



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea
Magistrale (LM)
in
Amministrazione,
Finanza e
Controllo

Tesi di Laurea

Rating ESG e performance aziendali

Relatrice

Ch. Prof.ssa Gloria Gardenal

Correlatore

Ch. Prof. Simone Mazzonetto

Laureando

Callegari Carlo

Matricola 873272

Anno Accademico

2022 / 2023

Indice.

Introduzione	4
CAPITOLO 1. I rating ESG e le normative europee.	
1.1. L'ascesa della sostenibilità	7
1.2. I rating ESG	10
1.3. Le normative UE	24
CAPITOLO 2. La relazione con la performance.	
2.1. Sostenibilità e performance: dagli anni '70 ad oggi	40
2.2. Reporting e performance	46
2.3. Rating ESG e performance	62
CAPITOLO 3. Analisi empirica.	
3.1. Introduzione	90
3.2. Letteratura di riferimento	91
3.3. Ipotesi di ricerca	96
3.4. Campione	96
3.5. Database di riferimento per la raccolta dei dati	97
3.6. Variabili	98
3.6.1. I rating ESG	98
3.6.2. Le misure di performance finanziaria	99
3.6.3. Le variabili di controllo	102
3.7. Analisi empirica	103
3.7.1. Analisi descrittiva	103
3.7.2. Analisi di correlazione	106
3.7.3. Analisi statistico-econometrica	109
3.7.3.1. Relazione tra i rating ESG e le misure di performance	109
3.7.3.2. Relazione tra i rating ESG e le misure di rischio	115
3.8. Conclusioni dell'analisi empirica	122
Conclusione	126
Ringraziamenti	129
Bibliografia	130
Sitografia	134

Introduzione.

Negli anni '90 l'economista britannico John Elkington introdusse per la prima volta il concetto di "Triple Bottom Line", un modello di gestione aziendale noto anche come il sistema delle 3 P: "*people, planet, profits*", ovvero "persone, pianeta e profitti". Secondo l'economista le imprese non dovrebbero concentrarsi solamente sull'ultima P, quella dei profitti, ma dedicare uguale attenzione e importanza anche alle altre due. L'impresa deve infatti creare valore per i propri shareholders, ovvero i proprietari, remunerandoli attraverso una crescita economica costante e duratura; allo stesso tempo però deve impattare positivamente sulla società, facendo attenzione alle condizioni di lavoro dei propri dipendenti, alla diversità e all'inclusione, e sull'ambiente, efficientando l'utilizzo delle risorse naturali e le emissioni di gas serra.

Il sistema di gestione aziendale elaborato da John Elkington riprende per certi versi la cosiddetta "stakeholders theory", concepita da Edward Freeman negli anni '80. La teoria degli stakeholder afferma che ogni impresa ha una serie di portatori di interessi che non comprende solamente i proprietari ma bensì è molto più ampia. Tali portatori di interessi (o stakeholders) sono tutti quegli individui/entità con cui l'impresa ha una relazione; tra questi vengono compresi i lavoratori, i clienti, i fornitori, gli investitori e le banche, ma anche la comunità di cui fa parte e i suoi membri, le istituzioni, la società e l'ambiente in cui opera. Gli stakeholder si relazionano con l'impresa e partecipano insieme ad essa, chi più o meno attivamente, al processo di creazione di valore apportando risorse quali competenze, forza lavoro e infrastrutture (si pensi ad esempio alle università vicine a un'impresa che formano i laureati il cui profilo è richiesto dall'impresa stessa). Per questo motivo, secondo la stakeholder theory, l'impresa non dovrebbe creare valore solamente per i proprietari, i quali apportano il capitale di rischio, ma anche per gli altri portatori di interessi che apportano risorse in maniera diretta o indiretta all'impresa. L'impresa, dunque, parallelamente a remunerare i proprietari, dovrebbe porre attenzione agli interessi degli altri stakeholders; Elkington, con la sua *triple bottom line*, sostiene un concetto simile, dipingendo un sistema di gestione dell'impresa in cui generare profitti è solo una delle tre basi fondamentali, accompagnata dalla valorizzazione dell'ambiente e del contesto sociale in cui l'impresa opera e che permettono ad essa di generare profitti.

Negli ultimi anni la preoccupazione crescente riguardo al riscaldamento globale e le battaglie per i diritti civili e dei lavoratori, nonché per l'inclusione delle minoranze e la

valorizzazione delle diversità hanno creato l'esigenza di un nuovo modello per misurare la sostenibilità. Dalle 3 P sono derivati i fattori ESG, i fattori ambientali (environmental), sociali (social) e di gestione aziendale (governance). Questi, negli ultimi anni, ancor di più delle 3 P, sono stati utilizzati per valutare la sostenibilità di un'impresa o di un investimento. Questi ultimi infatti vengono sottoposti a un'analisi per decretarne la sostenibilità dal punto di vista ambientale, sociale e di gestione aziendale che si conclude con l'emissione di un giudizio, il rating ESG. Nel corso della tesi verranno approfondite le modalità di valutazione e la composizione dei rating ESG, dunque non mi soffermerò su questo. Ciò che invece desidero introdurre in queste prime righe sono le ragioni per cui considerare i fattori ESG al momento della scelta di un investimento o della messa in opera di una certa pratica aziendale è estremamente importante.

Oltre che per il mero senso etico molti studiosi, nonché molti manager, imprenditori e investitori ritengono che le imprese che operano seguendo i fattori ESG possano incrementare il proprio valore aziendale. Le ricerche, che verranno approfondite nei capitoli successivi, sembrano infatti indicare che le società con rating ESG maggiori ottengano una serie di benefici che impattano sulla performance economico finanziaria. In breve, tra quelli che sono emersi dallo studio di una letteratura relativamente recente e in rapida evoluzione, i principali sono:

- l'incremento della reputazione aziendale. Dare importanza ai temi ESG nelle proprie attività conferisce all'impresa lo status di organizzazione attenta alla sostenibilità, il che oltre ad attrarre nuovi investitori e clienti contribuisce a fidelizzare quelli già esistenti;
- la riduzione dei costi. Le scelte di investimento sostenibili, volte a ridurre l'uso delle risorse e dei consumi, causano un efficientamento lungo la catena di approvvigionamento che permette all'impresa di ridurre i costi per la realizzazione dei propri prodotti e servizi;
- la riduzione dei rischi. Come verrà ampiamente trattato in seguito, le imprese che subiscono incidenti ESG, ovvero quegli incidenti legati ai temi ambientali, sociali e di gestione aziendale che provocano scandali e danni alla reputazione, subiscono costi elevati per le sanzioni e ingenti perdite nel rendimento. Le imprese con alti rating ESG sono più virtuose e hanno dunque meno probabilità di incappare in questi incidenti. Oltre ad evitare costi e danni reputazionali ciò si concretizza anche in un minor costo del debito dovuto dalla minore esposizione ai rischi ESG;

- rendimenti più alti. L'efficientamento nella produzione che causa una riduzione nei costi e la maggiore domanda dei consumatori che sostiene un incremento dei prezzi, uniti al capitale dei nuovi investitori e a un costo del debito inferiore, portano l'impresa a realizzare margini operativi più alti. Non solo, quando gli investitori apprendono notizie sulle attività sostenibili dell'impresa si attendono tale incremento del rendimento causando una crescita del titolo azionario, nonché un minor costo del capitale per l'impresa.

Nonostante la maggior parte degli studi in letteratura documenti effetti positivi dei rating ESG sulle performance finanziarie delle imprese, il tema è ancora relativamente recente e ha raggiunto la popolarità che gli viene attribuita oggi solamente negli ultimi anni. Per questo motivo per svolgere un'analisi più corretta e oggettiva possibile è necessario considerare che alcuni paper hanno documentato negli anni un effetto negativo dei rating ESG sulla performance finanziaria.

Tenendo questo a mente, questo elaborato propone di dare una visione generale sul mondo dei rating ESG, sulla loro importanza ma anche sui dubbi che tutt'oggi sollevano, sugli interventi normativi realizzati ad hoc e su quelli che dovranno essere realizzati in futuro. In seguito verrà indagata, attraverso lo studio della principale letteratura a riguardo, la relazione tra sostenibilità (espressa in particolare attraverso i rating ESG) e performance finanziaria. Sulla scia degli studi degli ultimi anni verrà poi svolta un'analisi empirica sui dati delle imprese appartenenti all'indice Eurostoxx 50, contenente le 50 imprese europee più grandi per capitalizzazione, ai fini di confermare o confutare le ipotesi e le conclusioni emerse dalla letteratura riguardo alla relazione tra rating ESG e performance finanziaria.

CAPITOLO 1.

I rating ESG e le normative europee.

1.1. L'ascesa della sostenibilità.

La pandemia da Covid 19 ha stravolto le nostre vite, ha mutato la nostra società e cambiato le nostre scelte e abitudini; consumatori, imprenditori e investitori hanno appreso che la sostenibilità (intesa in senso finanziario come la capacità di creare ricchezza senza compromettere le generazioni future) non è più un qualcosa di opzionale. Sebbene infatti negli ultimi anni stesse già nascendo una coscienza di massa riguardante i rischi per il pianeta e per la società che i cambiamenti climatici avrebbero potuto portare, che ha spinto anche i regolatori a non rimanere indifferenti, è dall'avvento della pandemia che molti hanno iniziato a rivedere le proprie abitudini e i propri comportamenti. Da un'indagine statistica di McKinsey¹ condotta negli Stati Uniti risulta che il Covid ha accresciuto l'attenzione dei consumatori verso l'impatto ambientale dei prodotti che acquistano; in base al tipo di prodotto e al settore a cui appartiene tra il 60% e il 70% dei consumatori è disposto a pagare di più per un prodotto sostenibile. Le cause preponderanti sono la preoccupazione per l'inquinamento dell'acqua, il riverso di rifiuti in mare e i cambiamenti climatici. Un similare studio di Deloitte² nel Regno Unito rivela che nel 2022 i consumatori sono diventati più consapevoli negli acquisti; rispetto al 2021 coloro che affermano di comprare solo l'abbigliamento realmente necessario sono in aumento del 20%, coloro che hanno optato per mezzi di trasporto a minor impatto di CO2 crescono dell'11%, quelli che hanno ridotto il consumo di carne del 9%. In generale al momento dell'acquisto i consumatori si dicono più attenti riguardo alla sostenibilità della manifattura del prodotto, in particolare ai materiali utilizzati per il packaging, agli scarti generati durante la produzione, all'impatto ambientale, al rispetto dell'etica e dei diritti umani. Di riflesso le scelte nei comportamenti del consumatore si manifestano anche nelle scelte di investimento. Nel corso degli ultimi anni, infatti, l'attenzione alla sostenibilità si è resa di

¹ <https://www.mckinsey.com/industries/paper-forest-products-and-packaging/our-insights/sustainability-in-packaging-inside-the-minds-of-us-consumers>

² <https://www2.deloitte.com/uk/en/pages/consumer-business/articles/sustainable-consumer.html>

fondamentale importanza anche nella finanza. Gli investimenti sostenibili, che cioè valutano fattori ambientali, sociali e di governance senza soffermarsi esclusivamente a quelli finanziari, sono diventati via via più popolari; gli investimenti in *ESG mandated assets*, ovvero quegli assets in cui i temi ambientali, sociali e di corretta gestione aziendale sono preponderanti nel determinare le scelte di investimento, sono in un trend di crescita costante e non danno segni di rallentamento dai primi anni 2000. Secondo i dati dell'International Institute for Sustainable Development³ nel 2019, gli investimenti globali a tema sostenibilità contavano circa 31 mila miliardi di dollari, un aumento del 34% in 3 anni e del 68% in 5 anni. Le previsioni per i prossimi anni non prevedono uno stop, anzi, il Financial Times⁴ stima che per il 2036 gli assets sostenibili toccheranno quota 160 mila miliardi di dollari, il che vorrà dire che quasi la totalità dei fondi gestiti dalle istituzioni finanziarie del mondo saranno investiti a tema sociale, ambientale e di governance. Sulla stessa linea, anche se con dati previsionali più contenuti, è uno studio di Bloomberg⁵. Secondo il media statunitense specializzato in finanza i fondi sostenibili hanno superato i 35 mila miliardi di dollari nel 2020 e ipotizzando un tasso di crescita del 15% afferma che il totale raggiungerà e supererà i 50 mila miliardi nel 2025 coprendo più di un terzo del totale degli investimenti gestiti al mondo. Un'analisi di Deloitte⁶ afferma invece che gli investimenti ESG potrebbero raggiungere la metà del totale degli investimenti globali già nel 2024.

³ <https://www.greenfinanceplatform.org/sites/default/files/downloads/resource/sustainable-investing.pdf>

⁴ <https://www.ft.com/content/8d65431c-de0c-11e9-b112-9624ec9edc59>

⁵ <https://www.bloomberg.com/professional/blog/esg-assets-may-hit-53-trillion-by-2025-a-third-of-global-aum/>

⁶ <https://www2.deloitte.com/us/en/insights/industry/financial-services/esg-investing-and-sustainability.html>

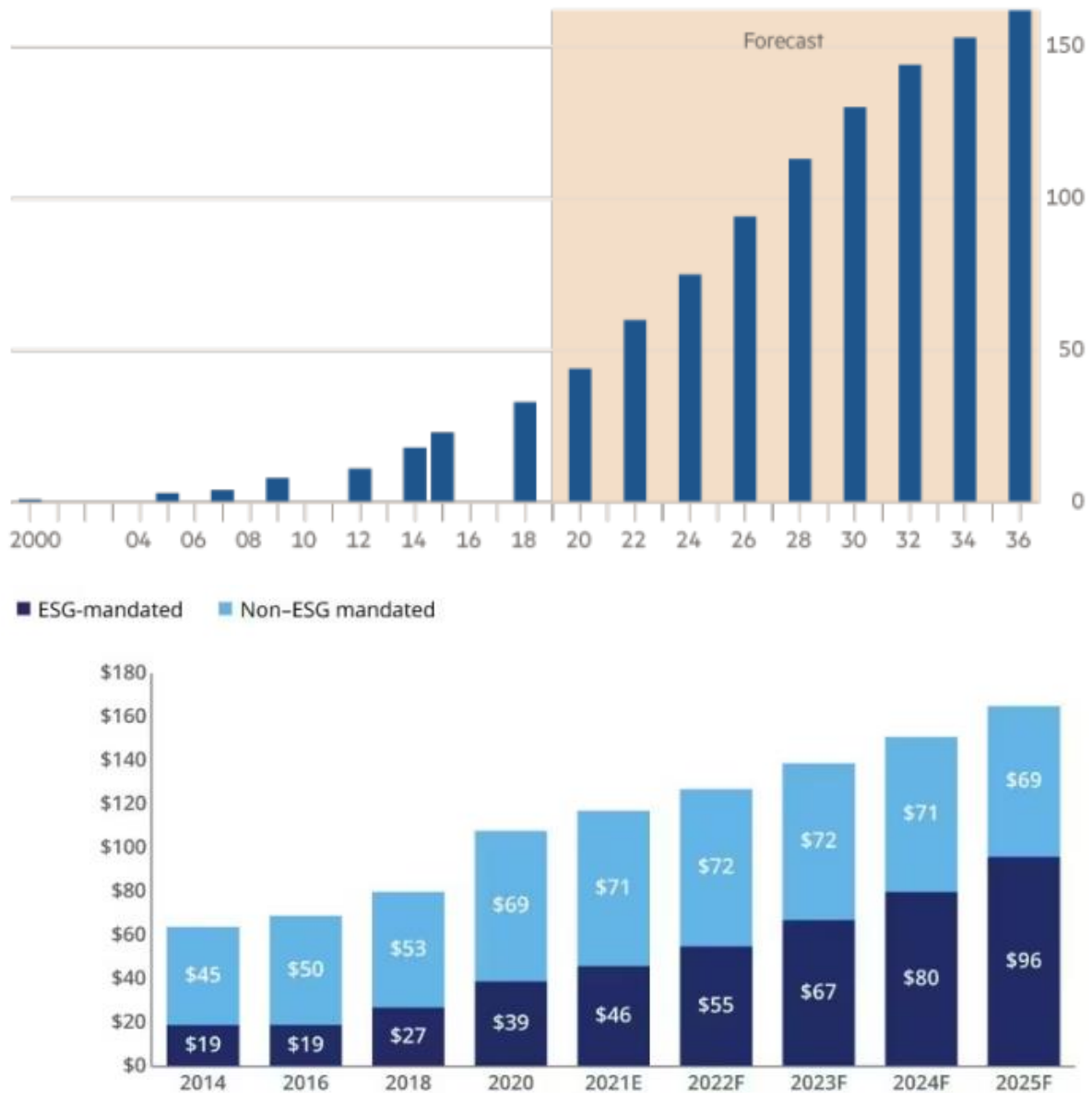


Figura 1. Previsione di crescita degli ESG mandated assets in migliaia di miliardi di dollari per Financial Times (sopra) e Deloitte (sotto). Financial Times, Deloitte.

La tendenza degli investitori e dei gestori di assets a implementare sempre di più investimenti sostenibili nei loro portafogli, soprattutto nel periodo post Covid, è espressa chiaramente anche da un'analisi svolta da FTSE Russell, la filiale del London Stock Exchange Group che crea e gestisce indici finanziari; l'84% dei gestori patrimoniali presi a campione ha implementato o valuta di implementare investimenti sostenibili nel 2021, contro il 53% del medesimo studio del 2018. I numeri aumentano se si guarda solo all'area europea; se nel 2018 gli operatori finanziari che allocavano i propri fondi in investimenti a tema sostenibilità erano il 72% del campione, nel 2021 salivano al 97%.

Non sorprende che in Europa le istituzioni finanziarie che gestiscono i capitali degli investitori ripartendoli in assets sostenibili siano la quasi totalità. Secondo un rapporto Consob, infatti, nel 2022 l'80% del patrimonio globale investito in fondi ESG era detenuto da fondi europei; nell'Eurozona i fondi tematici sono 5000 di cui 1900 solo in Italia, con una crescita del 50% rispetto ai 1270 del 2021.

1.2. I rating ESG

In un contesto come quello sopra descritto, per valutare correttamente se e quanto un asset sia effettivamente sostenibile dal punto di vista ambientale (Environmental), sociale (Social) e di governo societario (Governance), si sono affermati globalmente i rating ESG, punteggi elaborati da agenzie specializzate che classificano quanto una attività sia sostenibile. Le società di rating elaborano un quadro di valutazione attraverso il quale viene giudicato l'operato e la performance di singole società, interi settori o anche nazioni riguardante i tre aspetti, ambientale (E), sociale (S) e di corretto governo societario (G), che compongono la sigla ESG. Nello specifico per quanto riguarda la dimensione *environmental* viene valutato, per esempio, quanto l'attività in oggetto impatti sull'ambiente, quali siano le sue fonti di approvvigionamento energetico, quali e quante siano le risorse di cui ha bisogno, quanto scarto produca, quali siano le emissioni di anidride carbonica; per ciò che concerne il lato sociale si guarda alle relazioni lavorative, alla sicurezza, al benessere e al rispetto dei diritti dei dipendenti, alla reputazione che l'impresa si costruisce con le persone e le istituzioni che fanno parte della/e società in cui opera, se nel contesto aziendale e nelle relazioni con terzi viene favorita l'inclusione e la diversità; infine la *governance* misura l'insieme di pratiche e procedure attraverso le quali avvengono la gestione, il controllo e l'amministrazione dell'impresa, la capacità di prendere decisioni efficaci ed efficienti, adempiere correttamente all'osservazione delle leggi, al rispetto dell'etica aziendale e venire incontro alle necessità degli stakeholders. I rating ESG però non valutano solamente gli output dell'impresa su ambiente, società e governance ma anche come questi "attori" (e i loro cambiamenti) possono impattare sull'impresa stessa. Così le società di rating valutano in che modo e quanto velocemente un'impresa possa prevenire o reagire alle conseguenze derivanti dal cambiamento climatico, dalla siccità, da una nuova pandemia, dall'infortunio o il decesso di un dipendente sul luogo del lavoro, da uno scandalo finanziario dovuto magari alla corruzione o un insieme di malizia e scarsa attenzione alla contabilità. Sebbene si possa

pensare che questi temi impattino solo marginalmente sull'andamento e sulle performance aziendali così non è, basti pensare alle conseguenze che il "solo" cambiamento climatico ha sulle imprese; per esempio l'aumento delle temperature e la siccità che stiamo vivendo con costanza negli ultimi anni hanno conseguenze dirette sulle coltivazioni e a cascata su tutta la filiera, ma non solo, lo shock dell'offerta e l'aumento dei prezzi spingono governi e banche centrali a intervenire con politiche economiche e monetarie che hanno effetti su tutte le imprese operanti nel territorio. Effetti come quelli indotti dal cambiamento climatico non possono definirsi uno shock una tantum, sono eventi che fanno parte di un trend che è in atto e che si presenteranno con frequenza in futuro, per questo le imprese che sono più preparate ad affrontare questi rischi vengono valutate dalle agenzie di rating con punteggi più alti, in quanto ritenute più solide. Oltre agli shock sistemici (come siccità, pandemie e leggi) che riguardano indiscriminatamente le attività di una determinata area geografica possono verificarsi rischi legati ai temi ESG specifici per ogni singola società. Un'impresa in grado di agire tempestivamente per rispondere a problemi quali rischi per la salute e la sicurezza della forza lavoro, corruzione e abuso d'ufficio, malagestione, sfruttamento dei terreni (solo per citarne alcuni) è un'impresa che evita non solo danni reputazionali e di immagine ma anche i conseguenti danni finanziari. Sebbene infatti non esprimano esplicitamente nozioni prettamente finanziarie, i rating ESG forniscono un'indicazione sull'esposizione di quella determinata impresa ai rischi e alle opportunità relativi ai temi ambientali, sociali e di governance. Come infatti riporta uno studio di Sustainalytics⁷, la società di rating ESG di Morningstar, un buon rating ESG informa l'investitore che quella società è più preparata e potrà gestire meglio questi rischi e queste opportunità e quindi, potenzialmente, realizzare profitti maggiori / limitare maggiormente le perdite rispetto ai competitors. Per gli stessi motivi per un'impresa è di fondamentale importanza possedere un rating positivo, in quanto potenzialmente può impattare positivamente in modo diretto e indiretto sulle performance aziendali; in modo diretto poiché un rating ESG alto certifica la capacità di resistenza dell'impresa agli shock legati ad ambiente, società e governance; in modo indiretto perché correndo rischi minori avrà un costo del debito e del capitale minori (le agenzie che sviluppano i rating ESG sono le stesse che valutano la solidità e la solvibilità dei crediti), inoltre solitamente le società con un rating

⁷ <https://connect.sustainalytics.com/understanding-esg-incidents-key-lessons-for-investors>

ESG più alto godono di una fama e una reputazione migliore e da ciò ne consegue una maggior facilità di reperimento di capitale finanziario nonché umano.

