I rating ESG: amarli o odiarli?

*di Francesco Perrini, Anna Iantosca**

È ormai acclarato come la comunità imprenditoriale globale non si limiti più ad affrontare solo le sfide legate alla sfera finanziaria ed economica, ma superi questi confini includendo sempre di più le problematiche ambientali, sociali e di governance.

Negli ultimi anni, il Global risks report, pubblicato dal World Economic Forum, ha messo in evidenza la crescente predominanza dei rischi di natura ambientale sulle attività economiche a livello mondiale **(1)**; rischi che, accanto a quelli sociali, la comunità imprenditoriale internazionale ha percepito in modo sempre più chiaro.

Le imprese si trovano dunque ad affrontare, oltre ai tradizionali rischi economici e finanziari, anche quelli ambientali, sociali e di governance (Environmental, Social and Governance-ESG), e devono dunque essere consapevoli del potenziale impatto che le problematiche ESG possono e potranno avere sulla loro capacità di continuare a generare valore. Tra le nuove sfide che dovranno affrontare si possono ricordare: carenza energetica a livello globale, disastri naturali e condizioni meteorologiche estreme, epidemie virali.

In tale scenario, la comunità economica globale è costretta a tenere in considerazione i rischi ESG nella gestione delle proprie attività, e le aziende sono sempre più valutate in merito alla loro capacità di analizzare e gestire tale rischi, mitigandone gli effetti negativi. La crescente attenzione della comunità finanziaria per le prestazioni di sostenibilità delle imprese dimostra la rilevanza che questo tema ha acquisito in questi anni. L'impegno di diversi fondi di investimento (per esempio BlackRock e UBS) di integrare le proprie strategie di investimento con i dati ESG è una chiara prova del cambiamento del profilo dei rischi. Inoltre, la crescita degli investimenti socialmente responsabili (SRI), che all'inizio del 2018 ammontavano a 30,7 trilioni di dollari nel mondo, dimostra la trasformazione che sta vivendo l'economia globale.



LE AGENZIE DI RATING ESG

In un contesto nel quale l'interesse degli investitori per gli investimenti socialmente responsabili sta crescendo, e a cui si accompagna la volontà di evitare società ritenute irresponsabili e percepite come più rischiose, le agenzie di rating ESG sono emerse con la funzione di individuare e selezionare le imprese più in linea con le nuove aspettative dei mercati. Compito di tali agenzie è quello di fornire dati, sia alle imprese sia agli investitori, sui quali basare decisioni strategiche tenendo conto di fattori etici e di sostenibilità **(2)**. Attraverso l'analisi delle prestazioni aziendali di sostenibilità, viene valutato il rischio ESG di un'impresa, rappresentato da un punteggio finale complessivo. In sostanza, un'azienda che non tiene conto dei parametri ESG nella gestione delle proprie attività è percepita

* ***Francesco Perrini*** *è SDA Professor di Finanza Aziendale e Immobiliare e Direttore del Sustainability Lab di SDA Bocconi School of Management; Professore ordinario di Economia e gestione delle imprese nel Dipartimento di Management and Technology presso l'Università Bocconi dove è Presidente del Sustainability Committee.* ***Anna Iantosca*** *è Sustainability Analyst presso Deloitte Italia.*

© Egea SpA - TUTTI I DIRITTI SONO RISERVATI

DOI: 10.1485/1120-5032-202101-4

come più rischiosa e conseguentemente le viene assegnato un punteggio ESG basso. I rating ESG diventano strumenti fondamentali per quantificare i rischi ESG delle imprese al fine di orientare sia gli investitori verso investimenti più sicuri e sostenibili, sia le aziende verso attività stabili e più sostenibili.

