ESG
  - Ricorso a più rating ESG: misurazione di cose diverse o mancanza di fiducia? Apparentemente **entrambe le cose**
  - Tuttavia, gli investitori stanno progressivamente riducendo l'affidamento e sviluppando strumenti di valutazione **proprietary**
- La regolamentazione può paradossalmente **rinvigorire l'eccessiva dipendenza?**
  - **Si sa** ancora **poco** sulle metriche ESG ottimali e sul loro impatto
  - Il regime di **autorizzazione** può creare un'impressione (errata) di accuratezza che va oltre l'effettiva affidabilità.

# Rating ESG e fallimenti del mercato

- **Informazioni asimmetriche** esacerbate
  - Il ruolo degli “info-mediari” rivela un difficile accesso alle informazioni
- **Rischio aggravato di fallimenti normativi**
  - I meccanismi di mercato non offrono sistemi correttivi (ad esempio, mancanza di alternative ai rating ESG, rispetto alle CRA)

# Il regolamento UE

- **Punti chiave:**
  - Regime di **autorizzazione** per i rating ESG
  - **Valutazione dell'impatto** ESG e dei rischi ESG
  - **Metodologia:**
    - Rigorosa, sistematica e oggettiva
    - Criteri di alto livello resi noti (compresa la **ponderazione** di E, S, G o altri); maggiori dettagli agli emittenti ed alle *entità valutate*
  - Qualità e affidabilità sufficienti dei **dati di input**
  - Regime sul **conflitto di interessi** (divieto di fornitura congiunta di servizi critici)





Università  
di Genova

DIGI DIPARTIMENTO  
DI GIURISPRUDENZA



#### **MICHELE SIRI**

**Il regolamento europeo sulla trasparenza e l'integrità delle attività di rating ambientali, sociali e di governance (ESG)**

*in corso di pubblicazione nei Quaderni di Giurisprudenza commerciale, atti del convegno CNDPS 2023 a cura di P. Montalenti e M. Notari*

#### **MATTEO GARGANTINI - MICHELE SIRI**

**Informazione derivata e sostenibilità: la regolazione dei rating e dei benchmark ESG nell'Unione Europea**

*In Rivista delle Società 2023, n.4, p. 637 ss.*

**E-mail: [michele.siri@unige.it](mailto:michele.siri@unige.it) | EUSFIL: [www.esufil.eu](http://www.esufil.eu) | Web page: <https://rubrica.unige.it/personale/VUZDXVlo>**