Il numero di imprese che sottopongono il loro operato al giudizio di queste agenzie di rating sostenibile è dunque in crescita in quanto, se da una parte gli investitori danno sempre più importanza alle informazioni non-finanziarie per decidere dove allocare i propri risparmi, dall'altra per un'impresa avere un giudizio esterno di un'agenzia specializzata sulla propria solidità e capacità di reazione di fronte a rischi ed imprevisti riguardo ai temi ambientali, sociali e di governance può essere una marcia in più per sovraperformare i rivali. Inoltre nei momenti di crisi tendono a emergere problemi ed errori finanziari e contabili che altrimenti, in tempi di crescita e boom economico tenderebbero a rimanere nascosti e latenti. Porre più attenzione nella contabilità, nel controllo di gestione e in altri temi sociali, ambientali e di governance, è un modo per ridurre le probabilità di subire un contraccolpo finanziario per causa di spiacevoli e inattesi avvenimenti. Gli incidenti a tema ESG, infatti, come descritto dal sopracitato studio di Sustainalytics, sono tutt'altro che rari. Solo negli ultimi anni (lo studio di Sustainalytics analizza il triennio 2014-2016) hanno riguardato migliaia di imprese nei più disparati settori, dal bancario all'aerospaziale, passando per l'energetico, la sanità e la distribuzione alimentare. Tra i più eclatanti, lo scandalo "diesel-gate" di Volkswagen, che dopo aver ammesso di aver falsificato i dati sulle emissioni di ossido di azoto è stata chiamata a rispondere tra sanzioni e accordi liquidatori per 18 miliardi di dollari; ad oggi ci sono class action ancora in corso in 17 paesi tra cui l'Italia. Sempre nel 2015 Exxon, una delle principali compagnie petrolifere statunitensi, viene multata per mezzo milione di dollari per violazioni alla sicurezza in seguito all'esplosione di una raffineria; l'incidente causa una riduzione di fatturato stimata in 700 milioni di dollari. In Italia uno dei più importanti casi di governance inefficace nonché fraudolenta ha riguardato (e continua a riguardare) Mps, sottoposta ad anni di cattiva gestione. I manager coprivano le enormi perdite dell'istituto distribuendo utili agli azionisti grazie all'emissione di titoli derivati e hanno compiuto manovre dannose e spericolate come l'acquisto con una due diligence insufficiente di Antonveneta, sommersa dai debiti, per circa 9 miliardi dal gruppo Santander, che pochi mesi prima l'aveva rilevata per meno di 7 miliardi. La morte nel 2013 del capo della comunicazione di Mps David Rossi, archiviata come suicidio dopo numerose indagini e inchieste parlamentari, lascia ancora aloni di mistero e diffidenza da parte dell'opinione pubblica e della famiglia che continua a chiedere di riaprire

l'inchiesta per omicidio. Questa amministrazione scriteriata e priva di etica ha portato lo Stato, azionista di maggioranza, a intervenire più volte con emissione di bond ad hoc e iniezioni di capitale per un totale di circa 24 miliardi a cui secondo stime del Sole 24 Ore⁸ dovrebbero aggiungersi altri 5-7 miliardi di fondi per esuberi, spese per cause legali (i processi ai manager per falso in prospetto e aggio sono ancora in corso) e garanzie su crediti. Ma oltre a questi di Volkswagen, Exxon e Monte dei Paschi come riporta Sustainalytics gli incidenti a tema ambientale, sociale e gestionale avvenuti negli ultimi anni sono migliaia. I più frequenti riguardano la qualità e l'impatto sociale dei prodotti, il rispetto dell'etica aziendale, la sicurezza dei lavoratori e le relazioni lavorative e l'impatto ambientale dei prodotti commercializzati, in particolar modo il rilascio di sostanze inquinanti nei bacini idrici. Questi incidenti (come si evince dalla Figura 2) sono più che raddoppiati nel ristretto periodo di misurazione ma, estendendolo, il trend rimane tale; da uno studio di Derrien et al. (2022), che analizza gli incidenti ESG dal 2008 al 2019, si desume che questi siano quadruplicati negli ultimi 10 anni.

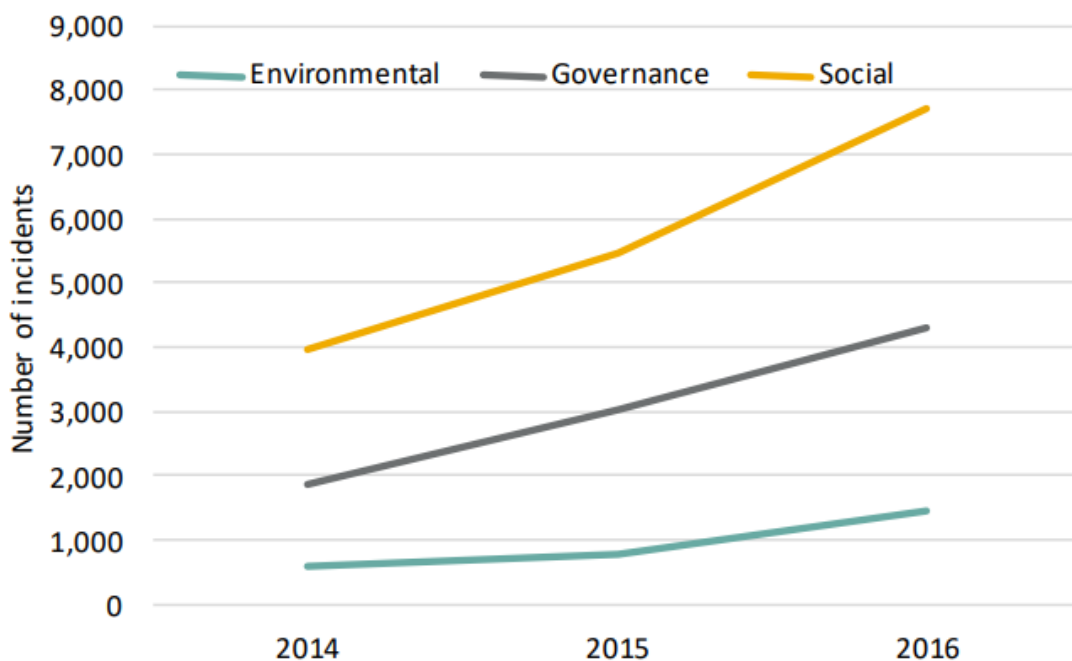


Figura 2. Incidenti causati da rischi legati ai fattori ESG tra il 2014 e il 2016. Sustainalytics.

Secondo Sustainalytics, questi incidenti riguardano principalmente le società a grande e media capitalizzazione di mercato e sono più frequenti nei settori in cui vi è un

⁸ https://www.ilsole24ore.com/art/la-caporetto-montepaschi-2008-bruciati-235-miliardi-AEgTZ3a?refresh_ce&nof

importante impatto sociale e/o ambientale come nei servizi, nel settore alimentare, energetico e bancario, ma ciò non vuol dire che questi rischi non possano riguardare anche le *small cap* o le imprese che operano in altri settori. Essendo questi incidenti più frequenti nelle società a più alta capitalizzazione questo comporta generalmente una perdita maggiore per gli investitori e/o una perdita per un maggior numero di investitori. Ciò viene dimostrato dall'indice creato ad hoc da Sustainalytics che raggruppa le 50 migliori società per capacità di reazione ai rischi ESG in un portafoglio a prova di incidente; come si nota dalla Figura 3 il "Sustainalytics Incident Proof Portfolio" sovraperforma il FTSE Global All Cap Index dell'11% nel periodo di misurazione 2014-2017.

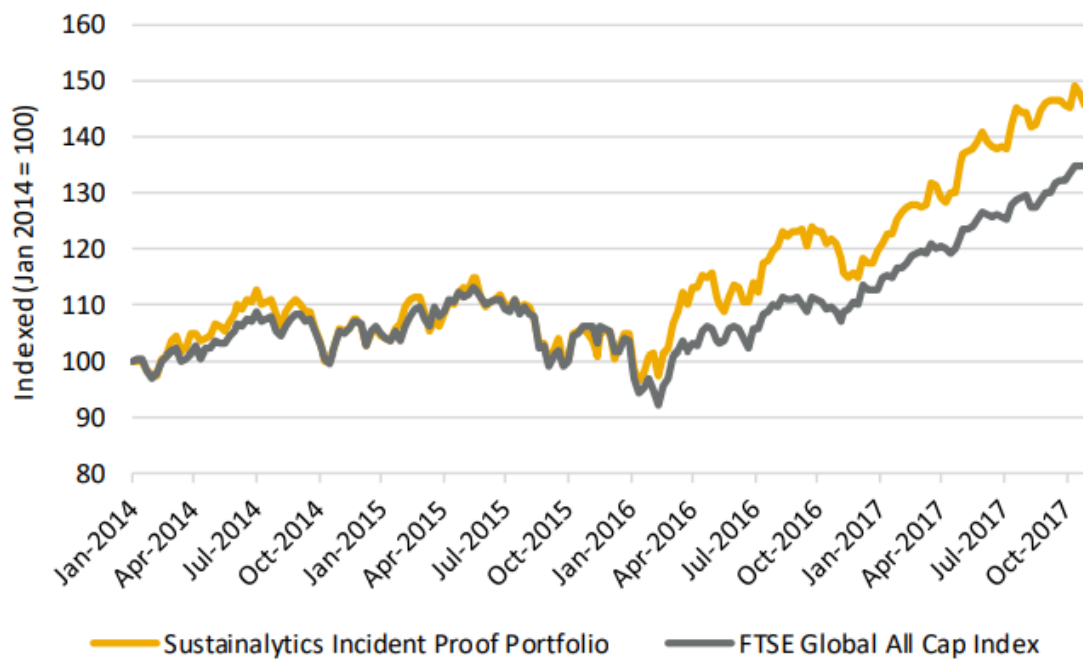


Figura 3. Confronto tra l'indice "incident-proof" e il FTSE Global All Cap Index. Sustainalytics.

Come è logico pensare, gli "incidenti ESG" capitano con maggior probabilità quando c'è una scarsa attenzione e una insufficiente preparazione ad essi e la vulnerabilità a questi eventi è chiaramente maggiore per le imprese con bassi rating ESG. Ciò viene confermato dal paper di Derrien et al (2022), che mette in relazione gli incidenti ESG riportati dalla società di ricerca specializzata in rischi ambientali RepRisk con i rating assegnati alle imprese in cui sono avvenuti questi imprevisti. La ricerca mostra una forte e significativa relazione negativa tra gli incidenti e i punteggi elaborati dalle società di rating, all'aumentare cioè dei primi i secondi si abbassano. I rating però oltre a reagire,

abbassandosi, agli incidenti in tema ambientale, sociale e di governance, pronosticano anche quanto per un'impresa è probabile incappare in un imprevisto. Come accennato, infatti, molti rating ESG vengono assegnati valutando i punti di forza (ovvero ad esempio se un'impresa ha sempre dichiarato una situazione patrimoniale corretta e veritiera, nel pieno rispetto delle norme) che generano un risultato positivo; a questo si sottrae il punteggio totalizzato dai *concerns*, cioè i rischi che dovrebbero preoccupare gli shareholder (come per esempio l'inosservanza delle disposizioni di sicurezza nel luogo di lavoro). Un paper di Tang et al. (2022) nota che le società con un maggior numero di *ESG concerns* incorrono l'anno successivo alla valutazione in più incidenti e che dunque le società con rating ESG più alti sono meno inclini a imbattersi in incidenti in futuro. Scegliere società che evitano questi intoppi sempre più frequenti è fondamentale per gli investitori, soprattutto in periodi di crisi in cui la differenza di rendimento tra le imprese con rating ESG più alti e le restanti è più evidente.

Un'ulteriore conferma arriva da uno studio di Diaz et al. (2021) che confronta il rendimento dell'indice americano S&P500 con le migliori e peggiori 25 società per rating ESG tra gennaio e aprile 2020, a cavallo dunque dello scoppio della pandemia da Covid-19. Lo studio mira a provare come, in particolare nei periodi di crisi, le società più attente alla sostenibilità riescano a limitare i danni molto meglio rispetto alle altre. Come si può evincere dalla Figura 3, l'indice creato ad hoc con le migliori 25 società per rating ESG sovraperforma nettamente l'S&P500 con una perdita totale del 5,34% contro una perdita dell'indice americano del 9,29%. Oltre a questo, lo studio di Diaz et al. (2021) dimostra anche che le imprese con i rating ESG più bassi sono di fatto meno preparate ad affrontare gli eventi di shock; queste società spesso non prestano la dovuta attenzione nella contabilità, nel controllo di gestione e in altri temi di governance, oltre che nei temi sociali e ambientali, generando problemi ed errori finanziari e contabili che in tempi di crescita e boom economico sarebbero rimasti nascosti e latenti ma che le crisi, come quella del Covid-19, fanno uscire da sotto al tappeto. Le peggiori 25 società per rating ESG sottoperformano infatti l'indice S&P500 perdendo nel periodo di rilevazione il 14,35%, oltre 5 punti percentuali in più dell'indice benchmark. Diaz et al. (2021) concludono che per gli investitori, soprattutto dopo la pandemia, si è reso indispensabile valutare i rating ESG di una società e, poiché lo studio ha dimostrato una forte correlazione del rendimento soprattutto con la E (Environmental) e la S (Social), è ottimale fare attenzione anche alle singole voci che

compongono il rating divise per categoria e non solo al punteggio finale. La relazione tra la performance di sostenibilità (espressa attraverso i rating ESG) e la performance finanziaria verrà comunque trattata più approfonditamente nel capitolo successivo.

Descriptive Statistics for S&P 500 and ESG Portfolios.

Industry	Total Return	Average Return	Standard Deviation
S&P 500	-9.29	-19.05	53.22
Top25 ESG	-5.34	-2.37	54.44
Bottom25 ESG	-14.35	-36.64	52.44

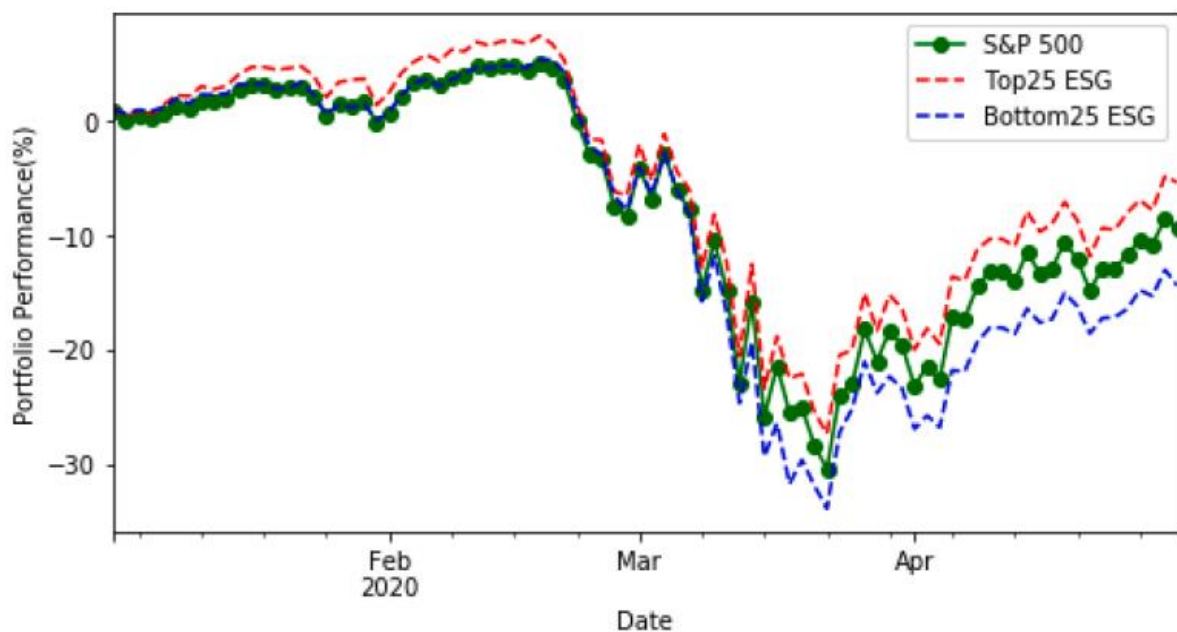


Figura 4. Rendimento totale e medio dell'S&P500 e delle migliori e peggiori società per rating ESG da gennaio ad aprile 2020. Diaz et al.

Il modo migliore per conoscere la performance di sostenibilità di un'impresa, e dunque conoscere quanto è stabile e resiliente alle questioni ambientali, sociali e di governance, sembrerebbe essere quello di guardare ai rating ESG elaborati dalle diverse agenzie specializzate. Da uno studio di Harvard risulta che l'88% degli investitori professionali fa riferimento ai rating ESG per misurare la performance di sostenibilità durante le decisioni di investimento. Scegliere a quale rating fare riferimento non è però così banale e scontato, a partire dal fatto che sebbene tutti i rating misurino la performance ESG non c'è unanimità sulla sua definizione; come riporta uno studio di Harvard⁹, infatti, alcune

⁹ <https://corpgov.law.harvard.edu/2022/08/24/esg-ratings-a-compass-without-direction/>

società di rating la intendono come la serie di effetti che l'operato dell'impresa ha su ambiente, società e stakeholders, viceversa altre si riferiscono alla performance ESG come l'impatto che ambiente, società e stakeholders hanno sull'impresa. A questa importante iniziale differenziazione si aggiunge il fatto che ogni agenzia assegna il punteggio misurando parametri diversi: per quanto riguarda i parametri ambientali possono valutare ad esempio le emissioni di anidride carbonica, l'uso di fonti di energia rinnovabili, la vulnerabilità ai cambiamenti climatici; per il fattore sociale alcuni misurano la sicurezza dei prodotti messi in commercio, altri il rispetto dei diritti dei lavoratori, altri ancora la privacy dei dati degli utenti; dal lato governance invece ci sono agenzie che valutano l'etica aziendale, altre la contabilità, la trasparenza, la corruzione, il pagamento delle tasse eccetera. Un elemento comune però di quasi tutti i rating è la mitigazione del rischio derivante dai diversi fattori ambientali, sociali e di governance volta a ad accrescere la stabilità e la performance finanziaria. Sebbene ci siano decine di diverse agenzie, ognuna con il proprio rating che misura parametri differenti, i principali player nel business dei rating ESG, quelli a cui le imprese e gli investitori si rivolgono più spesso, non sono molti. Tra questi è fondamentale menzionare:

- MSCI, Morgan Stanley Capital Investment, ex sussidiaria del gruppo Morgan Stanley, crea indici di mercato per società di gestione del capitale. Nel 2010 MSCI acquisisce RiskMetric, uno dei primi provider di dati sulla sostenibilità negli Stati Uniti e lancia il suo rating MSCI ESG Research con cui oggi valuta 9.000 imprese in tutto il mondo. Analizza 37 temi chiave (tra cui inquinamento, scarti prodotti, capitale umano e comportamenti istituzionali) tra i dati disponibili sui portali governativi e nelle comunicazioni aziendali e li combina emettendo un giudizio in una scala che va da CCC ad AAA;
- ISS, Institutional Shareholder Services con il suo rating ISS ESG valuta 12.000 emittenti e 25.000 fondi. Controllata da Deutsche Börse, la società proprietaria della borsa di Francoforte, misura l'impatto ambientale e sociale delle imprese dando un "voto" in una scala a 1 punti da D- ad A+;
- Sustainalytics. La sopracitata agenzia di rating Sustainlaytics pubblica rating ESG per 13.000 società in tutto il mondo ma il suo compito principale è quello di valutare i fondi creati dalla controllante Morningstar. Offre un punteggio in percentuale (da 0 a 100) analizzando 70 indicatori divisi nei tre temi: ambiente, società e governance. Per ogni indicatore valuta la preparazione (quanto i sistemi

di management e le policy aziendali possono gestire i rischi ESG), la disclosure (quanto la società è trasparente nelle comunicazioni riguardanti temi ESG) e la performance (basata sull'analisi degli incidenti ESG a cui è stata sottoposta);

- Refinitiv e FTSE Russell. Entrambi controllati dal London Stock Exchange Group pubblicano rating ESG per 12.000 emittenti. Refinitiv analizza la trasparenza e l'impegno nei temi ESG valutando le emissioni, l'uso di risorse e il rispetto dei diritti umani per esempio. FTSE Russell offre un supporto agli amministratori delle imprese valutando oltre alla virtuosità e alle corrette comunicazioni di queste informazioni non finanziarie anche l'esposizione ai rischi ESG, con oltre 200 indicatori.