Tuttavia, l'affidabilità di questi rating è stata recentemente messa in discussione varie volte. Alcuni studi hanno sottolineato risultati discordanti tra rating ESG emessi da diverse agenzie. Secondo la principale letteratura, i rating ESG divergono notevolmente **(3)**, insinuando il dubbio che questi punteggi non rappresentino accuratamente le prestazioni ESG delle imprese. Può infatti succedere che un'impresa venga valutata con punteggi significamene diversi. Per esempio, nel 2019, come riportato dal Financial Times, Tesla ha ricevuto rating ESG differenti: FTSE le ha assegnato un punteggio valutativo molto basso, confinandola nell'ultimo posto della classifica ESG automobilistica globale, MSCI le ha assegnato il miglior punteggio mentre nel ranking di Sustainalytics Tesla è stata collocata al centro.

UNA «CONFUSIONE AGGREGATA»

La divergenza dei rating ESG mette in discussione la capacità di questi strumenti di rappresentare adeguatamente le performance aziendali di sostenibilità, generando confusione tra gli investitori, i manager e gli altri stakeholder. In effetti, secondo Berg, Koelbel e Rigobon i dati che le agenzie di rating ESG forniscono sono «confusione aggregata» **(4)**. Di conseguenza, gli investitori potrebbero trovarsi a investire in imprese che non sono realmente sostenibili e non meritevoli di sostegno finanziario **(5)**. Inoltre, gli investitori che integrano i dati ESG nella loro strategia di investimento, al fine di gestire e ridurre i rischi ESG, potrebbero essere invece ancora esposti a tali rischi.

Le imprese stesse sono negativamente condizionate dalla divergenza dei rating ESG. Se è vero che queste prestano molta attenzione alle valutazioni che ricevono, perché permette loro di diminuire l'asimmetria informativa con i propri stakeholder, tuttavia la divergenza dei rating ESG frustra le aziende e la loro volontà di cambiamento, poiché ricevono da valutatori diversi segnali contrastanti su quali azioni dovrebbero intraprendere per migliorare le proprie prestazioni ESG **(6)**. In questa situazione, i manager risultano confusi su dove collocare le proprie risorse in termini di investimento per migliorare il profilo di sostenibilità della propria impresa accrescendo in tal modo la credibilità presso gli investitori **(7)**. Infine, tale divergenza può svuotare i dati ESG di credibilità e di valore, limitandone la diffusione e lo sviluppo.

Negli ultimi anni, il fenomeno ESG è passato dai margini al centro del processo decisionale aziendale. Come precedentemente riportato, può essere molto complicato valutare le prestazioni ESG delle imprese a causa della difficoltà di accesso ai dati o della mancanza di competenze necessarie per analizzare le informazioni ESG aziendali rilevanti. In questo scenario, le agenzie di rating cercano di rendere le prestazioni ESG delle aziende più trasparenti attraverso la divulgazione dei risultati delle loro valutazioni. Tuttavia, l'ambiguità che circonda i rating ESG costituisce un ostacolo a un processo decisionale di sostegno allo sviluppo di un'economia socialmente giusta, inclusiva e sostenibile. Nella loro forma attuale, i rating ESG non sono in grado di guidare né gli investitori verso un modo più sostenibile di investire né le imprese verso un modo più sostenibile di operare.

SCOPE DIVERGENCE, MEASUREMENT DIVERGENCE E WEIGHT DIVERGENCE

La tematica della divergenza dei rating ESG ha attirato l'interesse anche del mondo accademico, generando una letteratura piuttosto ampia di approfondimento e di indagine. Nell'agosto 2019, la Management Sloan School-MIT ha pubblicato i risultati di un'interessante ricerca: «Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings» **(8)**. Tali risultati hanno dimostrato la divergenza tra i rating ESG di cinque note agenzie di rating analizzandone le diverse metodologie di valutazione adottate. In particolare, è emerso che questi rating sono correlati tra loro intorno allo 0,61, mentre i rating creditizi elaborati da Moody e da Standard & Poor's sono correlati allo 0,994, dove una correlazione pari a 1 corrisponde al 100 per cento di coincidenza. Inoltre, la ricerca individua tre principali cause della divergenza (scope divergence, measurement divergence e weight divergence) e ne analizza il singolo impatto sulla divergenza stessa.