Oltre a queste, altre importanti società che emettono rating ESG sono S&P Global, Bloomberg ESG Data, Dow Jones Sustainability Index, HIP, ecc. In Europa ci sono attualmente 59 fornitori di rating ESG, nel mondo sono più di 600, ciascuno con la propria scala di valutazione e i propri indicatori. Per le imprese che si affidano alle agenzie di rating per ottenere una valutazione oggettiva sul proprio livello di sostenibilità e per gli investitori che cercano titoli di società solide e meno sottoposte ai rischi compararli è impossibile. Questo, che è uno dei problemi dei rating ESG, non è affatto banale. Molti titoli sono infatti valutati da più agenzie di rating, può dunque accadere che, sebbene i criteri ambientali, sociali e di governance siano (o quanto meno dovrebbero essere) valutati oggettivamente, il team di analisti di un'agenzia di rating valuti lo stesso titolo con un punteggio più alto e un altro team di un'altra agenzia lo valuti con un punteggio più basso. Questo può accadere non solo per via di una differenza negli indicatori da misurare ma anche nella differenza dei dati che vengono raccolti per misurare uno stesso indicatore. Le agenzie di rating infatti raccolgono i dati da fonti quali portali governativi, autorità come la SEC negli Stati Uniti o la CONSOB in Italia, report di sostenibilità prodotti dalla società stessa, dichiarazioni alla stampa e questionari; qualora tra i dati raccolti non ce ne siano a sufficienza per valutare una determinata voce del rating, alcune agenzie decidono di ometterla, altre di assegnarle come valore arbitrario il punteggio medio ottenuto dalle imprese del settore, altre invece il punteggio peggiore, altre infine cercando di stimarlo usando avanzate tecniche statistiche. Un'altra questione di comparabilità tra vari rating riguarda il fatto che i dati che comunicano le imprese riguardanti le variabili che compongono i punteggi spesso differiscono per unità di misura, rendendoli incomparabili; se la variabile in oggetto ad esempio sono gli

incidenti sul lavoro un'impresa può misurarli contando il numero di incidenti effettivi, un'altra può misurarli in rapporto alle ore lavorate, un'altra ancora in percentuale. Per poter equiparare i dati tra le diverse imprese, le società di rating dovrebbero standardizzare le unità di misurazione. La conferma arriva da uno studio del CFA Institute¹⁰ che compara i rating emessi da 6 delle principali agenzie (MSCI, S&P, Sustainalytics, CDP, ISS, Bloomberg) su 400 imprese uniformandoli in modo che esprimano tutti un voto nella stessa scala da 1 a 10. I risultati mostrano delle correlazioni bassissime tra i rating, con minimi del 7%; in pratica all'aumentare del rating fornito da MSCI a un'impresa aumenta anche quello fornito alla stessa impresa da S&P ma in misura molto più contenuta o molto maggiore, non seguendo cioè una relazione lineare. La correlazione più alta si ha tra i rating di Bloomberg e di S&P ma tocca appena il 74,4%. A confronto i rating sui titoli di debito delle stesse 400 imprese forniti dalle principali agenzie di rating S&P, Moody's e Fitch hanno tutti una correlazione tra il 94% e il 96%.

	MSCI	S&P	Sustainalytics	CDP	ISS	Bloomberg
MSCI		35.7%	35.1%	16.3%	33.0%	37.4%
S&P	35.7%		64.5%	35.0%	13.9%	74.4%
Sustainalytics	35.1%	64.5%		29.3%	21.7%	58.4%
CDP	16.3%	35.0%	29.3%		7.0%	44.1%
ISS	33.0%	13.9%	21.7%	7.0%		21.3%
Bloomberg	37.4%	74.4%	58.4%	44.1%	21.3%	

Image courtesy of BDO USA, LLP

Figura 5. Correlazione tra i principali rating ESG in percentuale. CFA Institute.

La divergenza sulle valutazioni espresse dalle principali società di rating viene analizzata anche da uno studio di Berg et al. (2022). Gli autori studiano la correlazione tra i rating emessi dalle società Sustainalytics, S&P, Moody's, Refinitiv, KLD e MSCI e scoprono che la correlazione media tra i rating emessi è molto bassa. In particolare, come rappresentato nella Figura 6 la correlazione media dei rating ESG è circa del 54%, un valore positivo ma decisamente basso se comparato alla correlazione dei rating emessi sul debito. Inoltre, addentrandosi nei singoli indicatori che compongono il rating ESG la situazione peggiora; i giudizi ambientali (E) hanno una correlazione del 53%, i punteggi sociali (S) del 42% e le valutazioni riguardanti la governance (G) hanno appena una

¹⁰ <https://blogs.cfainstitute.org/investor/2021/08/10/esg-ratings-navigating-through-the-haze/>

correlazione del 30%. Tra le singole agenzie di rating la correlazione va dal 38% di MSCI con S&P e Refinitiv al 71% di Sustainalytics con Moody's. Dalla tabella appare evidente come le società di rating con le peggiori correlazioni con le proprie "colleghe" siano MSCI e KLD; quest'ultima, per quanto riguarda la valutazione del fattore Governance addirittura presenta una correlazione negativa (sebbene molto bassa) con i rater S&P e Refinitiv.

	KL SA	KL MO	KL SP	KL RE	KL MS	SA MO	SA SP	SA RE	SA MS	MO SP	MO RE	MO MS	SP RE	SP MS	RE MS	Average
ESG	0.53	0.49	0.44	0.42	0.53	0.71	0.67	0.67	0.46	0.7	0.69	0.42	0.62	0.38	0.38	0.54
E	0.59	0.55	0.54	0.54	0.37	0.68	0.66	0.64	0.37	0.73	0.66	0.35	0.7	0.29	0.23	0.53
S	0.31	0.33	0.21	0.22	0.41	0.58	0.55	0.55	0.27	0.68	0.66	0.28	0.65	0.26	0.27	0.42
G	0.02	0.01	-0.01	-0.05	0.16	0.54	0.51	0.49	0.16	0.76	0.76	0.14	0.79	0.11	0.07	0.30

Figura 6. Correlazioni tra i rating emessi dalle principali agenzie. Berg et al.

La divergenza viene rappresentata graficamente nella Figura 7, che rende l'idea di quanto sia ampia la discrepanza di giudizio tra le principali agenzie di rating ESG. La figura mostra infatti una correlazione positiva tra i giudizi emessi dai rater ma allo stesso tempo una grande divergenza tra di essi. I giudizi dei principali emittenti vengono messi a confronto con quelli di Sustainalytics, che presenta la correlazione migliore con i propri competitors. Il grafico dipinge una correlazione positiva in quanto al crescere delle X (i giudizi espressi da Sustainalytics) crescono anche le Y (i giudizi emessi dagli altri rater). Tuttavia al posto di una linea retta i punti del grafico formano una nuvola in cui i rating emessi da Sustainalytics a confronto con quelli delle altre società sono spesso molto distanti, il che rappresenta la grande divergenza tra i giudizi di un'agenzia di rating e un'altra.

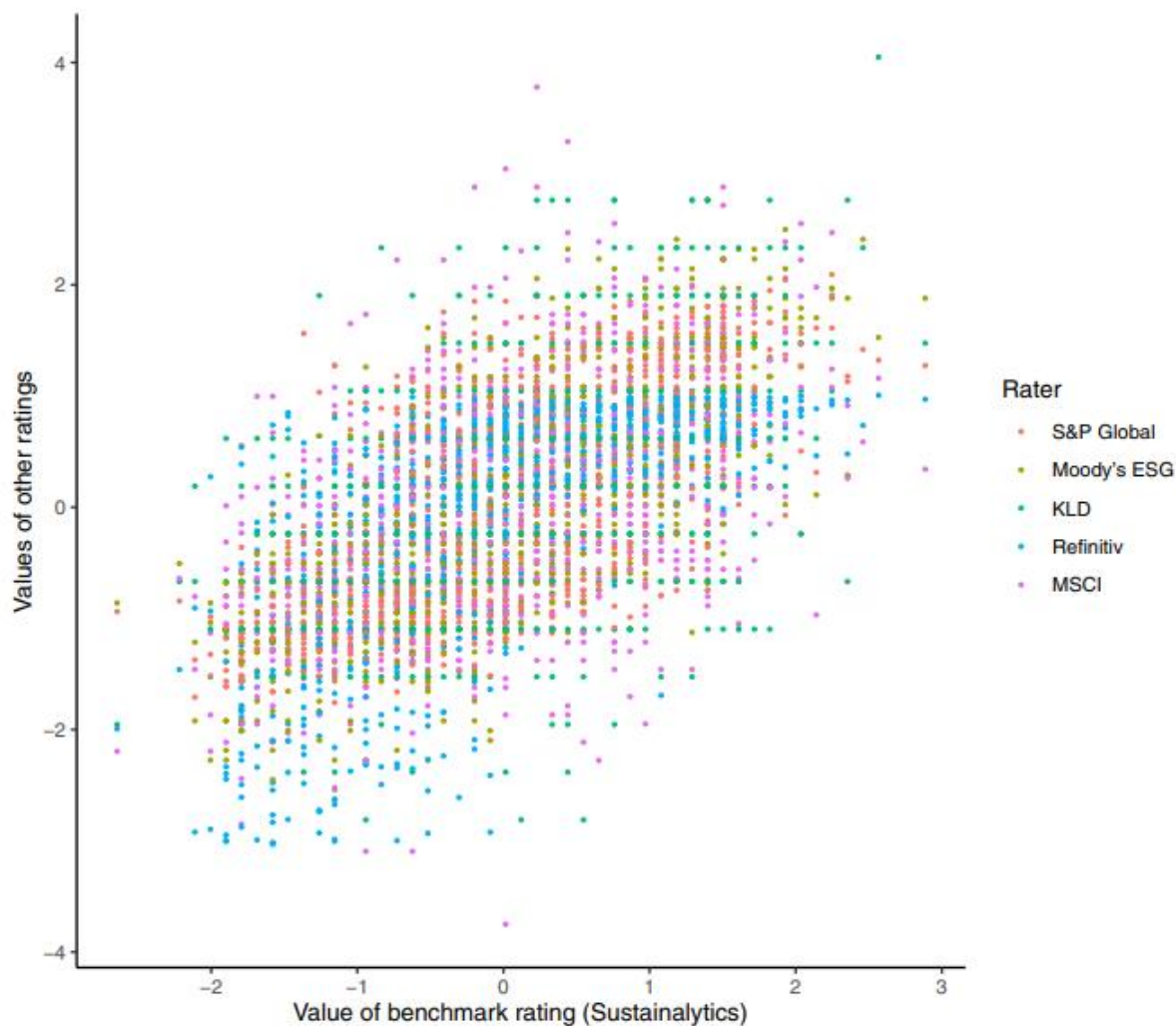


Figura 7. Correlazione tra i rating di Sustainalytics e quelli degli altri emittenti. Berg et al.

Ad esempio, posto sia per l'agenzia di rating di riferimento (Sustainalytics) che per le altre lo zero come valore che indica la media (perciò un valore superiore allo zero indica un rating ESG superiore alla media mentre un valore inferiore allo zero indica un rating sotto la media), è possibile osservare che le imprese che hanno ricevuto un giudizio di +1.5 da Sustainalytics (il che le pone nel decile più alto, sopra al 90% delle altre imprese) vengono valutate in maniera invece molto diversa dalle altre società di rating, con alcuni rater che le giudicano tra le migliori e altri che le pongono invece sotto la media dello zero. Questo rende complesso dare giudizi univoci sulla performance di sostenibilità delle imprese, in quanto quelle che per alcuni rater sono dei top performers, per altri sono sotto la media. Lo studio analizza le cause di questa divergenza di valori e individua tre fattori principali, ovvero le differenze nei fattori esaminati, nella misurazione dei dati e nel peso dato ad ogni fattore. Tra queste ciò che più incide sulla discrepanza dei rating

è la misurazione che incide sulla differenza totale per il 56%, seguita dalle differenze tra gli ambiti esaminati che incidono per il 38% e infine il peso che contribuisce alle differenze totali solo marginalmente per il 6%. Oltre a questo gli autori aggiungono che le differenze tra i rating sono influenzate anche dall'effetto "alone", quell'effetto cioè che induce a dare ad imprese valutate come generalmente positive un giudizio positivo anche su determinati e singoli aspetti dell'impresa; in questo caso dunque quando una società di rating dà una valutazione positiva riguardo un determinato aspetto dell'impresa è portata a dare giudizi positivi anche agli altri aspetti.

Discrepanze così ampie nei giudizi di sostenibilità emessi dalle agenzie di rating fanno sì che imprese ed investitori richiedano il servizio di più emittenti di rating ESG. Un'indagine dell'ESMA, l'autorità per il controllo del mercato europeo, rivela che quasi l'80% degli utenti che utilizzano rating ESG per la propria impresa o per gestire i capitali affidati dagli investitori si avvalgono di più agenzie di rating. Per le imprese e gli investitori è necessario scegliere più di un solo rating per avere una valutazione di sostenibilità completa; il 70% degli intervistati infatti rivela che si avvale dei servizi di più agenzie di rating per ampliare la copertura dell'impresa e avere dati addizionali da poter comparare. Dall'indagine si evince, infatti, che gli utilizzatori di rating ESG denunciano una mancanza di standardizzazione tra i rating che rende difficile compararli; questo è dato da un disallineamento delle agenzie sulla definizione di "ESG", al variare della quale variano anche la metodologia di lavoro e i dati raccolti. Oltre a questo gli utenti notano anche una scarsa trasparenza e una distorsione dei rating a favore di imprese più grandi e localizzate negli Stati Uniti, da cui provengono molti dei provider di rating ESG, a discapito delle imprese europee. Risultati simili emergono dal paper di Tang et al. (2022) che analizza i rating ESG delle imprese degli indici S&P500, Russell 1000 e Russell 3000 trovando che i rating spesso variano a seconda di caratteristiche dell'impresa al di fuori dei temi ambientali, sociali e di governance; le imprese più grandi infatti ricevono in media un rating più alto. Non solo, il paper dimostra che i rating ESG, non essendo regolati come lo sono invece i rating sul credito, sono soggetti all'influenza dei grossi azionisti, che spesso detengono quote importanti delle stesse società che il rating dovrebbe valutare. Le società "sorelle" dell'emittente del rating ESG, ovvero quelle società controllate dallo stesso proprietario, dagli stessi azionisti o da una stessa controllante, tendono infatti ad ottenere rating ESG più alti rispetto alle società non sorelle. Tang et al. (2022) dimostrano anche che le imprese più

grandi tendono ad ottenere rating ESG maggiori rispetto alle imprese più piccole dopo l'acquisizione da parte della stessa controllante dell'agenzia di rating che emette il giudizio. La poca trasparenza in merito ai giudizi non aiuta a comprendere queste differenze; le società di rating, infatti, non comunicano a quali dati di preciso fanno riferimento nella valutazione delle singole voci che compongono il punteggio e come detto spesso i dati mancanti vengono omessi o stimati in modi differenti tra loro. Un minimo comun denominatore però nelle valutazioni dei rating è l'importanza che viene data alla suscettibilità ai rischi di incidente ESG. Come suddetto, infatti, rating ESG più alti garantiscono una minor probabilità che un incidente si verifichi in futuro. Questo si conferma sia per le società non-sorelle che per le società sorelle dell'emittente del rating; come si evince dalla Figura 8, infatti, all'aumentare degli indicatori ESG negativi, che abbassano il rating, sia assiste a un incremento del numero degli incidenti a tema ESG verificatisi l'anno successivo all'emissione del rating. Ciò che invece differisce è il numero di incidenti: a parità di ESG concerns (gli indicatori negativi che abbassano il rating) il numero di incidenti è sensibilmente maggiore per le società sorelle e questo accade per tutti i range di rating. Si può notare come le società sorelle che hanno ricevuto un rating medio-alto (solo 3-5 concerns) abbiano avuto poi lo stesso numero di incidenti delle società non sorelle che hanno avuto un rating sensibilmente più basso (9-11 concerns).

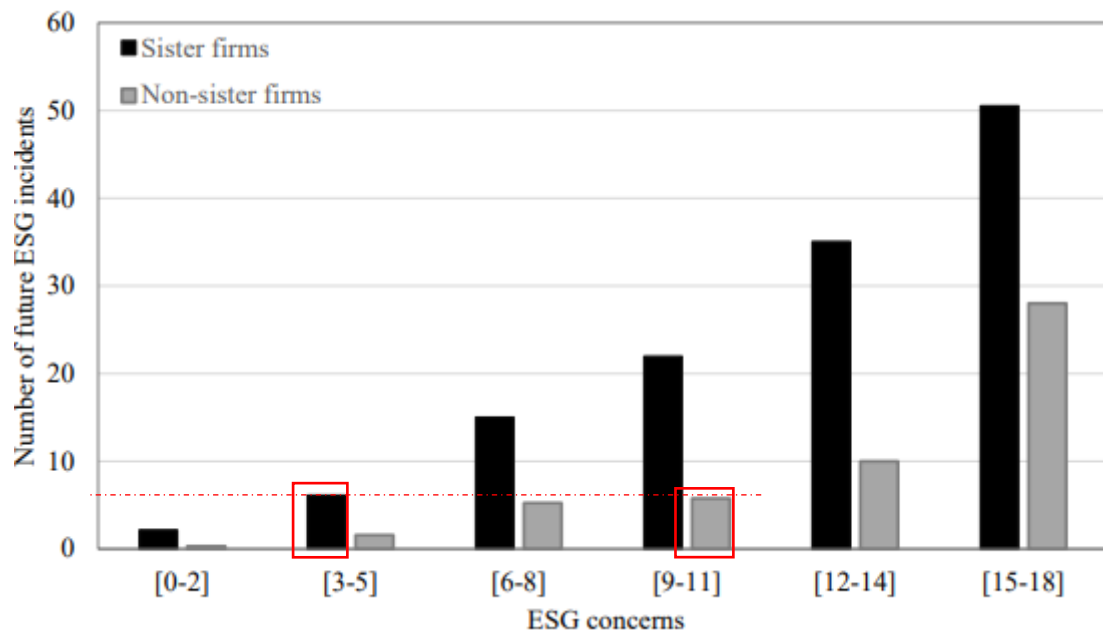


Figura 8. Numero di incidenti capitati a società sorelle e non-sorelle dell'emittente del rating in rapporto agli ESG concerns. Tang et al.

Da un report della Commissione Europea, che tramite questionario ha intervistato 168 imprese e investitori professionali che utilizzano i rating ESG, nonché gli emittenti dei rating stessi emerge che la quasi totalità degli intervistati afferma che ci sia bisogno di una maggior trasparenza nelle metodologie di ricerca dei dati e maggior affidabilità e accuratezza dei rating ESG. L'84%, infatti, pensa che il mercato dei rating ESG non funzioni bene a causa appunto della mancanza di trasparenza riguardo alle metodologie usate dai provider per emettere un giudizio. Sebbene molti vedano come un aspetto positivo la diversità dei rating e dei diversi fattori che ciascuno esamina, la stragrande maggioranza afferma che sia necessario un intervento legislativo che fornisca dei codici di condotta e delle linee guida per migliorare la trasparenza, la comparabilità tra i vari rating, la loro affidabilità ed evitare potenziali conflitti di interessi.

1.3. Le normative UE.

Come visto nel precedente paragrafo, i rating ESG sono uno strumento di fondamentale importanza per ponderare le scelte di investimento oltre che per conoscere sotto quali aspetti può essere migliorata la sostenibilità di un'impresa in modo da evitare costosi incidenti. Il mercato dei rating ESG tuttavia è ancora "immaturo" come viene definito dall'ESMA¹¹, l'autorità europea per la vigilanza dei mercati. Il mercato dei rating di sostenibilità è in forte espansione ma ancora acerbo e con diversi temi tra cui la poca trasparenza sulle informazioni elaborate in giudizi, la bassa comparabilità tra rating diversi e i conflitti di interessi che scaturiscono quando la società valutata è controllata dagli stessi stakeholder della società emittente del rating. Per risolvere questi temi e rendere più efficaci i rating ESG, sia le imprese, che gli investitori, che le agenzie di rating stesse chiedono una regolamentazione a livello europeo che disciplini questo mercato garantendo una maggior trasparenza e comparabilità. L'Unione Europea è intervenuta più volte negli ultimi anni con una serie di normative e comunicazioni non vincolanti per incrementare la trasparenza delle informazioni che le imprese pubblicano, e a cui poi fanno riferimento le agenzie di rating per emettere una valutazione.

In una comunicazione risalente al 2011¹² la Commissione Europea ha per la prima volta sottolineato la "necessità di portare la trasparenza delle informazioni sociali e

¹¹ <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-results-its-call-evidence-esg-ratings>

¹² <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/it/ALL/?uri=CELEX%3A52011DC0206>

ambientali fornite dalle imprese di tutti i settori a un livello elevato comparabile in tutti gli Stati membri”.

Con una risoluzione del 2013¹³ il Parlamento Europeo ha affermato l'importanza delle informazioni di carattere non-finanziario, in particolare a livello ambientale e sociale, aventi l'obiettivo di prevenire e ridurre i rischi per la sostenibilità, incrementare la sicurezza di investitori e consumatori e promuovere una crescita economica sostenibile che coniughi redditività nel lungo periodo, uguaglianza sociale e salvaguardia dell'ambiente. In quell'occasione il Parlamento Europeo ha invitato la Commissione a presentare una proposta legislativa volta a garantire un livello di comparabilità sufficiente di queste informazioni non finanziarie per rispondere alle esigenze degli investitori, dei consumatori e di altri portatori di interesse.

Con la direttiva NFRD, “Non Financial Reporting Directive”, 2014/95/UE del 2014¹⁴ il Parlamento Europeo ha modificato una direttiva dell'anno precedente al fine di migliorare l'uniformità e la comparabilità delle informazioni non finanziarie comunicate dalle imprese all'interno dell'Unione. La direttiva impone alle imprese con più di 500 dipendenti di includere nella relazione sulla gestione “una dichiarazione di carattere non finanziario contenente informazioni ambientali, sociali, attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani, alla lotta contro la corruzione attiva e passiva in misura necessaria alla comprensione dell'andamento dell'impresa, dei suoi risultati, della sua situazione e dell'impatto della sua attività”, esplicando le politiche applicate in merito a questi aspetti. Le imprese che non applicano politiche in relazione a questi temi devono fornire nella dichiarazione di carattere non finanziario una motivazione chiara del perché di questa scelta.

Nel 2019, con una comunicazione¹⁵ la Commissione Europea ha reso note una serie di direttive non vincolanti per migliorare la comunicazione da parte delle imprese di informazioni riguardanti la sostenibilità (in particolar modo relative al clima) con l'obiettivo di orientare nuovi capitali verso le imprese più “virtuose” sotto questo punto di vista e generare maggior consapevolezza tra le imprese dei rischi e delle opportunità riguardanti l'ambiente e i cambiamenti climatici; nella comunicazione si legge infatti che le imprese che adotteranno gli orientamenti comunicati dalla Commissione relativi alle

¹³ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A52013IP0049>

¹⁴ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=celex%3A32014L0095>

¹⁵ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A52019XC0620%2801%29>

comunicazioni sul clima potranno comprendere e gestire meglio i rischi ad esso connessi, godere di una migliore reputazione e abbassare il costo del capitale per via dell'inserimento dei titoli emessi in portafogli e indici a tema sostenibilità e per via di un più alto rating di credito e di una migliore affidabilità creditizia.

Il regolamento UE 2019/2088 "SFDR" (Sustainable Finance Disclosure Regulation)¹⁶ stabilisce norme armonizzate per aumentare la trasparenza di tutti i partecipanti ai mercati finanziari europei (consulenti finanziari, gestori di fondi di investimento, enti pensionistici e altre imprese che rendono disponibili un prodotto di investimento). La normativa invita i partecipanti ai mercati finanziari a pubblicare informazioni riguardanti le politiche attuate per prevenire effetti negativi delle scelte di investimento sui fattori di sostenibilità e a fornire una chiara motivazione qualora queste politiche non vengano messe in atto. Il regolamento inoltre obbliga a comunicare per i prodotti finanziari che promuovono caratteristiche ESG informazioni su come tali caratteristiche sono rispettate.

Con il regolamento UE 2019/2089¹⁷ il Parlamento e il Consiglio Europeo modificano un precedente regolamento riguardante gli indici di mercato usati come riferimento per compiere scelte di investimento. Viene riconosciuta la difficoltà per gli utilizzatori (gli investitori) di disporre delle informazioni adeguate e necessarie riguardanti le metodologie attraverso le quali gli amministratori degli indici tengono conto dei fattori ESG. Il Parlamento e il Consiglio Europeo afferiscono che spesso queste informazioni sono frammentarie o assenti e che impediscono un confronto ai fini dell'investimento. Viene sostenuto che tutti gli amministratori di indici di riferimento dovrebbero comunicare se e come l'indice persegue obiettivi ESG. In tale regolamento si dichiara che al fine di migliorare la trasparenza e l'armonizzazione tra gli indici viene delegato alla Commissione Europea il potere di adottare atti volti a precisare il contenuto minimo delle comunicazioni da parte degli amministratori degli indici. Con questo regolamento viene imposto agli amministratori degli indici, a partire da maggio 2020, di predisporre all'interno della dichiarazione informativa sull'indice una attestazione riguardante il modo in cui i fattori ESG si riflettono nell'indice stesso.

¹⁶ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=celex%3A32019R2088>

¹⁷ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A32019R2089>

Con il regolamento UE 2020/852¹⁸ viene istituita la tassonomia con cui vengono definiti i criteri di eco-sostenibilità di un'attività economica. Questo regolamento stabilisce che i prodotti finanziari che investono in attività sostenibili devono comunicare informazioni riguardanti quali sono gli obiettivi ambientali a cui contribuisce l'investimento sottostante il prodotto finanziario e in che misura tale investimento si riferisce ad attività economiche considerate ecosostenibili. Con questo regolamento si integra la sopracitata direttiva NFRD del 2014 imponendo alle imprese soggette agli obblighi di pubblicazione di informazioni non finanziarie di specificare come e in che misura le attività dell'impresa sono considerate sostenibili o associate ad attività sostenibili, indicando in particolare la quota di fatturato e di spese relativi a queste attività.

In una relazione del 2021¹⁹ la Commissione Europea ha individuato dei problemi riguardanti la direttiva NFRD del 2014, in particolare per ciò che riguarda i limiti di comparabilità e attendibilità delle informazioni sulla sostenibilità comunicate dalle imprese. Si evidenzia la necessità di un ulteriore intervento legislativo in mancanza del quale si ritiene che il divario tra la domanda degli utenti di informazioni sulla sostenibilità e l'offerta delle stesse da parte delle imprese sia destinato ad aumentare.

Con la direttiva CSRD "Corporate Sustainability Reporting Directive" n. 2464 del 2022²⁰ il Parlamento Europeo ha rivisto la precedente direttiva del 2014 estendendo l'obbligo di comunicare informazioni sulla sostenibilità a tutte le grandi imprese (con più di 500 dipendenti) operanti nel territorio dell'Unione Europea e tutte le altre imprese (ad esclusione delle microimprese) i cui titoli finanziari vengono scambiati all'interno del mercato regolamentato dell'Unione. A queste vengono aggiunte anche le imprese di paesi terzi con titoli ammessi alla negoziazione nei mercati UE e tutte le imprese di paesi terzi con ricavi netti delle vendite superiori ai 140 milioni di euro che hanno un'impresa succursale o figlia nel territorio dell'Unione. La direttiva specifica le informazioni ESG che devono essere incluse nella rendicontazione di sostenibilità al fine di assicurare la comprensibilità, le verificabilità e la comparabilità di tali informazioni. Per quanto riguarda i fattori ambientali devono essere comunicate informazioni concernenti la mitigazione e l'adattamento ai cambiamenti climatici, le emissioni di gas serra, l'inquinamento, l'uso delle risorse ecc.; per i fattori sociali è necessario comunicare

¹⁸ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A32020R0852>

¹⁹ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:52021DC0390&from=PL>

²⁰ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A32022L2464>

informazioni riguardanti le parità di trattamento e di retribuzione, l'inclusione, la sicurezza sul lavoro e il rispetto dei diritti umani e delle libertà fondamentali; per ciò che concerne la governance va comunicato il ruolo degli organi di amministrazione, gestione e controllo dell'impresa per quanto riguarda le questioni di sostenibilità, le caratteristiche dei sistemi di gestione e di controllo dei rischi, l'etica aziendale e la cultura d'impresa, la lotta alla corruzione ecc.

Il lavoro della Commissione, del Parlamento e del Consiglio Europeo non è ancora sufficiente. La legislazione attuata finora si rivolge più che sia alle imprese (fino al 2022 solo alle grandi imprese sopra i 500 dipendenti) offrendo loro dei principi da rispettare nella redazione delle comunicazioni non finanziarie (non-financial disclosure) tra cui rientrano le informazioni di sostenibilità, in modo da renderle più facilmente comparabili; oltre alle imprese, che sono comunque le principali interessate delle normative, le direttive elencate disciplinano anche le attività degli amministratori degli indici di mercato e degli emittenti di prodotti finanziari che perseguono obiettivi ESG, chiamati a fornire informazioni dettagliate sulle attività sostenibili svolte dalle società che compongono l'indice e dagli investimenti sottostanti il prodotto finanziario. Ancora non è stata approvata una direttiva che disciplini esplicitamente il mercato dei rating ESG ma siamo sulla buona strada perché nei prossimi mesi o nei prossimi anni venga redatta una normativa ad hoc. In una comunicazione della Commissione Europea al Parlamento Europeo del 2021 la Commissione traccia una strategia da attuare per finanziare la transizione verso un'economia più sostenibile. Il piano d'azione prevede un quadro normativo "per migliorare l'affidabilità e la comparabilità dei rating ESG" per ovviare a "una mancanza di trasparenza nel funzionamento delle agenzie di rating ESG, un basso livello di comparabilità fra i rating ESG e potenziali conflitti d'interesse". L'iter che porterà il Parlamento Europeo a legiferare in merito a una regolamentazione dei rating ESG è in atto, cominciato con una prima consultazione con le parti interessate conclusasi a giugno 2022 la quale ha messo in luce una già conosciuta necessità di un intervento legislativo. Quali saranno i prossimi passi che la macchina legislativa di Bruxelles muoverà non è dato al momento sapersi, tuttavia la direzione è tracciata: migliorare le normative già in atto al fine di incrementare la trasparenza e la comparabilità dei rating ESG. In attesa di una nuova serie di normative quelle attuate dovrebbero, almeno in teoria, favorire una maggiore trasparenza e comparabilità; armonizzando le informazioni pubblicate dalle imprese riguardanti i temi ambientali,

sociali e di governance viene fornita ai rating una base standard da cui attingere le loro informazioni per sviluppare dei punteggi più comparabili, con dati più completi e meno informazioni omesse.

Gli effetti di queste normative, in particolare della più importante e sostanziosa, ovvero la “Non Financial Reporting Directive” 2014/95/UE del 2014, su incremento delle informazioni pubblicate, trasparenza, comparabilità ed effettivo miglioramento dei fattori ambientali, sociali e di governance, sono stati analizzati da molteplici studi nel corso degli ultimi anni, per verificare l’efficacia di queste direttive. Un articolo di Cuomo et al. (2022) analizza le conseguenze portate dalla sopracitata direttiva 2014/95/UE, che ha imposto una disclosure obbligatoria per tutte le grandi imprese operanti nel territorio europeo riguardante le pratiche aziendali volte a migliorare l’impatto ambientale e sociale dell’organizzazione, garantire il rispetto dei diritti dei lavoratori, la lotta alla corruzione nonché a evitare o ridurre i rischi ESG. Ciò con l’obbiettivo di promuovere una transizione negli stati membri verso un’economia più sostenibile. La normativa punta ad aumentare la quantità di informazioni a disposizione degli investitori (e, implicitamente, delle agenzie che elaborano i rating). Tuttavia il legislatore non ha puntato sull’obbligo di redigere tali comunicazioni, bensì ha lasciato libertà alle imprese di scegliere se pubblicare il report non-finanziario o se spiegare i motivi per cui il report non è stato pubblicato. Questa scelta fa nascere diversi scetticismi in quanto si pensa che le imprese possano così scegliere di omettere informazioni che possano essere negative per l’organizzazione creando spiegazioni artificiose da usare come pretesto. In realtà questo approccio meno coercitivo da parte di Bruxelles è efficace perché le società temono una reazione negativa da parte degli investitori in seguito alla mancata pubblicazione del report non-finanziario. Le imprese, infatti, sotto la pressione dell’opinione degli investitori, vogliono dimostrare una buona performance di sostenibilità. Lo studio di Cuomo et al. (2022) osserva i report di circa 6.000 imprese in 17 nazioni europee tra il 2008 e il 2018 e nota che nel periodo pre-direttiva (2008-2014), la disclosure non finanziaria veniva redatta dal 42% delle imprese europee, mentre nel periodo post-direttiva (2015-2018) viene pubblicata dal 66% delle imprese. Per Cuomo et al., la normativa ha dunque avuto un effetto positivo sulla trasparenza delle imprese europee. La normativa ha incoraggiato le imprese ad aumentare le loro attività utili per ambiente e società per poter segnalarlo agli investitori nel report non finanziario; il livello di coinvolgimento dell’impresa in attività giovevoli ad ambiente e società sono

aumentati sensibilmente nelle imprese che hanno redatto l'informativa dopo l'entrata in vigore della direttiva europea. Ciò è anche dato dal fatto che la normativa si rivolge solamente ad imprese di grandi dimensioni (con più di 500 dipendenti); le imprese più grandi infatti, disponendo di risorse economiche e capacità di spesa maggiori, hanno la possibilità di investire di più in pratiche di sostenibilità. Tuttavia proprio, per questo motivo, molte tra le imprese più grandi avevano già cominciato ad investire in attività sostenibili prima dell'attuazione della normativa e a condividere un report circa queste attività volontariamente, prima che ciò fosse normato dalla direttiva. La crescita di informazioni non-finanziarie è dovuta infatti principalmente alle imprese più piccole (comunque con numero di dipendenti superiore a 500) che non redigevano un report di sostenibilità prima e che hanno cominciato per via della normativa. Lo studio di Cuomo et al. dimostra che le imprese il cui valore totale degli assets è inferiore alla mediana del campione (dunque le imprese più piccole) hanno incrementato maggiormente le attività utili ad ambiente e società e le informazioni pubblicate a riguardo, constatando che la direttiva ha avuto un impatto maggiore sulla trasparenza e la sostenibilità per imprese con risorse inferiori. Questo risultato dimostra che la normativa NFRD ha spinto le imprese meno disposte a investire risorse nell'attuazione e rendicontazione di pratiche sostenibili a doverlo fare, incrementando nel mercato la quantità di informazioni disponibili e le attività sostenibili.

Grazie a questi dati la Commissione Europea ha deciso di estendere l'obbligo di rendicontazione delle attività ESG anche alle imprese con numero di dipendenti inferiore a 500 con la recente direttiva CSRD "Corporate Sustainability Reporting Directive" n. 2464 del 2022.

Lo studio di Cuomo et al. (2022) analizza anche gli effetti della normativa NFRD sul costo del capitale; la letteratura, come sostenuto precedentemente, concorda sul fatto che un coinvolgimento attivo dell'impresa in pratiche di sostenibilità fidelizza i clienti, riduce i rischi e il costo del capitale. Infatti, raccogliendo i dati, il paper dimostra che la normativa europea riduce il costo dell'equity e il rischio sistematico per le imprese che adottano il report non finanziario. Lo studio compara poi le disclosure non finanziarie delle imprese europee interessate dalla normativa con quelle delle imprese americane, non normate da una direttiva specifica come quelle europee (vengono scelte imprese americane simili a quelle europee per dimensione, ROA, asset turnover ecc.) dimostrando che la quantità di informazioni sulla sostenibilità pubblicato dalle imprese europee (già sensibilmente

maggior rispetto al quantitativo di informazioni reso pubblico dalle imprese statunitensi) aumenta in maniera molto maggior rispetto a quelle delle società americane dopo l'introduzione della normativa.

Un dubbio che ha suscitato la normativa NFRD è che avrebbe potuto aumentare i casi di "greenwashing". Il greenwashing, tradotto letteralmente come "lavaggio in verde", è una pratica scorretta che attuano le imprese per dimostrarsi "green" all'apparenza al fine di migliorare la propria reputazione, senza in realtà attuare effettivamente pratiche sostenibili. Negli anni è stata utilizzata da imprese come Coca Cola, Eni e Ikea solo per citarne alcune, che hanno pubblicizzato come green, eco o sostenibile un prodotto senza che questo in realtà lo fosse. Il timore è che in seguito all'implementazione di una normativa che impone alle imprese di comunicare informazioni riguardanti le pratiche di sostenibilità in atto aumentino i casi di greenwashing, comunicando nel report finanziario attività sostenibili senza che queste siano state effettivamente intraprese. Per verificare se questo dubbio fosse fondato, il paper di Cuomo et al. Analizza i rating ESG e gli incidenti ESG prima e dopo l'introduzione della normativa, per verificare se le maggiori informazioni sulla sostenibilità divulgate dalle imprese esprimessero effettivamente un impegno maggior a livello ambientale e sociale o se la sostenibilità dichiarata fosse solo di facciata. Lo studio conferma che dopo l'introduzione della normativa europea NFRD l'aumento delle informazioni sulla sostenibilità pubblicate è positivamente correlato con un aumento degli score ESG (che segnalano un aumento delle attività a livello ambientale, sociale e di governance) e allo stesso tempo negativamente correlato con il numero di incidenti ESG, che è calato. Le informazioni pubblicate dunque riflettono un effettivo maggior coinvolgimento delle imprese europee in pratiche di sostenibilità e dunque la direttiva NFRD ha aumentato il numero di informazioni ESG sul mercato senza incrementare i casi di greenwashing. Ciò è dovuto dal fatto che per le imprese attuare questa pratica può aiutare ad accrescere i profitti ma è molto rischiosa; una volta scoperte vengono infatti spesso condannate a pagare multe per pubblicità ingannevoli e subiscono danni reputazionali ingenti, minando la fiducia dei consumatori. I rating ESG, nonostante i sopracitati temi riguardanti comparabilità e trasparenza, oggi forniscono una buona indicazione riguardante le effettive pratiche di sostenibilità di un'impresa, per questo per le società chiamate a redigere un documento con informazioni non-finanziarie non è una buona mossa ingannare investitori e consumatori attraverso pratiche di greenwashing. Questo a maggior ragione quando le

imprese, come in questo caso, sono imprese di grandi dimensioni (sopra i 500 dipendenti) per le quali l'impatto mediatico di un caso di greenwashing ha una portata maggiore e provoca perdite più ingenti. Lo studio quindi conclude che la normativa Non Financial Reporting Directive introdotta dal Parlamento Europeo nel 2014 ha avuto un impatto decisamente positivo: ha infatti raggiunto l'obiettivo primario di aumentare la trasparenza delle imprese riguardo al tema della sostenibilità incrementando il numero di informazioni a tema sociale e ambientale pubblicato attraverso il report non finanziario; inoltre attraverso il raggiungimento di questo scopo sono incrementate le attività sostenibili messe in atto dalle imprese, si è ridotto il rischio sistematico e, conseguentemente, il costo del capitale.

Anche uno studio di Cordazzo et al. (2020) verifica se con l'attuazione della direttiva UE NFRD del 2014 le imprese chiamate a redigere obbligatoriamente una non-financial disclosure hanno effettivamente incrementato il numero di informazioni non finanziarie comunicate. Lo studio prende a campione le società italiane quotate alla Borsa di Milano a fine 2016 e a fine 2017 (in Italia la direttiva UE 95/2014 è stata implementata attraverso il decreto legislativo 254 del 2016) e parte dal concetto teorico alla base della normativa, secondo il quale una transizione da un regime volontario a obbligatorio possa incrementare la quantità di informazioni disponibili sul mercato perché le imprese che non le pubblicavano ora sono obbligate a farlo e le imprese che già lo facevano saranno spinte a migliorare la disclosure (o quantomeno mantenerla tale) per emergere rispetto alle altre.