In particolare, la scope divergence si riferisce alla selezione di diversi aspetti materiali che rappresentano le prestazioni ESG aziendali; la measurement divergence si riferisce alla selezione di diversi indicatori per misurare lo stesso aspetto; la weight divergence si riferisce all'assegnazione di un livello diverso di importanza (peso) nel calcolo del punteggio ESG aggregato finale. L'analisi rivela che il 53 per cento della divergenza complessiva è mediamente dovuto alla measurement divergence; il 44 per cento è mediamente dovuto alla scope divergence; il 3 per cento alla weight divergence. Pertanto, le agenzie di rating differiscono sia sulla definizione di ESG, quindi sull'insieme di attributi selezionati per valutare le prestazioni ESG aziendali, sia su come misurare tali attributi. Inoltre, l'analisi documenta un effetto rater che consiste nell'interferenza di giudizi soggettivi delle società di rating nell'elaborazione delle valutazioni.

I risultati di tale ricerca ribadiscono nuovamente che i rating ESG nella loro forma attuale non riflettono adeguatamente le prestazioni ESG delle imprese. Inoltre, poiché le agenzie di rating valutano le imprese basandosi principalmente su dati pubblici divulgati dalle imprese stesse, le valutazioni finali potrebbero non es-

© Egea SpA - TUTTI I DIRITTI SONO RISERVATI

sere accurate, ma manipolate all'origine. Infatti, nella maggior parte dei casi le aziende non sono soggette ad alcuna norma restrittiva relativa a quali dati ESG divulgare e a quali criteri utilizzare per valutare la propria performance di sostenibilità. Quindi le imprese possono decidere strategicamente come essere percepite esternamente, manipolando i dati e divulgando solo le informazioni positive. Pertanto, è necessario valutare le prestazioni ESG delle imprese attraverso l'analisi di fonti sia interne sia esterne.

LE CONTROVERSIE ESG

L'analisi condotta da Aouadi e Marsat introduce le controversie ESG come misura delle prestazioni di sostenibilità aziendali **(9)**. La ricerca suggerisce che le controversie ESG possano rappresentare una misura del valore reale dell'azienda in termini di sostenibilità e quindi riflettere più fedelmente le prestazioni ESG aziendali. Le controversie ESG consistono nell'insieme delle notizie diffuse dai media sugli aspetti ambientali, sociali e di governance delle aziende, e che catturano l'attenzione degli investitori, sollevando dubbi sulla performance futura delle società. A differenza delle pubblicità, pagate direttamente dalle aziende, le controversie ESG non sono controllate da quest'ultime poiché vengono divulgate dai media **(10)**. Per questo motivo, le controversie ESG in cui le aziende sono coinvolte possono rappresentare un elemento di giudizio obiettivo sulle loro prestazioni ESG. Infine, la letteratura concorda nel dire che la componente soggettiva nella valutazione delle prestazioni ESG delle imprese abbia un peso eccessivamente rilevante. I valutatori ESG sviluppano e adottano proprie metodologie che divergono drammaticamente le une dalle altre. Un'impresa con un punteggio ESG elevato può essere considerata sostenibile, ma solo per un particolare valutatore **(11)**.

UNO STANDARD UNICO DI RENDICONTAZIONE ESG

Al fine di ridurre la divergenza e migliorare la qualità dei rating ESG, la prima soluzione individuata è lo sviluppo di uno standard di reporting condiviso e diffuso a livello mondiale. Questo standard dovrebbe essere applicato al fine di garantire la comparabilità dei dati e di guidare le aziende nella rendicontazione delle prestazioni ESG. In particolare, tale standard di rendicontazione dovrebbe proporre un approccio comune alla misurazione di ogni aspetto ESG, definendo un indicatore o un gruppo di indicatori specifici. Inoltre, le agenzie di rating ESG dovrebbero misurare le prestazioni ESG aziendali secondo questo standard, valutando gli stessi aspetti richiesti e impiegando gli stessi metodi e indicatori di valutazione. La divulgazione di dati ESG di alta qualità e comparabilità rappresenterebbe un valido aiuto al lavoro delle agenzie di rating e supporterebbe la convergenza dei rating.