Questo assunto trova riscontro in uno studio di Ioannou et al. (2017) che compara gli ESG Disclosure Scores (punteggi assegnati da Bloomberg che valutano la trasparenza e la completezza delle informazioni sulla sostenibilità pubblicate dalle imprese) delle imprese obbligate a redigere queste informazioni con quelli delle imprese non obbligate. Lo studio prende in considerazione imprese da 4 paesi nel mondo, Cina, Malesia, Danimarca e Sud Africa e sebbene solo le imprese danesi siano interessate dalla normativa europea la ricerca dimostra che in generale una direttiva che norma i principi per una disclosure obbligatoria ottiene i risultati ricercati in termini di quantità e qualità delle informazioni. Le imprese interessate dalla normativa che le obbliga a redigere un documento informativo riguardante temi non finanziari (treated) e le imprese non interessate da questa legge (control) prima dell'avvento della normativa (-2 e -1) mantenevano livelli identici di ESG Disclosure Score (come è rappresentato dalla Figura

9), divulgavano cioè la stessa quantità di informazioni ESG. Al tempo 0 però (in cui è stata attuata la legge) c'è un incremento significativo dello score, creando un gap tra le informazioni pubblicate dalle imprese *treated* e *control* che si protrae anche per i due anni successivi. Inoltre le imprese interessate dalla normativa tendono a far certificare la dichiarazione sulla sostenibilità da un ente esterno che ne accerti la veridicità delle informazioni; in media le certificazioni sulle disclosure non finanziarie sono maggiori del 4-7% nelle imprese interessate dalla normativa rispetto a quelle non obbligate a pubblicare informazioni ESG.

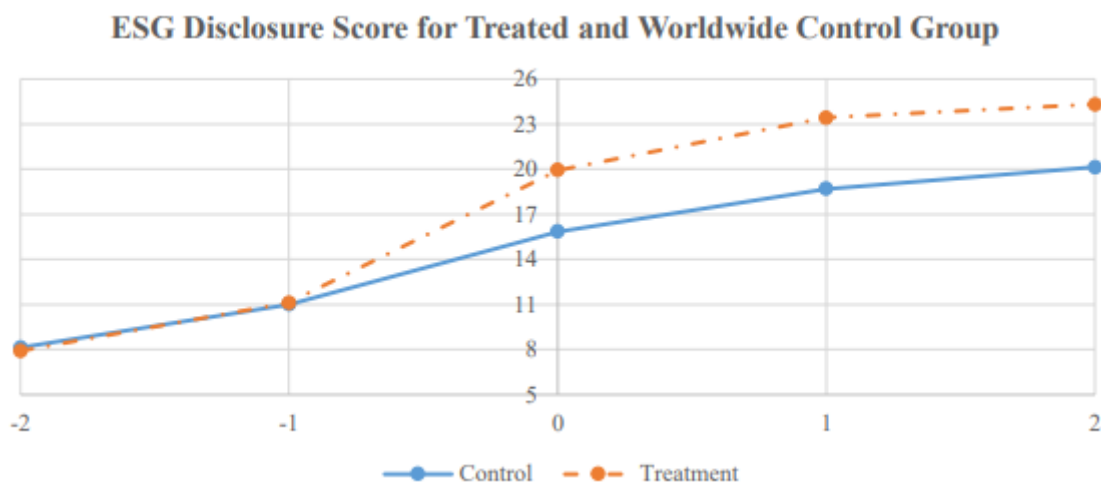


Figura 9. ESG Disclosure Score assegnato da Bloomberg alle imprese obbligate a divulgare informazioni sulla sostenibilità (treatment) e alle imprese non obbligate (control) prima e dopo l'introduzione della normativa. Ioannou et al.

Tornando al paper di Cordazzo et al., questo, in linea con la letteratura e con l'analisi empirica di Ionnanu et al., documenta un discreto aumento delle informazioni non finanziarie (o informazioni ESG, per la Commissione Europea sono sinonimi) dovuto principalmente alle imprese che prima del decreto legislativo non divulgavano questo tipo di informazioni, soprattutto riguardanti l'ambiente, la società e i dipendenti. Le imprese che invece già pubblicavano queste informazioni prima della normativa non apportano cambiamenti significativi alla loro disclosure. Il livello e la quantità di informazioni fornite dalle imprese che redigono un'informativa non finanziaria per la prima volta è sensibilmente inferiore a quello delle imprese che lo facevano già volontariamente; ciò è dovuto al fatto che la normativa richieda solo una quantità minima di informazioni. Lo studio infine analizza la correlazione tra la disclosure non finanziaria e l'andamento del prezzo dell'azione in borsa dopo l'introduzione della

normativa notando che il prezzo dell'azione non è associato alle informazioni non finanziarie quanto invece lo è ai numeri della contabilità. Questo risultato è in contrapposizione con precedenti evidenze che documentano una correlazione positiva tra le informazioni ESG pubblicate e l'andamento del prezzo delle azioni. La differenza potrebbe essere spiegata dal fatto che la quantità di informazioni richiesta dal decreto legislativo è minima mentre gli studi precedenti hanno esaminato casi in cui le informazioni sulla sostenibilità fornite erano molto dettagliate. Lo studio inoltre è in contrasto con altri paper che hanno trovato una significativa correlazione tra le dichiarazioni di sostenibilità e il valore delle azioni in imprese francesi, svedesi, finlandesi e inglesi, che in quanto, come l'Italia, Stati membri dell'Unione Europea hanno dovuto attuare la stessa normativa; la differenza sembra indicare che motivi geografici possano aver influito. La ricerca suggerisce dunque che sebbene la normativa NFRD abbia portato dei miglioramenti nelle informazioni circa i temi ESG pubblicate dalle imprese, delle direttive più dettagliate potrebbero aumentare il livello delle informazioni divulgate dalle società che non lo facevano già volontariamente prima, in quanto sensibilmente inferiori a quelle pubblicate dalle imprese che già redigevano una non-financial disclosure volontariamente.

Infine, un ulteriore paper di Ottenstein et al. (2021) dimostra che la direttiva europea NFRD ha prodotto significativi miglioramenti nella quantità delle informazioni sulla sostenibilità divulgate e nella qualità di tali informazioni, poiché ha prodotto un incremento delle certificazioni esterne sui report. Lo studio dimostra che la direttiva ha raggiunto l'obiettivo di aumentare la trasparenza per via di una migliore informazione ma non quello di aumentare la comparabilità, che rimane un tema da risolvere. Ciò sembra essere dovuto alla differenza già sottolineata tra la quantità di informazioni pubblicata dalle imprese che già le comunicavano prima della normativa e quelle che invece hanno dovuto cominciare dopo la normativa, attenendosi al minimo richiesto dalla legge. Una normativa che imponga una maggior precisione e un maggior numero di informazioni riguardanti ambiente, società e governance potrebbe risolvere anche questo tema.

Oltre ad aumentare il numero e la qualità delle informazioni pubblicate dalle imprese al fine di renderle più facilmente comparabili, l'obiettivo della normativa NFRD del 2014 è anche quello di far aumentare le pratiche di sostenibilità alle imprese chiamate a redigere questa informativa; un'impresa obbligata a pubblicare un documento

indirizzato al pubblico, agli investitori e ai vari stakeholder sarà incentivata a far sì che il suo contenuto sia positivo. Un articolo di Cicchiello et al. (2022) analizza gli effetti della normativa europea per verificare se ha effettivamente incrementato le performance ESG delle imprese. Lo studio sottolinea inizialmente che l'obbligatorietà di queste comunicazioni può stimolare le imprese che non redigevano spontaneamente un report di sostenibilità a migliorare e incrementare i loro comportamenti sostenibili e socialmente responsabili, inoltre può spingere le imprese che già prima della normativa adempivano spontaneamente a comunicare queste informazioni a fare ancora meglio in quanto dovranno fare sforzi maggiori se vogliono spiccare sulle altre imprese. Nello studio di Cicchiello et al. vengono analizzati i rating ESG di 429 imprese europee quotate e rientranti nell'indice EuroStoxx 600 e comparati ai rispettivi rating di 437 imprese statunitensi (dunque non interessate dalla normativa NFRD) appartenenti all'indice S&P 500; il periodo di misurazione dei dati parte dal 2015 (quando cioè è stata recepita la normativa) e termina nel 2020. Lo studio dimostra che la normativa che rende le comunicazioni sulla sostenibilità da facoltative a obbligatorie impatta in maniera significativa sulle imprese europee, in particolare lo studio evidenzia un considerevole incremento dei rating ESG nelle 429 imprese europee prese a campione nel periodo di riferimento. Questi risultati sono attribuibili principalmente a un aumento della "pressione" esterna degli stakeholder, quali ad esempio gli investitori e la società in cui opera l'impresa, a cui è diretto il documento informativo.

Un effetto positivo sui rating di sostenibilità viene documentato anche per la normativa "Sustainable Finance Disclosure Regulation" (SFDR) del 2019, che disciplina la trasparenza dei partecipanti al mercato finanziario europeo, ovvero tutti i gestori di portafogli di investimento, dalle società di investimento ai fondi pensionistici. Uno studio di Becker et al. (2022) ipotizza che siccome la normativa obbliga i gestori a informare quali fondi considerano i fattori ESG (e come vengono rispettati) e quali invece non li considerano (e perché non lo fanno) dalla sua introduzione i portafogli sostenibili sono cresciuti.

Becker et al. (2022) prende a campione circa 10.000 fondi di investimento europei (e dunque interessati dalla normativa SFDR) e 15.000 fondi di investimento americani e scopre che dall'introduzione della normativa nel 2019 i rating ESG dei fondi europei sono cresciuti significativamente di più in comparazione ai rating dei fondi statunitensi. L'obiettivo della normativa, cioè muovere i capitali dei fondi di investimento verso

asset più sostenibili è stato dunque raggiunto. Lo studio inoltre nota che i fondi con un miglior rating di sostenibilità attraggono più capitali; dopo l'introduzione del regolamento SFDR infatti i fondi più sostenibili hanno generato in media lo 0,5% in più di afflussi mensili di capitale. Ciò, conclude, è dovuto a una maggior trasparenza e all'incremento di investimenti sostenibili.

Una delle normative più importanti implementate dall'Unione Europea per migliorare la trasparenza delle informazioni sulla sostenibilità è il regolamento UE 2020/852, che istituisce una tassonomia con l'obiettivo di armonizzare la definizione di "sostenibilità" che ogni impresa dà. La tassonomia consiste in un sistema di classificazione che stabilisce quali attività economiche sono considerate sostenibili e quali no, fornendo una adeguata definizione. Questo sistema deve essere applicato dagli stati membri per definire univocamente e in maniera armonizzata se e in che misura un'attività economica è sostenibile; inoltre le imprese obbligate dalla normativa NFRD del 2014 a redigere un'informativa di carattere non finanziario devono comunicare in tale documento se le attività svolte sono sostenibili ai sensi del regolamento, come, in che misura e per quale quota di fatturato, di spesa operativa e spesa in conto capitale. Questo dovrebbe aumentare non di poco la comparabilità delle informazioni sulla sostenibilità divulgate dalle imprese, incrementando a cascata anche la comparabilità dei rating ESG. La tassonomia infatti potrebbe diventare parte integrante del processo di valutazione da parte delle agenzie di rating. Uno studio di Dumrose et al. (2022) analizza se c'è una correlazione tra la tassonomia e il rating ESG delle imprese chiamate ad utilizzarla; in particolare se al variare della quota di fatturato che secondo la tassonomia proviene da attività sostenibili varia anche la componente ambientale (E) del rating ESG dell'impresa (le agenzie di rating prese a campione sono MSCI, S&P, Refinitiv e V.E). I risultati dello studio dimostrano una significativa correlazione tra il fatturato proveniente da attività sostenibili e il rating ambientale dei vari emittenti analizzati. La correlazione è particolarmente forte quando la totalità del fatturato proviene da attività definite sostenibili dalla tassonomia. Questo avviene per tutti rating ambientali tranne quello fornito dall'agenzia S&P, per il quale non si nota un'effettiva correlazione con la quota di fatturato interessato dalla tassonomia. Ciò dimostra che, sebbene la normativa europea abbia fortemente contribuito a ridurre il problema della comparabilità tra i rating ESG standardizzando le informazioni sulla sostenibilità pubblicate dalle imprese, c'è ancora molto lavoro da fare per armonizzare le valutazioni sulla sostenibilità espressi dalle

agenzie di rating; rimangono infatti delle divergenze nei fattori e nelle modalità di valutazione che causano differenze talvolta significative tra un rating ESG e un altro. Migliorare la comparabilità, la completezza e l'attendibilità delle informazioni sulla sostenibilità e dei rating ESG è l'obiettivo primario della nuova direttiva europea CSRD, Corporate Sustainability Reporting Directive, pubblicata in gazzetta ufficiale a dicembre 2022. Data la recente pubblicazione in letteratura non ci sono ancora studi che ne esaminino l'efficacia su imprese e rating, tuttavia è possibile cercare di analizzare il testo della direttiva prevedendo gli effetti che avrà, facendo ricorso alla letteratura a disposizione. La direttiva CSRD rimpiazza la normativa Non Financial Reporting Directive del 2014 estendendo il numero di imprese chiamate ad adempiervi e incrementando la quantità di informazioni da comunicare. Il numero di imprese interessate dalla normativa cresce da quelle con numero di dipendenti superiore a 500 a tutte le imprese che operano nel territorio dell'Unione, escluse le microimprese, più tutte le grandi compagnie di assicurazione e i gruppi bancari. Vengono incluse anche le imprese con sede in terzo stato estero che controllano una figlia operante nell'Unione. Dalle stime della Commissione Europea la nuova direttiva dovrebbe incrementare il numero di imprese chiamate a redigere un'informativa sulla sostenibilità dalle 12.000 scarse della precedente NFRD alle quasi 50.000 della normativa CSRD. Come anticipato la direttiva amplia anche la quantità e la qualità delle informazioni da includere nel report. Oltre a quelle già richieste dalla precedente normativa infatti le imprese dovranno implementare l'informativa con: contenuti più estesi e più specifici riguardanti anche quali sono gli scopi e gli obiettivi da raggiungere attraverso l'attuazione di attività sostenibili e quali sono le strategie messe in atto per raggiungerli; lassi di tempo specifici per l'attuazione di tali strategie, elaborati partendo dai dati storici e stimando i dati futuri; nuovi contenuti riguardanti soprattutto la governance, la catena del valore, i rapporti commerciali, i prodotti e i servizi ma anche il capitale intellettuale, umano, sociale e relazionale. Questi requisiti più scrupolosi integrano la precedente normativa, spesso criticata poiché richiedeva il minimo indispensabile (a cui spesso le imprese si attenevano), richiedendo una mole di informazioni molto maggiore al fine di incrementare la trasparenza e la completezza dei dati pubblicati dalle società. Oltre a questo la nuova direttiva mantiene l'approccio del "comply or explain" che permette alle imprese la doppia possibilità di scegliere se redigere l'informativa o se spiegare perché non è stata redatta, tuttavia ora le imprese che decidono di non pubblicare alcune

informazioni devono esporre quali sono stati gli sforzi compiuti per ottenere quelle informazioni, i motivi che ne hanno impedito l'ottenimento e i piani per riuscire a ottenere in futuro tali informazioni; ciò dovrebbe almeno in teoria rendere più macchinoso omettere le informazioni richieste e spingere le imprese ad adempiere agli obbiettivi di sostenibilità e redigere il report. La nuova direttiva inoltre amplia a tutte le imprese indicate anche la tassonomia, imponendo dunque alla quasi totalità delle imprese europee di indicare quale quota dei ricavi e dei costi è ottenuta da attività definite sostenibili. La direttiva punta ad aumentare la comparabilità anche standardizzando le informazioni che sono tenute a comunicare le imprese, introducendo degli standard generali, degli standard specifici per settore e per impresa. Questi definiscono un certo numero di argomenti ESG che devono essere trattati all'interno dell'informativa. Per quanto riguarda la pubblicazione di queste informazioni la direttiva Corporate Sustainability Reporting Directive non prevede più la possibilità di redigere un documento a parte ma impone alle società interessate di includerla nella relazione sulla gestione, in modo da poter evidenziare meglio il rapporto tra le informazioni finanziarie e quelle sulla sostenibilità. Sarà responsabilità del consiglio di amministrazione redigere il report di sostenibilità e della società di revisione assicurarsi che venga redatto correttamente. Di fatto l'introduzione della normativa CSRD segna un solco tra il tempo del reporting volontario e il tempo del reporting obbligatorio, chiamando le imprese europee (ma anche le controllanti al di fuori dell'Unione che hanno società figlie che operano nel territorio europeo) a un grande sforzo e in molti casi a significativi investimenti. Ciò riguarda non solo le nuove imprese che non erano interessate dalla precedente normativa NFRD ma anche quelle che redigevano già l'informativa sulla sostenibilità, chiamate ad arricchire e integrare il report con nuove e più dettagliate informazioni. I dati presenti in letteratura indicano che ciò dovrebbe avere un effetto positivo sulla quantità di informazioni pubblicate dalle imprese e disponibili sul mercato.

Utilizzando le evidenze dello studio di Cuomo et al. precedentemente analizzato possiamo presupporre che la Corporate Sustainability Reporting Directive avrà un impatto ben superiore rispetto alla più vecchia NFRD del 2014. Questo non solo perché, come già scritto, riguarderà più di 4 volte le imprese interessate dalla precedente normativa ma anche perché la maggior parte di esse non redigevano prima alcuna informativa riguardante la sostenibilità. Lo studio di Cuomo et al. infatti dimostra che le

imprese di piccole dimensioni tendono a non divulgare informazioni riguardo alle proprie attività sostenibili quanto le imprese di grandi dimensioni, per ovvie questioni dovute a una minore capacità di investimento. Ciò è sostenuto anche da uno studio di Aggarwal et al. (2013) che conferma che le imprese più grandi riportano un maggior numero di informazioni sulla sostenibilità rispetto alle imprese di più piccole dimensioni; oltre a una maggior capacità di investimento le imprese di più grandi dimensioni solitamente sono più conosciute e dunque eventuali danni reputazionali dovuti a una scarsa attenzione alla sostenibilità producono in genere perdite maggiori, anche per questo la correlazione tra dimensione dell'impresa e quantità e qualità delle informazioni sulla sostenibilità divulgate è positiva. In questo contesto la normativa CSRD va a "colpire" proprio quelle imprese di piccole e medie dimensioni più restie a divulgare informazioni sulle proprie attività ESG, un po' perché poco virtuose in questi temi, un po' perché preferiscono veicolare le risorse limitate verso altre attività. Sotto questo punto di vista dunque c'è da aspettarsi che la direttiva europea raggiunga l'obiettivo di aumentare sensibilmente la quantità di informazioni a disposizione degli investitori e dei consumatori e che attraverso una standardizzazione riesca a incrementare la comparabilità di tali informazioni.

CAPITOLO 2.

La relazione con la performance.

2.1. Sostenibilità e performance: dagli anni '70 ad oggi.

Nel precedente capitolo sono state analizzate le varie normative europee messe in atto per rispondere all'esigenza degli investitori di avere a disposizione delle informazioni sulla sostenibilità complete, affidabili e più facilmente comparabili, in modo da poter effettuare con una miglior consapevolezza investimenti in società più attente a temi ESG. Come accennato, diversi studi hanno infatti dimostrato che investire in società che prestano più attenzione all'ambiente, alla società, al rispetto dei diritti umani e alla sostenibilità in generale non è solo una scelta corretta dal punto di vista etico ma può portare anche ritorni economici migliori. Sebbene si possa pensare che evidenze di una correlazione positiva tra le pratiche di sostenibilità e la performance aziendale siano solo relativamente recenti, in realtà i primi studi a riguardo furono condotti già negli anni '70. Nel 1971 il Wall Street Journal²¹ interrogò provocatoriamente i suoi lettori, chiedendo loro di immedesimarsi in un gestore di un fondo pensione e di dover scegliere se investire il capitale del fondo nella società A, che ha una crescita dei profitti del 20% annuo ma la cui fabbrica inquina l'aria e non assume gente di colore, oppure nella società B, che ha una crescita del 15% ma che è attenta ai temi ambientali e sociali e ha una buona reputazione. Prendendo spunto da questo interrogativo, Moskowitz redige nel 1972 un paper in cui elenca una serie di società che per vari motivi (controllo dell'inquinamento, assunzione di minorità, importi dati in beneficenza, numero di donne e persone di colore in posizioni manageriali ecc.) egli definisce, più o meno soggettivamente, attente ai problemi sociali e ambientali, istituendo una sorta di "indice ESG" personale.

Utilizzando i dati sugli utili per azione di 67 imprese americane (tra cui quelle virtuose contenute nel "portafoglio" di Moskowitz) tra il 1964 e il 1974, Sturdivant e Ginter scoprono nel 1977 che le imprese più socialmente responsabili hanno avuto una crescita maggiore rispetto a quelle meno responsabili, divise per settore. Sturdivant e Ginter affermano che le imprese gestite in maniera più socialmente responsabile avranno una crescita economica maggiore. Sempre in quegli anni, per precisione nel 1975, Bowman e

²¹ <https://dokumen.tips/documents/choosing-socially-responsible-stocks-moskowitz-1972.html?page=1>

Haire presero a campione 82 imprese nel settore alimentare classificandole a seconda del fatto che includessero o meno informazioni a tema responsabilità sociale nel report annuale di fine esercizio. Quelle che includevano queste informazioni ebbero nei 5 anni precedenti alla misurazione un ROE, ovvero un risultato netto rapportato al capitale proprio, mediamente maggiore rispetto a quello delle imprese che invece non fornivano informazioni sulla propria responsabilità sociale. Ad onor del vero, sempre in quegli anni un paper di Vance (1975) ha comparato i rendimenti delle azioni delle imprese virtuose di Moskowitz con quelli delle imprese dei 3 indici americani NYSE Composite Index, Dow Jones Industrials e Standard and Poor's Industrials tra il '72 e il '75 evidenziando che la maggior parte delle imprese del portafoglio di Moskowitz ebbero un rendimento in termini azionari inferiore. Cochran e Wood (1984) provarono a spiegare questa difformità tra lo studio di Sturdivant e Ginter e lo studio di Vance sostenendo che le imprese selezionate da Moskowitz avevano un beta superiore a 1, più aggressive e performanti in situazioni di crescita (bullish market), come nel periodo preso a campione da Sturdivant e Ginter, più rischiose e soggette a perdite maggiori nei periodi di decrescita (bearish market) come nel periodo analizzato da Vance. Un altro fattore da tenere in considerazione è che pur utilizzando dei criteri quali l'inquinamento dell'aria e il numero di dipendenti provenienti da una minoranza, la selezione di imprese di Moskowitz è pur sempre soggettiva.

Ciò che invece fecero Klassen e McLaughlin vent'anni dopo nel 1996 fu prendere in considerazione eventi oggettivi che certificarono la performance di sostenibilità di un'impresa e verificare se tali eventi erano correlati con un rendimento anomalo (per rendimento anomalo si intende la differenza tra il rendimento effettivo di un'azione meno il rendimento atteso, quando il rendimento effettivo è maggiore del rendimento atteso il rendimento anomalo è positivo, viceversa è negativo). Gli eventi oggettivi presi in considerazione per emettere un giudizio sull'impresa furono premi e riconoscimenti per l'impegno ambientale offerti da terze parti (per stabilire una performance di sostenibilità positiva) e ripetute investigazioni o richiami da parte di agenzie governative per l'ambiente (per stabilire una performance di sostenibilità negativa). Ciò, a detta degli autori, avrebbe dovuto eliminare le distorsioni sulla valutazione, presenti invece analizzando dati sulla sostenibilità rilasciati dall'impresa stessa; una certificazione (o un richiamo) da parte di un ente esterno indipendente assicura un'effettiva performance di sostenibilità positiva (o negativa). I risultati dello studio su

96 imprese evidenziarono un significativo rendimento anomalo positivo in seguito a un evento ambientale positivo e, viceversa, un rendimento anomalo negativo dopo eventi ambientali negativi, giungendo alla conclusione che il mercato reagisce valutando positivamente una buona performance di sostenibilità e aspettandosi un rendimento futuro più alto. Per Klassen e McLaughlin ciò è dovuto al fatto che una buona performance di sostenibilità aziendale contribuisce a ridurre i costi, ad esempio ottimizzando l'uso di materie prime e di energia e prevenendo incidenti ambientali, e a incrementare i ricavi, ad esempio producendo prodotti più sostenibili più apprezzati dal mercato. Quando questa gestione attenta della sostenibilità viene riconosciuta pubblicamente tramite l'assegnazione di un premio o di un riconoscimento ciò influenza positivamente la valutazione dell'impresa da parte degli investitori che si aspettano in futuro migliori risultati operativi.

Andando ancora avanti nel tempo, nel 2002 Simpson e Kohers esaminarono la relazione tra le pratiche di sostenibilità sociale e la performance finanziaria delle banche commerciali negli Stati Uniti. Il Community Reinvestment Act del 1977, che spinse le banche americane a fornire finanziamenti per aprire nuove attività anche in quartieri a medio o basso reddito, introdusse il CRA Rating, un punteggio elaborato dalle autorità di regolamentazione che valutava quanto le banche fossero disposte a concedere finanziamenti in quartieri a basso reddito e con un significativo numero di minoranze etniche. L'obiettivo del CRA era quello di combattere il "redlining" (letteralmente "tracciare una linea rossa"), pratica discriminatoria che consisteva nel vietare ai cittadini di minoranza ispanica e afroamericana di acquistare casa nei quartieri a maggioranza bianca, dove le condizioni di vita, servizi, sicurezza e scuole erano migliori. Lo studio di Simpson e Kohers utilizza proprio il CRA Rating per valutare la performance di sostenibilità sociale delle banche, che vengono divise in "outstanding" (cioè "eccezionale") e "needs to improve" ("è necessario migliorare"). Per misurare la performance finanziaria invece vengono utilizzati due indicatori: il ROA, cioè la redditività degli assets, e il rapporto tra perdite sui prestiti e prestiti totali. Come si evince dalla tabella presente nella Figura 10 entrambe le misure di performance finanziaria presentano parametri migliori nelle banche con punteggio CRA più alto; le banche con performance sociale "outstanding", infatti, hanno un ROA mediamente maggiore e perdite sui prestiti mediamente inferiori rispetto alle banche classificate come "needs to improve".

Financial performance	Social performance group	Group mean
Return on assets	Outstanding	1.750%
	Needs to improve	0.984%
Loan losses	Outstanding	0.478%
	Needs to improve	0.812%

Figura 10. ROA e perdite sui prestiti delle banche con alto e basso punteggio CRA. Simpson e Kohers.

5 anni dopo, nel 2007 Chang e Kuo redassero uno studio cercando di definire se ci fosse un'influenza dello sviluppo sostenibile sulla performance aziendale. Le 311 imprese selezionate per lo studio furono divise tra "high performers" e "low performers" a seconda di un buono o meno buono operato in termini di sostenibilità; i dati per formulare la divisione furono estrapolati da SAM (Sustainable Asset Management), un'entità indipendente che ha condotto ricerche sulla sostenibilità aziendale esaminando le policy e le strutture di management interno. La performance aziendale, espressa dagli indicatori di redditività del capitale proprio (ROE), degli assets (ROA) e delle vendite (ROS), viene influenzata positivamente dalla performance sostenibile. Sempre nel 2007 lo studio "*Does it pay to be good?*", letteralmente "fare del bene ripaga?" condotto da Margolis et al. analizza 167 studi redatti in 35 anni per verificare l'esistenza di una correlazione tra la CSP (Corporate Social Performance), cioè la performance sociale dell'impresa, e performance finanziaria. La correlazione trovata da Margolis et al. è positiva e significativa: investire in sostenibilità migliora la performance finanziaria. Ciò è dovuto principalmente al fatto che i "misfatti", come vengono chiamati nello studio, costano. Quando emergono scandali, frodi, violazioni delle leggi, cause legali il mercato reagisce negativamente, immaginando che l'impresa incorrerà in sanzioni o in spese legali che danneggeranno l'impresa stessa e che il danno subito alla reputazione causi una riduzione della domanda dei beni o servizi forniti dall'impresa portando a una diminuzione dei ricavi. Oltre a questo, gli investitori giudicheranno negativamente il management imputandogli una cattiva gestione. Il mercato infatti cerca sempre di trovare indicazioni finanziarie dalle notizie che trapelano sulla società e interpreta la performance sociale dell'impresa come indicatore della qualità del management, come previsione della futura domanda di beni o servizi da parte dei consumatori e dei futuri costi in cui incorrerà la società. Oltre a questo, in generale, gli investitori si aspettano che

buone notizie sulla sostenibilità attraggano nuovi investitori attenti alla responsabilità sociale e che il titolo della società venga inserito in fondi tematici; viceversa cattive notizie causano aspettative opposte. La performance ambientale poi gioca un ruolo sicuramente importante; l'attenzione degli investitori ma anche dei consumatori e della società in generale verso l'inquinamento delle acque, il rilascio di sostanze tossiche e l'utilizzo di energia fa sì che la performance ambientale sia positivamente correlata con la performance finanziaria. In secondo luogo, se da una parte "fare male" comporta costi e perdite ingenti, "fare bene" no. Margolis et al., infatti, analizzano anche gli studi che documentano una correlazione negativa tra la sostenibilità aziendale e la performance finanziaria e scoprono che solo il 2% di questi documenti un effetto negativo della performance di sostenibilità su quella finanziaria. Ciò, concludono, significa che le imprese che fanno del "bene" difficilmente ci perdono.

Arrivando infine ai giorni nostri nel 2020 uno studio di Gupta et al. ha cercato un'eventuale correlazione tra la sostenibilità ambientale e la performance aziendale in 150 imprese indiane. La misura di sostenibilità usata nello studio è la "Triple Bottom Line", che attraverso un questionario elabora un punteggio con cui valuta i tre fattori per una crescita sostenibile, definiti le 3 P: *profit, people, planet*, ovvero i fattori economico, sociale e ambientale; ai fini dello studio è stato valutato solo il punteggio ambientale della Triple Bottom Line. Le misure di performance aziendale considerate sono la performance finanziaria (il ROE), la soddisfazione del cliente, l'efficienza organizzativa e il tasso di innovazione. La sostenibilità ambientale ha una correlazione positiva con tutte e quattro le variabili di misurazione della performance aziendale. Gli autori spiegano che questi effetti sono principalmente dovuti alla transizione sostenibile che hanno cominciato a intraprendere recentemente le imprese indiane, la quale viene premiata da grossi investimenti dall'estero. Ciò inoltre aumenta la fiducia e la soddisfazione dei clienti; mentre un uso più efficiente delle risorse contribuisce a migliorare e innovare i sistemi di produzione interni.

Sempre nel 2020 uno studio di Partalidou et al. testa la relazione tra la performance ambientale e la performance finanziaria nelle 45 società del settore alimentare presenti nell'indice globale di Thomson Reuter nel periodo 2012 - 2017. Il paper dimostra che la performance finanziaria, espressa nella misura dei ricavi operativi, è influenzata positivamente dalla performance ambientale, ricavata dal punteggio ambientale elaborato dallo stesso provider Thomson Reuter. Non solo, secondo lo studio le iniziative

responsabili a livello ambientale, sociale e di governance sono uno dei fattori determinanti per la performance finanziaria; ciò è dovuto dal fatto che, sebbene implementarle e documentarle sia impegnativo e costoso i benefici apportati a livello finanziario siano comunque eccedenti i costi. Per questo gli autori concludono sostenendo che le imprese dovrebbero considerare gli sforzi per ridurre il loro impatto ambientale non come un costo o un'imposizione da parte dei legislatori ma come un'opportunità di investimento redditizia. Questo si applica a maggior ragione alle imprese del settore agroalimentare, le quali emettono una grossa fetta dell'anidride carbonica emessa nel mondo ogni anno (si stima sia oltre un terzo) consumando molte risorse, a partire dall'acqua; migliorare l'efficienza produttiva riducendo l'uso delle risorse e l'impatto ambientale riduce i costi operativi e contribuisce a realizzare prodotti innovativi e di qualità maggiore.

Govindan et al. (2020) hanno poi esaminato la relazione tra la sostenibilità della supply chain, ovvero la catena di approvvigionamento, e la performance aziendale. L'obiettivo era quello di verificare se all'aumentare della sostenibilità della catena di approvvigionamento ci fosse anche un beneficio in termini finanziari per l'impresa. Lo studio si basa sulle scoperte empiriche di Hart (1995) e De Sousa Jabbour et al. (2014) che asseriscono che un incremento dell'efficienza dei processi, la riduzione nell'uso dei materiali e delle emissioni di anidride carbonica migliorino la performance finanziaria dell'impresa (oltre che, ovviamente, quella ecologica). Govindan et al. analizzano 129 studi riguardanti la sostenibilità della catena di approvvigionamento e la performance aziendale e scoprono che le pratiche di sostenibilità della supply chain, ovvero quella serie di pratiche che migliorano la performance ambientale durante l'approvvigionamento, lo sviluppo, la produzione e la distribuzione di un prodotto o un servizio al consumatore finale, sono positivamente correlate con la performance finanziaria e operativa delle imprese. Ciò dipende dal fatto che gli investimenti nella sostenibilità della supply chain portano a un incremento del vantaggio competitivo, che si traduce in una migliore performance finanziaria rispetto a quella delle imprese con una catena di approvvigionamento meno sostenibile. L'impatto delle pratiche di sostenibilità sulla performance finanziaria e operativa è in crescita rispetto agli ultimi anni, il che dovrebbe spingere le imprese a investire maggiormente in sostenibilità rispetto agli anni precedenti. Una correlazione maggiore tra sostenibilità della supply chain e performance aziendale si nota anche per le imprese appartenenti a paesi in via

di sviluppo e per le imprese manifatturiere rispetto alle imprese di servizi. Questo significa che le imprese dell'industria manifatturiera e quelle appartenenti a paesi in via di sviluppo dovrebbero investire di più nella sostenibilità della propria catena di approvvigionamento per sfruttare questo incremento di performance.

2.2. Reporting e performance.

Una buona performance di sostenibilità, come visto nel paragrafo precedente, è un fattore incisivo e, in alcuni casi, determinante della performance finanziaria e ciò è stato confermato da numerosi studi condotti negli ultimi 50 anni. Ciò, come visto, è dovuto in parte a una riduzione dei costi causata da un minore e migliore uso delle risorse e da una riduzione del rischio di incidenti; in parte a una crescita dei ricavi operativi dovuti alla realizzazione di prodotti o servizi realizzati in modo più sostenibile e dunque più apprezzati dal mercato. L'evidenza empirica suggerisce infatti di considerare le spese sostenute per migliorare la sostenibilità non come un costo ma come un investimento. Come accennato in alcuni studi, uno degli effetti positivi maggiori sulla performance aziendale avverrebbe nel momento in cui il mercato viene a conoscenza delle pratiche di sostenibilità introdotte dall'impresa, giudicandole in maniera positiva e aspettandosi dei rendimenti più alti in futuro. Proprio per questo motivo, la disclosure di informazioni di sostenibilità è una pratica decisamente importante per ottimizzare i benefici delle attività sostenibili messe in atto dall'impresa. Le direttive a riguardo elaborate dal Parlamento e dalla Commissione Europea potrebbero dunque permettere alle imprese, attraverso una maggiore quantità (e qualità) di informazioni di sostenibilità pubblicate, di beneficiare di un incremento della performance finanziaria e della reputazione.

Uno studio di De Klerk et al. (2015) mira a verificare attraverso dati empirici la teoria secondo la quale gli investitori, in assenza di informazioni riguardo un determinato aspetto (come la sostenibilità), tendono a presumere a tal proposito lo scenario peggiore. Ciò è dovuto al fatto che, in base alla teoria dell'agenzia, gli investitori non posseggono le stesse informazioni di cui dispongono gli amministratori; quando questi ultimi ne omettono delle ulteriori l'asimmetria informativa aumenta e gli investitori si attendono un rischio maggiore. In particolare, gli investitori temono rischi di incidenti ESG che, come anticipato nel primo capitolo, in genere portano a un ridimensionamento della reputazione dell'impresa, con le conseguenti perdite finanziarie; senza informazioni a riguardo gli investitori chiedono un rendimento più alto per compensare il maggiore

rischio. Per verificare questa tesi gli autori prendono a campione 89 tra le imprese più grandi (per ricavi) nel Regno Unito utilizzando i dati sulle misurazioni dei report di sostenibilità effettuate dalla società di consulenza KPMG. Lo studio dimostra che la disclosure di informazioni riguardanti la responsabilità sociale delle imprese è positivamente correlata con l'andamento del prezzo delle azioni delle società prese a campione. La correlazione è positiva e significativa sia per i valori delle azioni campionati 3 mesi dopo la pubblicazione della disclosure sia per gli stessi prezzi raccolti un anno dopo la pubblicazione. Ciò dimostra che una maggiore e più dettagliata disclosure di informazioni sulla sostenibilità è causa di una maggior crescita del prezzo delle azioni, indicando una maggior fiducia da parte degli investitori. La correlazione tra disclosure di sostenibilità e prezzo delle azioni è maggiore per quelle imprese operanti nei settori più "sensibili" ai cambiamenti climatici (e che dunque incorrono maggiormente in rischi ESG) quali ad esempio i settori energetici, la costruzione, gli scavi e le estrazioni, la manifattura ecc. La correlazione è inoltre maggiore se vengono escluse dal campione le imprese del settore bancario e assicurativo.

Uno studio di Chen e Xie (2022) mira a studiare la medesima correlazione nelle imprese cinesi. Le società prese in considerazione sono imprese non bancarie quotate la cui performance finanziaria (espressa come la Q di Tobin) viene valutata dal 2000 al 2020. Com'è osservabile dalla Figura 11, quando le imprese cinesi hanno cominciato a divulgare informazioni riguardanti la sostenibilità la performance finanziaria è cresciuta, subendo un balzo significativo. La Q di Tobin, che esprime il rapporto tra il valore di mercato di azioni e obbligazioni emesse da una società e il valore dell'attivo della stessa, è cresciuta significativamente di più a partire dall'anno in cui per la prima volta è avvenuta la disclosure ESG rispetto agli anni precedenti in cui non è stata redatta, mantenendo anche negli anni successivi una crescita maggiore rispetto al periodo pre-disclosure.

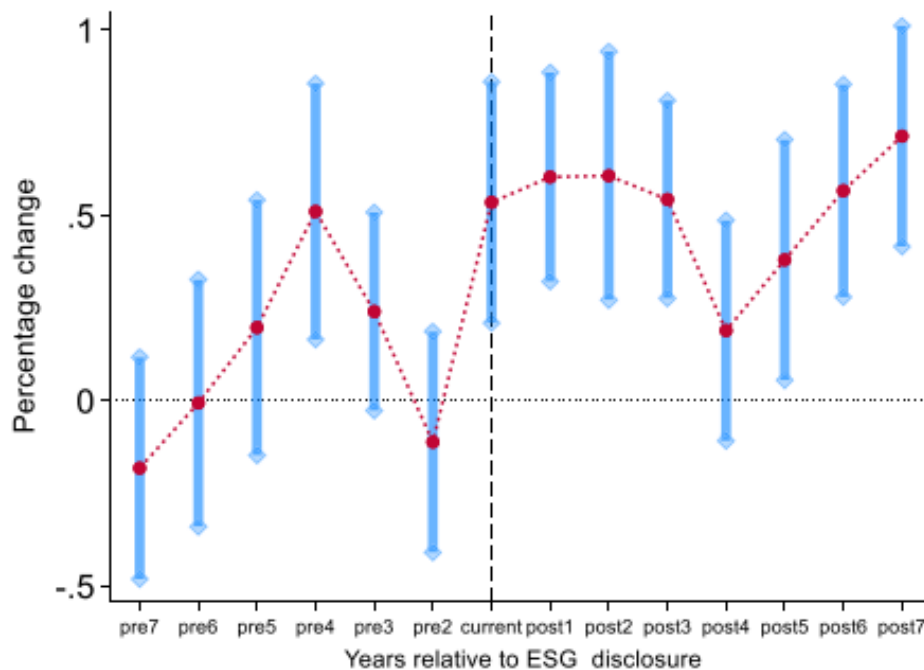


Figura 11. Variazione percentuale della Q di Tobin prima e dopo la disclosure ESG. Chen e Xie.

Lo studio analizza anche l'impatto della disclosure ESG sulla performance aziendale servendosi di altri indicatori contabili come il ROE, il ROA e il rapporto passività su assets. Come si evince dalla Figura 12 sia il ROE che il ROA crescono ad un ritmo maggiore dopo che le imprese cinesi hanno iniziato a divulgare informazioni sulla sostenibilità nei propri report. Il rapporto di indebitamento invece, se prima della disclosure tendeva a crescere in maniera piuttosto costante, dopo ha cominciato a decrescere, indicando che le imprese hanno meno necessità di fare ricorso al debito, diminuendo i rischi. Lo studio conclude affermando che la pubblicazione di informazioni riguardanti i fattori ESG ha attirato nuovi investitori sensibili a questi temi, che hanno contribuito a far migliorare la performance finanziaria dell'impresa; la crescita degli indicatori di performance (Q di Tobin, ROA e ROE) ha subito una crescita significativa dopo la pubblicazione dei report ESG. Grazie ai nuovi investimenti le imprese hanno potuto negli anni successivi fare un ricorso minore al debito, diminuendo costantemente il rapporto di indebitamento riducendo i rischi ad esso legati.