Tuttavia, sono stati sollevati alcuni dubbi in merito allo sviluppo di uno standard di rendicontazione di validità mondiale. I dati ESG implicano dati qualitativi, diverse unità di misura, analisi delle politiche aziendali interne e dei sistemi di governance, valutazione della conformità aziendale ai principi e ai trattati internazionali. Pertanto, la standardizzazione e la comparabilità di tali dati possono essere molto complicate, e non necessariamente la soluzione più auspicabile in questo settore. Il processo di valutazione comporta l'analisi di aspetti qualitativi molto soggettivi poiché legati a valori etici e difficilmente rappresentabili in modo oggettivo. Probabilmente, limitare la soggettività e imporre un metodo standard di valutazione degli aspetti qualitativi potrebbe risultare impoverente. Per questo motivo, quando la standardizzazione non è possibile al 100 per cento, la trasparenza nel processo di valutazione delle prestazioni ESG è fondamentale.

UNA MAGGIORE TRASPARENZA DELLE AGENZIE DI RATING ESG

La seconda possibile soluzione è proprio l'aumento della trasparenza sulle metodologie utilizzate dalle agenzie di rating ESG. Tuttavia, ci sono posizioni contrastanti anche su questa soluzione.

Da una parte, è possibile notare come una maggiore trasparenza delle metodologie adottate non è una valida soluzione per superare la divergenza dei rating ESG. E questo per due motivi principali. Il primo motivo riguarda l'unicità delle metodologie delle agenzie di rating, le quali non sono disposte a metterla in discussione e a rinunciarvi, rappresentando il proprio vantaggio competitivo. Il secondo motivo riguarda il fatto che se le agenzie di rating rivelassero nel dettaglio i loro criteri valutativi le aziende orienterebbero i loro sforzi per meglio soddisfare tali criteri. In altre parole, le aziende si concentrerebbero solo su ciò che darebbe loro la possibilità di ottenere punteggi ESG più elevati.

D'altra parte, la trasparenza è fondamentale e necessaria per il miglioramento del settore dei rating ESG. Innanzitutto, una maggiore trasparenza aumenta la credibilità. Se le aziende e gli investitori fossero al corrente delle metodologie adottate avrebbero la possibilità di apprezzare meglio il lavoro svolto dalle società di rating ESG. In secondo luogo, una maggiore trasparenza guiderebbe le decisioni degli investitori in modo più consapevole.

Poiché la definizione di ESG è molto ampia, le agenzie di rating potrebbero valutare diversi aspetti delle prestazioni ESG attribuendo più importanza ad alcuni rispetto ad altri. Inoltre, gli investitori avrebbero la possibilità di scegliere più consapevolmente in quali imprese investire se conoscessero le metodologie adottate dalle società di rating ESG. Al contempo, potrebbero preferire le valutazioni ESG di un valutatore in

© Egea SpA - TUTTI I DIRITTI SONO RISERVATI

particolare in quanto attribuisce più importanza ad aspetti delle prestazioni ESG percepiti più rilevanti per loro stessi.

Una maggiore trasparenza spingerebbe le aziende a migliorare le loro prestazioni ESG. Dopo aver appreso come le agenzie di rating valutano le prestazioni ESG aziendali, potrebbero indirizzare le loro azioni per ottenere punteggi più alti e quindi migliorare di fatto le loro prestazioni sostenibili. In questo modo, i rating ESG realizzerebbero il loro vero potenziale, influenzando e incoraggiando il modo in cui le imprese operano al fine di sostenere una crescita economica più sostenibile.

Infine, la trasparenza potrebbe aumentare la convergenza dei rating ESG. Attraverso l'indistinta divulgazione delle metodologie adottate, le agenzie di rating avrebbero la possibilità di analizzare tutte le metodologie di valutazione presenti sul mercato, eventualmente modificando e aggiornando le proprie. Tale processo condurrebbe a una convergenza metodologica e quindi a una convergenza dei rating.