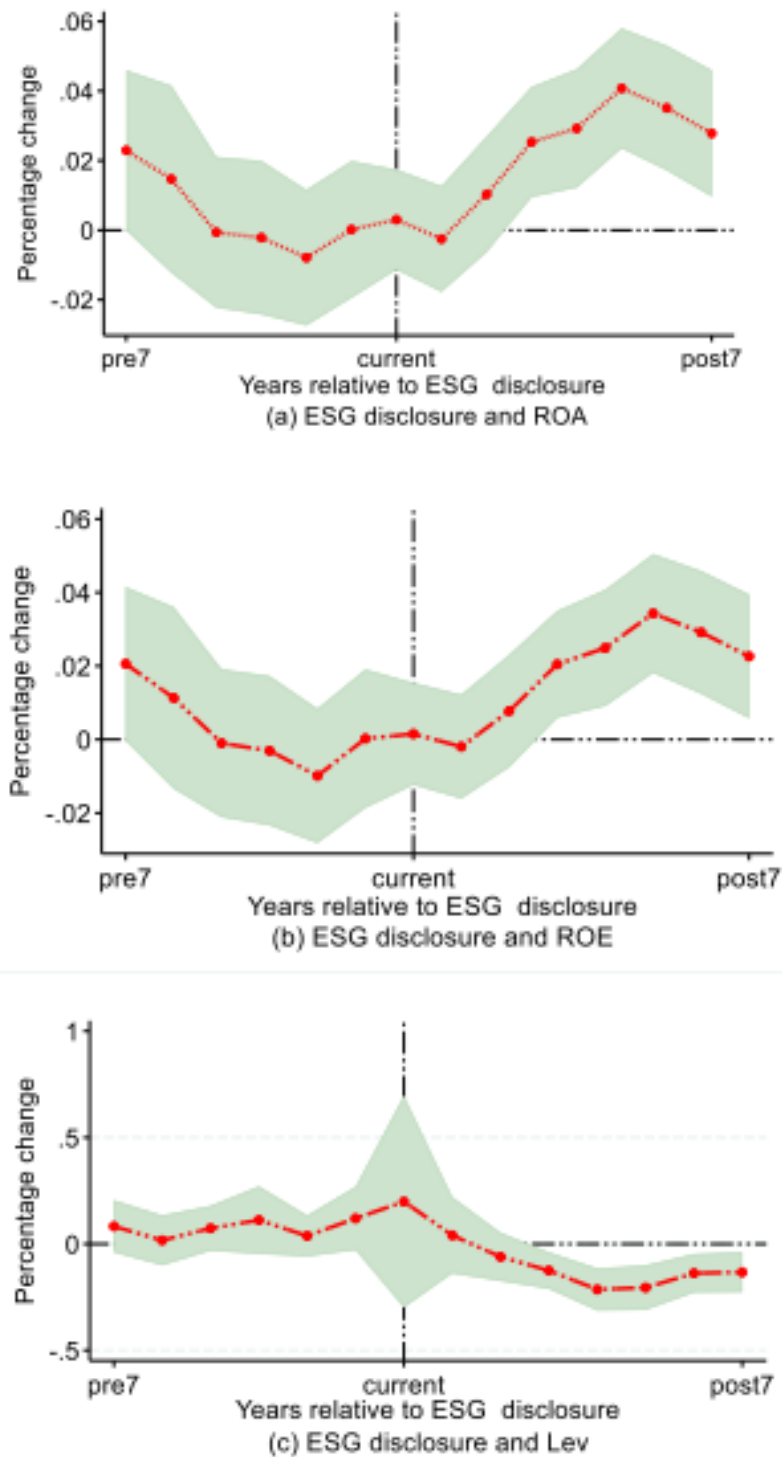


Figura 12. Variazione percentuale di ROA, ROE e rapporto di indebitamento prima e dopo la disclosure ESG. Chen e Xie.

Più vicino a noi, Carnini Pulino et al. (2022) hanno investigato sugli impatti della disclosure ESG sulla performance aziendale nelle imprese italiane trovando simili risultati. In particolare, raccogliendo dati delle imprese italiane quotate dal 2011 al 2020 hanno riscontrato un effetto positivo della disclosure ESG sulle prestazioni aziendali,

espresse come EBIT e ROA. La disclosure ESG, così come le tre voci singole che la compongono (ambiente, società e governance), sono tutte significativamente e positivamente correlate con l'EBIT. Ciò secondo gli autori è dato dal fatto che i consumatori sono più disposti a comprare (e a pagare di più) prodotti o servizi quando questi sono legati a pratiche sostenibili rispetto a quelli che non lo sono. Infatti, l'attenzione al riciclo, l'uso responsabile ed efficiente delle risorse, il rispetto dei diritti umani e dei lavoratori sono fattori che arricchiscono il prodotto o il servizio e che, al momento dell'acquisto, vengono valutati positivamente dai consumatori, i quali sono disposti a pagare un prezzo più alto. Questo fa sì che gli utili aumentino e di conseguenza l'EBIT. La disclosure ESG, invece, non sembra avere nelle imprese italiane un impatto significativo sul ROA. Infatti, se all'aumentare del punteggio della disclosure sociale e di governance il ROA aumenta, all'aumentare del punteggio della disclosure ambientale il ROA diminuisce. Questo è dovuto al fatto che le pratiche di sostenibilità ambientale enunciate nella disclosure sono in genere investimenti infrastrutturali volti a ridurre i consumi di elettricità, gas o acqua e a ridurre le emissioni di anidride carbonica, come ad esempio installazione di pannelli fotovoltaici, acquisto di macchinari più efficienti, veicoli elettrici o meno inquinanti ecc. Questi nuovi investimenti accrescono il valore degli assets dell'impresa, abbassando il ROA nel breve periodo, poiché risente solo dell'effetto dell'incremento dell'attivo senza considerare i costi ridotti e i ricavi aumentati che tali investimenti produrranno nel tempo. Lo studio infatti compara gli indicatori finanziari con la disclosure dello stesso anno, esaminando dunque la correlazione di breve periodo tra la disclosure e la performance finanziaria. Per valutare però correttamente l'impatto sul ROA sarebbe necessario studiare l'evoluzione di tale indicatore nel medio-lungo periodo, dando così modo agli investimenti effettuati di generare ricchezza. Lo stesso fenomeno è osservabile nel precedente studio di Chen e Xie per le imprese cinesi; nella Figura 10, nel grafico della variazione percentuale del ROA, si può osservare come nel breve periodo, nell'anno in cui avviene la disclosure e nell'anno successivo, il ROA non subisca cambiamenti significativi e come addirittura subisca un decremento nell'anno successivo. Tuttavia, a partire dal secondo anno successivo alla disclosure e per tutti gli anni successivi, fino al settimo in cui termina la misurazione, il ROA subisce un incremento crescente, dovuto al fatto che gli investimenti attuati per sostenere le pratiche di sostenibilità riportate nella disclosure hanno nel tempo contribuito a diminuire i costi e ad accrescere i ricavi.

La pubblicazione di informazioni sulla sostenibilità però non ha solo un effetto positivo sugli indicatori di performance aziendali, come confermato da numerosi altri studi, come quello di Kumar e Firoz (2022); uno studio di Da Silva (2022) analizza gli effetti della disclosure ESG sul mercato azionario. In particolare, mira a verificare se le informazioni contenute nei report di sostenibilità possano prevenire e mitigare il rischio di uno “stock crash”, ovvero una perdita estremamente ingente da parte di un titolo azionario. Secondo una teoria di Jin e Myers (2006), gli stock crash si verificano quando gli amministratori di una società “nascondono” dati indicanti performance negative per diverso tempo, per evitare magari di non ricevere un bonus o una promozione. Questo comportamento ripetuto porta a un punto in cui coprire le scarse performance non sarà più possibile e tutte le notizie negative diverranno pubbliche allo stesso momento, generando un crash del titolo azionario. La trasparenza e la condivisione di informazioni corrette e veritiere abbattano il rischio di uno stock crash, per questo il reporting finanziario viene considerato un fattore determinante per evitare questo rischio. Secondo gli autori però anche il reporting non finanziario può aiutare a prevenire pesanti perdite in borsa agli investitori. Il reporting ESG, infatti, fornisce una serie di informazioni importanti agli investitori, dando loro un’indicazione dell’operato degli amministratori, soprattutto in ottica di lungo periodo.

La disclosure ESG, infatti, se redatta nel modo corretto, dovrebbe fornire informazioni precise riguardanti i rischi e i potenziali problemi riguardanti i temi ambientali, sociali e di governance. Avendo tali informazioni a disposizione il rischio di uno shock negativo del prezzo azionario dell’impresa dovrebbe sensibilmente ridursi. Lo studio di Jin e Myers prende a campione imprese appartenenti a 44 paesi nel mondo dal 2007 al 2019 e dimostra che la disclosure ESG ha un potere predittivo riguardo al rischio di stock crash. In particolare dall’analisi empirica emerge che la disclosure è significativamente e negativamente correlata con gli stock crash; al crescere della completezza delle informazioni sulla sostenibilità divulgate il rischio per l’impresa di subire un tracollo in borsa diminuisce. Ciò, oltre agli ovvi effetti positivi di una mancata perdita di valore del titolo azionario, contribuisce a ridurre il costo del capitale.

Un simile studio di Murata e Hamori (2021) verifica la correlazione tra la disclosure ESG e il rischio di stock crash nelle imprese americane appartenenti all’S&P500, nelle imprese europee del EuroStoxx600 e nelle imprese giapponesi del Nikkei225. In linea con lo studio di Jin e Myers anche Murata e Hamori affermano che la disclosure ESG è

negativamente correlata con il rischio di uno stock crash. Nello studio, tuttavia, emerge che la correlazione è significativa solamente per le imprese europee e giapponesi, nelle imprese americane infatti non si nota una significativa riduzione del rischio di stock crash all'aumentare dei punteggi di disclosure ESG. Ciò può essere anche dovuto al fatto che negli Stati Uniti la sensibilità agli investimenti sostenibili è ben inferiore rispetto all'Europa, in cui gli assets a tema ESG ricoprono una percentuale sul totale ben più ampia rispetto ad oltre oceano.

Le informazioni ESG non solo aiutano a prevedere futuri stock crash ma hanno un effetto positivo sull'andamento del prezzo dell'azione di una società. Uno studio di Serafeim e Yoon (2022) dimostra che le informazioni ESG positive riguardanti una società hanno un effetto positivo sul prezzo dell'azione di tale società, viceversa le informazioni negative hanno un effetto negativo. Infatti, dal 2011 al 2018, in seguito alla divulgazione di informazioni ESG, il mercato azionario ha reagito creando uno spread medio tra le azioni di società con buone notizie ESG e quelle di società con cattive notizie ESG pari allo 0,34% per società con alti rating ESG e dello 0,75% per società con bassi rating ESG. Lo spread è più alto tra le società con bassi rating ESG perché da queste società il mercato non si aspetta generalmente informazioni positive riguardo alla sostenibilità, e quando ciò avviene genera una reazione particolarmente positiva. Inoltre, lo studio dimostra che solitamente gli aumenti del prezzo di un'azione in seguito a una notizia positiva sono superiori rispetto al decremento del prezzo della stessa azione dopo una notizia negativa. Per le società con alti rating ESG invece le buone notizie di sostenibilità non sono una sorpresa per il mercato. Lo studio prosegue isolando solo le informazioni di sostenibilità più importanti, definite "materiali". Quando queste vengono divulgate il mercato reagisce creando uno spread tra le società che emettono buone notizie e quelle che emettono cattive notizie pari allo 0,79% per le società con alti rating ESG e del 2,81% per società con bassi rating ESG.

La disclosure ESG aumenta dunque la performance finanziaria, segnalando al mercato che l'impresa sta investendo per rendere più sostenibile la propria attività, il quale reagisce positivamente, apportando una serie di benefici all'impresa. Regolamentare la disclosure, facendo sì che sempre più imprese la redigano (com'è l'obiettivo dell'Unione Europea) può essere utile per espandere questi benefici alle imprese che non pubblicano informazioni sulla sostenibilità. Uno studio di Albitar et al. (2020) dimostra che, dall'introduzione dell'Integrated Reporting nel Regno Unito nel 2013, le imprese hanno

migliorato e ampliato la propria disclosure di informazioni di sostenibilità, migliorando la performance aziendale. L'Integrated Reporting, adottato da numerosi Paesi nel mondo, integra (come dice il nome stesso) nel rendiconto annuale informazioni di carattere non finanziario, soprattutto riguardanti i temi ambientali e sociali. Nel Regno Unito l'IR non è obbligatorio ma dalla sua introduzione 10 anni fa molte imprese hanno deciso di adottarlo per rispondere alle esigenze dei propri stakeholders che richiedono informazioni ESG, in particolar modo sui rischi legati a queste tematiche. Lo studio svolge un'analisi sulle imprese del FTSE350 inglese dal 2009 al 2018 e osserva che nel periodo post introduzione dell'Integrated Reporting, ovvero dal 2013 al 2018, lo score medio della disclosure ESG è incrementato rispetto a quello del periodo precedente al 2013, implicando che l'introduzione dell'IR, seppur in maniera facoltativa, ha contribuito ad aumentare la quantità di informazioni sulla sostenibilità pubblicate dalle imprese inglesi. Questo, come visto in altri studi citati nel primo capitolo, non è una novità. Ciò che salta all'occhio invece è la correlazione tra la disclosure ESG e la performance finanziaria, misurata con la Q di Tobin. La correlazione tra i due indicatori era positiva e significativa anche prima dell'introduzione dell'Integrated Reporting ma dopo il 2013 tale correlazione aumenta, indicando che lo stesso incremento di punteggio della disclosure ESG dopo l'introduzione del reporting integrato comporta una crescita finanziaria maggiore. Ciò può essere spiegato dal fatto che, in seguito all'introduzione dell'IR l'attenzione degli stakeholder si è spostata molto verso la sostenibilità, rendendo gli investimenti ESG un driver più importante per la crescita finanziaria dell'impresa. Gli stakeholder, infatti, considerano la disclosure ESG come una un'esplicitazione della strategia da perseguire per migliorare la reputazione e l'immagine dell'impresa attraverso la sostenibilità ed aumentare l'aspettativa di creazione di valore nel lungo periodo.

Riguardo all'impatto di misure prese dai regolatori per favorire la disclosure ESG sulla performance finanziaria delle imprese si è espresso anche uno studio di Krueger et al. (2021) che ha verificato le conseguenze sulla liquidità delle imprese delle normative che hanno introdotto l'obbligatorietà di rendicontare queste informazioni. Lo studio include tutte le imprese i cui dati sono contenuti nel database dell'agenzia di rating Refinitiv dal 2002 al 2020, circa 18.000 imprese in 65 paesi nel mondo. Le imprese vengono poste su una linea del tempo che va dai 3 anni precedenti all'introduzione della normativa sull'obbligatorietà della disclosure ESG nello Stato di cui fanno parte, fino al terzo anno

successivo all'introduzione della normativa. Per ogni impresa viene verificata la correlazione tra la disclosure obbligatoria e la liquidità del titolo azionario, che è un buon indicatore della solidità e della credibilità dell'impresa agli occhi del mercato in quanto un titolo poco liquido è in genere un titolo considerato più rischioso e che dunque viene scambiato meno. La liquidità viene misurata tramite il "bid-ask spread", ovvero la differenza che c'è tra il prezzo di acquisto e di vendita dell'azione, che indica quanto un titolo viene scambiato; un bid-ask spread alto indica che c'è molta differenza tra il prezzo di acquisto e quello di vendita e dunque le operazioni di scambio del titolo non avvengono così facilmente per via di tale alterazione dei prezzi. Maggiore è il bid-ask spread meno il titolo viene scambiato e maggiore è la volatilità; viceversa, un bid-ask spread più basso è indice di una maggior facilità di scambio del titolo, di una minor volatilità, di una maggior sicurezza e credibilità dell'emittente. In seguito all'introduzione da parte di un regolatore dell'obbligatorietà della disclosure ESG si nota una decrescita media del bid-ask spread dell'8,4% per i titoli delle società interessate dalla normativa. Come si può vedere dalla Figura 13, che pone come benchmark l'anno precedente l'introduzione della normativa, i benefici sulla liquidità iniziano a emergere l'anno in cui le direttive sulla disclosure obbligatoria vengono imposte. L'effetto tende ad aumentare negli anni, soprattutto a partire dal secondo anno, in cui l'indicatore dell'illiquidità, costruito a partire dal bid-ask spread, diminuisce notevolmente. Si può osservare inoltre che prima dell'introduzione dell'obbligatorietà della disclosure ESG, da $t - 2$ a $t - 1$, la liquidità fosse aumentata. Questo può essere un effetto generato dall'anticipazione della normativa, che può avere creato una reazione del mercato prima della sua effettiva introduzione.

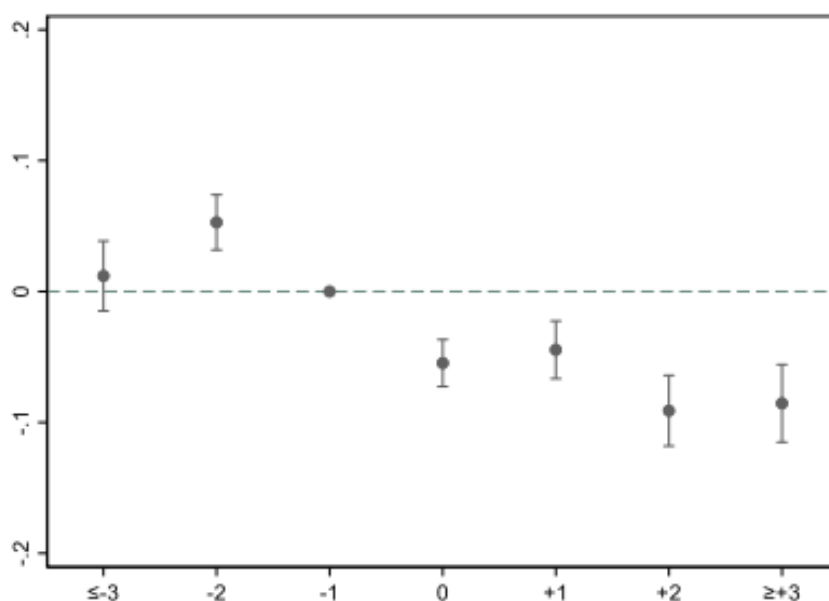


Figura 13. Variazione del fattore di illiquidità a partire dall'introduzione dell'obbligatorietà della disclosure. Kreuger et al.

Lo studio afferma che la liquidità aumenta maggiormente quando l'obbligatorietà della disclosure ESG viene imposta da un'autorità governativa rispetto a quando invece viene richiesta dallo stock exchange, ovvero la Borsa in cui viene quotato il titolo della società. In particolare, la liquidità, in seguito all'introduzione dell'obbligatorietà della disclosure da parte di un governo, aumenta in media tre volte tanto rispetto all'incremento della liquidità dato dal regolamento della Borsa. Inoltre, la liquidità aumenta maggiormente quando il regolatore impone la disclosure rispetto a quando permette la scelta "*comply or explain*", presente nelle normative redatte dall'Unione Europea in tema di disclosure ESG. In media, dopo l'introduzione della normativa, la liquidità aumenta del 44% in più quando legge non permette la scelta tra redigere la disclosure o spiegare perché non è stato possibile redigerla. Infine, lo studio dimostra che la liquidità aumenta maggiormente per le società che prima dell'obbligatorietà non redigevano volontariamente la disclosure ESG. L'aumento di liquidità per queste imprese è in media del 4% maggiore. Ciò è in linea con gli studi precedentemente citati che suggeriscono maggiori incrementi nelle disclosure ESG, nelle performance di sostenibilità e in quelle finanziarie per le imprese che prima non divulgavano autonomamente informazioni sulla sostenibilità, sostenendo nuovamente la tesi secondo cui gli interventi normativi volti ad aumentare e migliorare le informazioni sulla sostenibilità pubblicate dalle

imprese siano un fattore importante per affinare la sostenibilità di queste ultime e accrescerne la performance finanziaria.

Con le direttive che regolano la disclosure ESG l'Unione Europea si è mossa in questa direzione. Uno studio di Martinez e Vazquez (2023), che arricchisce la letteratura riguardante questo tema, esamina proprio gli effetti della normativa europea NFRD, che ha imposto la disclosure ESG obbligatoria, sulla performance aziendale delle imprese svedesi. Il caso svedese è un ottimo esempio anche per studiare gli effetti che avrà la normativa CSRD introdotta nel 2022 poiché la Svezia, al momento di trasformare in legge nazionale la direttiva europea NFRD nel 2017, non si è limitata ad applicarla alle imprese di grandi dimensioni sopra i 500 dipendenti ma bensì a tutte le imprese che avessero almeno due di tre requisiti, quali:

- Numero di dipendenti superiore a 250.
- Attivo superiore ai 175 milioni di SEK (circa 15 milioni di euro).
- Ricavi netti superiori ai 350 milioni di SEK (circa 30 milioni di euro).

La Svezia ha dunque esteso la direttiva europea sull'obbligatorietà della disclosure ESG anche ad imprese meno grandi di quelle individuate inizialmente dalla Commissione Europea. Per questo motivo lo studio potrebbe in parte anticipare le conseguenze che la nuova normativa CSRD porterà sulle imprese europee più piccole.