Anche se nella loro forma attuale i rating ESG non sono in grado di riflettere accuratamente le prestazioni ESG aziendali, è importante continuare a investire nel loro miglioramento in quanto hanno un grande potenziale nel guidare il processo decisionale strategico, specialmente in una società, come quella attuale, che necessita di un modo alternativo di crescita. È dunque fondamentale sviluppare metodologie sempre più approfondite per valutare le prestazioni ESG delle imprese.

In conclusione, non esiste una risposta giusta alla domanda se i rating ESG debbano essere amati o odiati. Il settore dei rating ESG richiede tempo per svilupparsi e migliorare. Ci sono voluti anni per standardizzare le informazioni finanziarie, e anche i dati ESG probabilmente avranno bisogno di altrettanto tempo (ma speriamo qualcuno in meno).

---

(1) *«The Global Risks Report 2019: 14th Edition»*, *World Economic Forum*, *2019*.
(2) *S. Pogutz*, *R. Sardà*, Corporate Sustainability in the 21st Century, *Oxon*, *Routledge*, *2019*.
(3) *A tal riguardo si vedano A.K. Chatterji*, *R. Durand*, *D.I Levine*, *S. Touboul*, *«Do ratings of firms converge? Implications for managers, investors and strategy researchers»*, Strategic Management Journal, *37(8)*, *2016*, *pp. 1597-1614*; *N. Semenova*, *L.G. Hassel*, *«On the validity of environmental performance metrics»*, Journal of Business Ethics, *132(2)*, *2015*, *pp. 249-258*; *G. Dorfleitner*, *G. Halbritter*, *M. Nguyen*, *«Measuring the level and risk of corporate responsibility. An empirical comparison of different ESG rating approaches»*, Journal of Asset Management, *16(7)*, *pp. 450-466*; *M. Delmas*, *V.D. Blass*, *«Measuring corporate environmental performance: The trade-offs of sustainability ratings»*, Business Strategy and the Environment, *19(4)*, *2010*, *pp. 245-260*.
(4) *F. Berg*, *J.F. Koelbel*, *R. Rigobon*, *«Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings»*, *working paper*, *MIT Sloan School of Management*, *2019*.
(5) *M. Antoncic*, *«Why sustainability? Because risk evolves and risk management should too»*, Journal of Risk Management in Financial Institutions, *12(3)*, *2019*, *pp. 206-216*.
(6) *Berg*, *Koelbel*, *Rigobon*, op. cit
(7) *Delmas*, *Blass*, op. cit.
(8) *Berg*, *Koelbel*, *Rigobon*, op. cit.
(9) *A. Aouadi*, *S. Marsar*, *«Do ESG controversies matter for firm value? Evidence from international data»*, Journal of Business Ethics, *151*, *2016*, *pp. 1027-1047*.
(10) Ibidem.
(11) *M.J. LaBella*, *L. Sullivan*, *J. Russell*, *D. Novikov*, *«The devil is in the details: The divergence in ESG data and implications for sustainable investing»*, *white paper*, *QS Investors*, *2019*.

IN SINTESI

- In un contesto di crescente interesse degli investitori per le imprese più attente ai rischi sociali e ambientali delle proprie attività, sono emerse agenzie di rating ESG con la funzione di individuare e selezionare quelle società più in linea con le nuove aspettative dei mercati.
- La divergenza dei rating ESG mette in discussione la capacità di questi strumenti di rappresentare adeguatamente le performance aziendali di sostenibilità, generando confusione tra gli investitori, i manager e gli altri stakeholder.
- Le controversie ESG, cioè quell'insieme di notizie diffuse dai media su aspetti ambientali, sociali e di governance delle aziende, potrebbero rappresentare una misura del valore reale dell'azienda in termini di sostenibilità e quindi riflettere più fedelmente le prestazioni ESG aziendali.
- Una maggior trasparenza sulle metodologie utilizzate dalle agenzie di rating ESG garantirebbe maggior credibilità delle agenzie stesse, guiderebbe le decisioni degli investitori in modo più consapevole, e spingerebbe a convergere verso un unico rating condiviso.

© Egea SpA - TUTTI I DIRITTI SONO RISERVATI