Lo studio esamina inizialmente i principali costi e benefici della rendicontazione di informazioni sulla sostenibilità. Da una parte i costi, che possono essere diretti come quelli di rendicontazione (attività spesso esternalizzata e dunque più costosa, soprattutto per le piccole imprese), oppure indiretti come ad esempio i costi dovuti alla divulgazione ai competitors di informazioni sensibili riguardanti operazioni e attività o dovuti a una perdita reputazionale maggiore in caso di incidenti ESG. I benefici, d'altro canto, includono un risparmio dei costi di transizione nelle operazioni di accesso al capitale e di acquisto di fornitura, in quanto le informazioni utili agli istituti di credito e ai fornitori, ad esempio, vengono già incluse nel report e la trasparenza fornisce già un segnale sul tipo di impresa e sul grado di rischio. Oltre a questo, è importante ricordare che prodotti o servizi sviluppati attraverso l'attuazione di strategie ESG attraggono nuovi clienti e aiutano a fidelizzare quelli già esistenti. La disclosure obbligatoria mitiga i costi, in quanto standardizza le informazioni da comunicare e impone un meccanismo di rendicontazione unico. Una maggiore comparabilità e una minore asimmetria informativa riducono i costi di elaborazione delle informazioni da parte degli investitori

e dei fornitori di capitale, rendendo possibilmente più favorevoli le condizioni di accesso al credito e al capitale. Le banche valutano positivamente le informazioni ESG al momento della valutazione per l'erogazione di un finanziamento e questo può portare a migliori condizioni finanziarie. Oltre a questo le imprese hanno la possibilità di accedere a delle supply chain migliori e più ecosostenibili il che permette di accrescere il valore del prodotto/servizio finale. Martinez e Vazquez esaminano le imprese private svedesi raccogliendo dati dal 2013 al 2020 (3 anni prima e 3 anni dopo il recepimento in Svezia della normativa europea) e notano innanzitutto che il numero di imprese che redigono la disclosure ESG è cresciuto sensibilmente dopo l'introduzione della direttiva. Come si evince dalla Figura 14 l'aumento si verifica soprattutto per le medie imprese (treatment) che crescono dal 4,91% al 45,34%. Sebbene non siano interessate dalla normativa è cresciuto, sebbene in maniera nettamente inferiore, anche il numero di piccole imprese che redigono il report di sostenibilità (control), dallo 0,41% al 1,08%, segno che alcune di esse hanno iniziato a rendicontare queste informazioni volontariamente, probabilmente per non perdere competitività contro le imprese interessate dalla direttiva o per anticipare future normative.

Period	Voluntary regime	Mandatory	Full period	
	Pre-treatment (2013-2016)	Post-treatment (2017-2020)	(2013-2020)	
	% Disclosing	% Disclosing	% Disclosing	Total number
<i>Control</i>	0.41	1.08	1.10	1,451
<i>Treatment</i>	4.91	45.34	25.08	1,463

Figura 14. Incremento della percentuale di piccole e medie imprese che redigono la disclosure ESG in Svezia. Martinez e Vazquez.

Oltre a questo, Martinez e Vazquez notano una correlazione positiva tra la direttiva europea e la performance aziendale delle imprese svedesi. In particolare, come si può notare dalla Figura 15, dopo il recepimento in Svezia della direttiva NFRD nel 2017, l'EBITDA e i ricavi netti, espressi in funzione del ROA, sono incrementati sensibilmente a partire dall'anno in cui è entrata in vigore la norma.

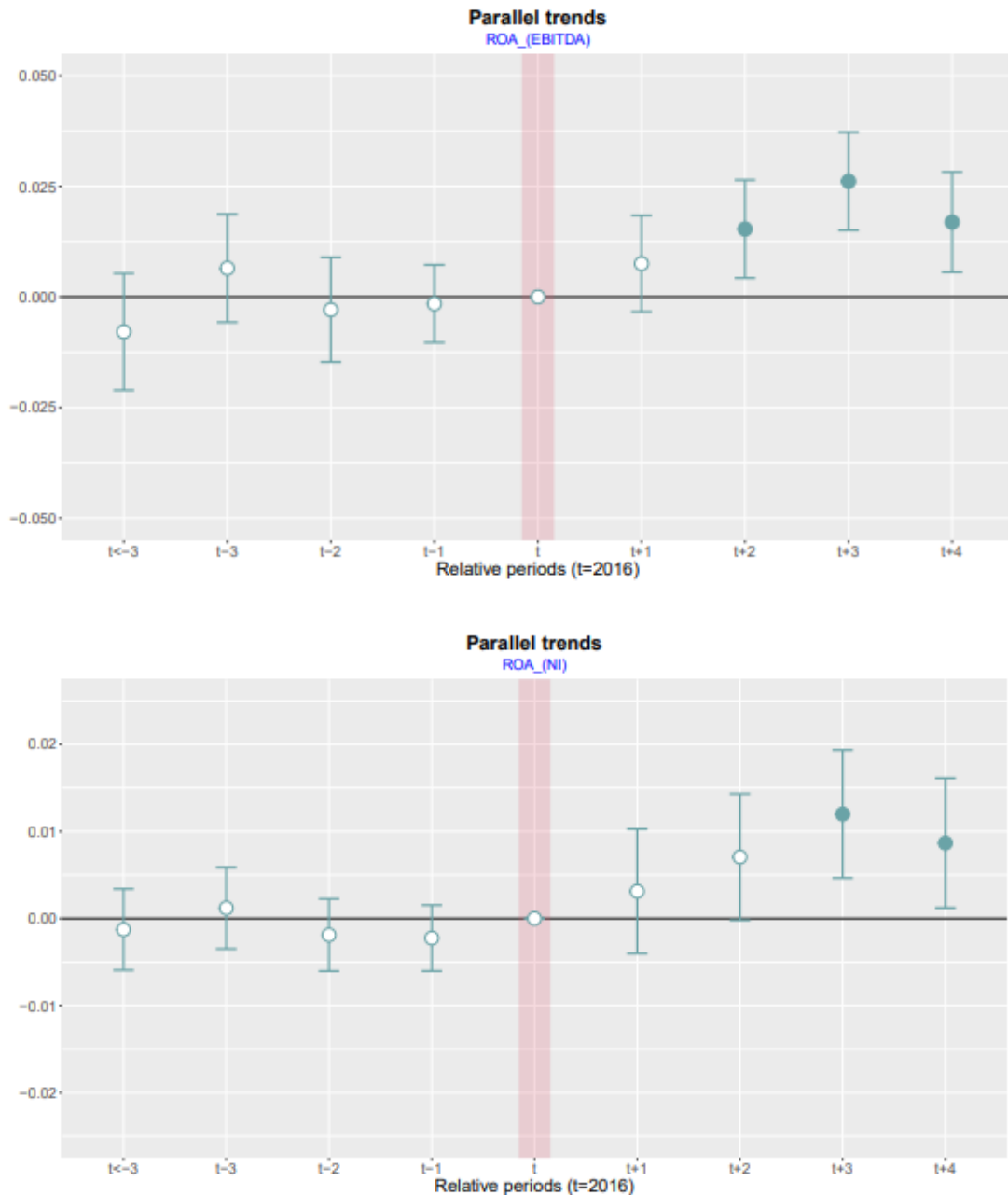


Figura 15. EBITDA (sopra) e ricavi netti (sotto) espressi in funzione del ROA, prima e dopo l'obbligatorietà della disclosure ESG. Martinez e Vazquez.

Lo studio testa, infine, la correlazione tra l'obbligatorietà della disclosure ESG e le condizioni di finanziamento, esaminando i tassi di interesse sui finanziamenti concessi dalle banche alle imprese svedesi e gli assets chiesti a garanzia dalle banche prima e dopo il recepimento della direttiva europea. Dopo il 2017 i tassi di interesse sono scesi in media tra lo 0,4% e lo 0,5% e il valore degli assets impegnati in garanzia è diminuito in media tra il 10,5% e il 12,3%. Questi risultati evidenziano che le banche hanno iniziato dal 2017 a dare crescente importanza alle informazioni di sostenibilità nel loro processo

decisionale preventivo all'erogazione del credito. Le imprese che adempiono alla disclosure ESG comunicano dunque informazioni utili e necessarie agli istituti di credito che, grazie all'incrementata trasparenza, snelliscono il processo decisionale e sostengono spese ridotte; inoltre, tale trasparenza contribuisce a valutare l'impresa con un profilo di rischio più basso e a concedere condizioni di finanziamento più favorevoli. Uno studio di Abay (2022) analizza le reazioni delle società europee in seguito all'adozione della disclosure ESG obbligatoria con la direttiva europea NFRD. La disclosure obbligatoria permette di superare un problema che può emergere quando vige un regime volontario, ovvero la pubblicazione di informazioni e notizie unicamente positive, escludendo volontariamente quelle che mettono in cattiva luce l'impresa e il suo operato. Questa scelta di omettere le informazioni negative crea un'importante asimmetria informativa che danneggia soprattutto gli investitori, per questa ragione l'introduzione della disclosure obbligatoria potrebbe essere giudicata positivamente dagli investitori. Abay invece riporta che i titoli azionari delle imprese europee selezionate (con un numero di dipendenti vicino ai 500) hanno reagito negativamente in seguito all'introduzione della direttiva. Gli investitori di queste società, prossime a raggiungere la soglia dei 500 dipendenti e dunque a dover redigere la disclosure ESG obbligatoria, ritengono la rendicontazione di informazioni sulla sostenibilità una pratica molto costosa. In media un'impresa che redige un report con queste informazioni sostiene un costo che si aggira intorno agli 80.000€. Non solo, spesso per le imprese è conveniente far certificare i report da un'entità terza, come una società di consulenza, in modo che aumenti la credibilità delle informazioni in esso contenute agli occhi degli investitori. Questo processo ha un ulteriore costo medio di 80.000€, portando il costo totale della disclosure ESG per un'impresa intorno ai 160.000€. I costi variano notevolmente da impresa a impresa, con costi maggiori per le imprese più grandi e costi minori per quelle di dimensioni più ridotte, ma comunque resta una somma sicuramente non indifferente. Sebbene dunque la disclosure ESG obbligatoria aumenti la trasparenza e assottigli il gap tra le informazioni disponibili agli amministratori e agli investitori, questi ultimi, per via dei costi non indifferenti a cui vengono sottoposte le imprese interessate dalla normativa, in particolare quelle che scelgono di far certificare il report, hanno reagito negativamente all'obbligatorietà. Sebbene però il costo della disclosure ESG lieviti quando le imprese scelgono di farla certificare, lo studio di Abay dimostra che farlo è spesso conveniente. Le imprese che assicurano i propri report di sostenibilità

vengono percepite come più trasparenti e aperte. La certificazione del report da parte di una società di consulenza esterna aumenta la credibilità e contribuisce ad aumentare il rating ESG dell'impresa. Lo studio infatti espone una correlazione positiva tra i report certificati e i rating ESG, che sono dunque più alti per le società che decidono di far certificare il report rispetto a quelle che decidono di non farlo certificare. Il giudizio di un ente esterno tende a "disciplinare" gli amministratori, che per non fare brutte figure saranno più scrupolosi per evitare imprecisioni e illeciti. La società che certifica il report poi può emettere una serie di consigli e raccomandazioni utili a migliorare comportamenti operativi. Infine, migliorando la qualità delle informazioni ESG redatte dal management viene mitigato il rischio di credito e viene incrementata l'efficienza del processo decisionale di nuovi investitori e istituti di credito, abbassando per l'impresa il costo del capitale. L'asimmetria informativa è infatti uno dei problemi maggiori per gli utenti esterni all'impresa che hanno bisogno di informazioni su di essa. Ciò non coinvolge solamente gli investitori, come discusso in precedenza, ma anche gli istituti di credito che decidono di finanziare la società. Una scarsità di informazioni a livello di sostenibilità fa sì che le banche e gli altri istituti non riescano a distinguere i buoni performers e i cattivi performers e li trattino allo stesso modo. La voluntary disclosure in parte pone un rimedio a questo problema, in quanto tendenzialmente le società che decidono di pubblicare volontariamente informazioni sulla sostenibilità hanno una performance ESG migliore di quelle che non invece decidono di non pubblicare niente e lo segnalano attraverso la rendicontazione. Se questo è vero però non risolve comunque il problema della asimmetria informativa; infatti, in un sistema di voluntary disclosure, emerge il tema della selezione di informazioni divulgate, con il rischio che le imprese comunichino solamente le informazioni positive, tralasciando quelle negative. Inoltre, ciò non risolve il problema della credibilità delle informazioni che vengono comunicate, risultando in uno scenario simile a quello descritto in precedenza, in cui gli istituti di credito non possono distinguere con certezza le imprese con migliori performance di sostenibilità, meno rischiose e a cui concedere condizioni di accesso al credito migliori, e le imprese con performance di sostenibilità peggiori, più rischiose. La disclosure obbligatoria, introdotta con la direttiva NFRD supera in parte il problema della selettività, in quanto impone la rendicontazione di informazioni riguardanti determinati temi uguali per tutti e obbliga le imprese a redigere queste informazioni chiedendo loro in alternativa di fornire una spiegazione in merito al mancato adempimento. Le certificazioni dei report

di sostenibilità poi aumentano sensibilmente la credibilità delle informazioni contribuendo a ridurre l'asimmetria informativa e, conseguentemente, il rischio e migliorando al contempo le condizioni finanziarie attraverso le quali viene concesso il credito.

In Italia, come già accennato precedentemente, la direttiva europea NFRD è stata recepita con il Decreto Legislativo 254/2016 del 2016 ed è dunque stata introdotta a partire dal 2017 come in Svezia. Uno studio di Agostini et al. (2021) esamina la correlazione tra il Decreto Legislativo e la performance finanziaria delle imprese italiane. Le imprese individuate come campione sono 20 società quotate alla Borsa di Milano. Lo studio dimostra che rispetto al periodo precedente all'entrata in vigore della normativa (vengono anche qui presi come periodo di riferimento i tre anni precedenti e i tre anni successivi) la quantità di informazioni ESG pubblicata nei report dalle imprese italiane è sensibilmente aumentata, come conseguenza diretta del decreto legislativo. Se infatti nel 2016 (l'anno precedente all'entrata in vigore del decreto) la quantità di informazioni era piuttosto simile agli anni precedenti (addirittura in calo), dal 2017 la quantità di informazioni ESG divulgate quasi raddoppia. Ciò, come è logico aspettarsi, è dovuto alle informazioni richieste dalla direttiva che prima non venivano divulgate autonomamente. La maggior quantità di informazioni a tema sostenibilità è positivamente e significativamente correlata con un aumento della performance finanziaria, analizzata nello studio attraverso la Q di Tobin. Le altre misure di performance utilizzate (ROA e ROE) non mostrano in questo studio una correlazione significativa con la quantità di informazioni ESG pubblicate dalle imprese italiane. Lo studio dimostra una correlazione positiva tra entrambe le misure di performance ROA e ROE e la qualità delle informazioni sulla sostenibilità ma nel campione di imprese analizzate non si nota un aumento della qualità delle informazioni ESG pubblicate, bensì solamente della quantità, lasciando intendere che le imprese italiane nel periodo analizzato non abbiano attuato ulteriori pratiche di sostenibilità su cui divulgare informazioni nel report. La qualità delle informazioni viene misurata poi attraverso la completezza e il tono, cioè quante informazioni "negative" riguardante i rischi vengono fornite. Le società italiane dunque forniscono tante informazioni sulla sostenibilità (molte in più rispetto al periodo precedente all'entrata in vigore del Decreto Legislativo) ma poco complete e tendenti a un tono positivo, meno orientate dunque a mettere in luce rischi e pericoli a cui potrebbero essere sottoposte (elementi essenziali per valutare correttamente la

sostenibilità di un'impresa). Ciò nonostante, le imprese analizzate forniscono molte informazioni di prospettiva, perfettamente in linea con gli scopi della direttiva, che si integrano alla perfezione con lo stile di management della sostenibilità "future-oriented" di queste società. La qualità delle informazioni ESG inoltre non è correlata con la Q di Tobin. Ciò potrebbe essere spiegato dal fatto che gli investitori delle società prese a campione prestano più attenzione alla quantità di informazioni ESG presenti nel report, effettuando una valutazione più superficiale e meno approfondita. La qualità delle informazioni ESG è invece legata alla redditività operativa espressa da ROA e ROE in quanto, come già rimarcato, l'efficientamento dato dalle nuove pratiche di sostenibilità accresce i ricavi e diminuisce i costi. In generale la disclosure ESG è positivamente correlata con la performance finanziaria, e la direttiva europea NFRD, incrementando la quantità di informazioni redatte dalle imprese, ha contribuito a migliorare tale performance. Sebbene per le imprese selezionate la normativa non abbia contribuito a migliorare la qualità delle informazioni ESG divulgate, l'impatto che ha avuto sulla disclosure e sulla performance finanziaria è positivo. I limiti della normativa NFRD del 2014 potrebbero essere superati dalla direttiva Corporate Sustainability Reporting Directive approvata nel 2022.

2.3. Rating ESG e performance.

Oltre agli studi presi in considerazione nei precedenti paragrafi la letteratura scientifica è ricca di analisi che cercano una correlazione tra la performance di sostenibilità e la performance aziendale. Come dimostra il paper del 2015 di Friede et al. che raggruppa oltre 2000 studi a riguardo, il numero di pubblicazioni riguardanti la sostenibilità e la performance finanziaria è in costante crescita dagli anni '70. Tra gli studi analizzati la maggior parte di essi ha individuato una correlazione positiva tra la sostenibilità e la performance, mentre solo nel 6,9% di essi viene espressa una correlazione negativa. Friede et al. concludono che la letteratura scientifica offre agli investitori un messaggio chiaro: le società con performance di sostenibilità migliori sovraperformano le altre. Per questo motivo per un investitore razionale è importante considerare le imprese socialmente responsabili e integrare criteri ESG nelle scelte di investimento, al fine di creare un portafoglio con il miglior potenziale.

Una ricerca della società di consulenza McKinsey²² afferma che la sostenibilità contribuisce a creare valore per le imprese in diversi modi. La sostenibilità permette di accedere a nuovi mercati ed espandersi in quelli esistenti; una buona performance ESG garantisce fiducia da parte delle autorità governative che saranno maggiormente disposte a rilasciare autorizzazioni e licenze utili a cogliere nuove opportunità di crescita. McKinsey riporta l'esempio di una recente gara d'appalto per la costruzione di una grande infrastruttura a Long Beach, in California, in cui le società scelte per partecipare alla gara sono state selezionate in base alla performance ESG. Inoltre, come già approfondito precedentemente, la sostenibilità contribuisce ad aumentare il numero di consumatori che acquistano i prodotti/servizi dell'impresa, che oltretutto saranno anche disposti a pagare di più per un prodotto/servizio sostenibile. In secondo luogo, la sostenibilità aiuta a ridurre i costi e le spese operative, riducendo l'utilizzo e abbassando il costo dell'energia, dell'acqua e delle materie prime, che McKinsey stima possano risultare in un incremento dei profitti fino al 60%. La multinazionale industriale 3M stima di aver risparmiato 2.2 miliardi di dollari da quando nel 1975 ha introdotto il proprio programma di riduzione dell'inquinamento. Un terzo canale attraverso il quale la sostenibilità contribuisce a generare valore per l'impresa è la maggiore libertà di programmazione delle strategie data da una pressione regolatoria alleggerita. La competitività nei fattori ambientali, sociali e di governance aiuta a ridurre per le imprese il rischio di un intervento normativo avverso e aumenta le possibilità di sfruttare interventi normativi favorevoli. Ciò avviene un po' in tutti i settori: nel settore automobilistico, ad esempio, i gruppi e le imprese che realizzano autovetture più sostenibili e meno inquinanti sono meno inclini ad essere penalizzate da una norma volta a ridurre, attraverso una tassazione maggiore o un divieto, la vendita di veicoli responsabili di maggiori emissioni di anidride carbonica, e saranno invece favoriti da norme che incentivano l'acquisto di auto meno inquinanti, ad esempio attraverso sussidi governativi, sconti e tassazioni più favorevoli; nel settore delle telecomunicazioni invece quelle imprese che hanno maggior rispetto del cliente e dei suoi dati personali non verranno ostacolate da normative che impongono il rispetto della privacy dei dati degli utenti; nel settore dell'energia le imprese che puntano sulle rinnovabili potranno

22

https://www.mckinsey.com/~/_media/McKinsey/Business%20Functions/Strategy%20and%20Corporate%20Finance/Our%20Insights/Five%20ways%20that%20ESG%20creates%20value/Five-ways-that-ESG-creates-value.ashx

ricevere incentivi statali, quelle invece scelgono forme di energia più inquinanti potranno subire il peso di accise ed imposte più alte; ancora, nel settore alimentare le imprese che volgono l'attenzione verso problemi sociali come l'obesità realizzando prodotti più sani e naturali, nonché realizzati in modo sostenibile saranno meno esposte ad accise sui prodotti ipercalorici e ricchi di zuccheri o ingredienti artificiali. McKinsey stima che i profitti messi a rischio da interventi governativi possano essere in media intorno al 30% dei profitti totali, con picchi che toccano il 60% a seconda del settore, come nel caso dell'industria automobilistica. Limitare questi rischi e trasformarli in opportunità è in questo periodo storico più che mai necessario. Un altro modo in cui i fattori ESG aumentano il valore per l'impresa è attraverso l'attrattiva che generano nei confronti dei dipendenti. Una propositività alla sostenibilità aiuta le imprese ad attrarre e mantenere dipendenti migliori. Recenti studi hanno dimostrato che un impatto sociale e ambientale positivo da parte dell'impresa è positivamente correlato con una maggiore soddisfazione da parte dei dipendenti nel proprio posto di lavoro. Il senso di lavorare con uno scopo maggiore rispetto al mero arricchimento economico ispira i dipendenti a lavorare meglio e ad essere più produttivi. Inoltre, come si è visto in uno studio precedentemente citato, la sostenibilità è importante anche lungo la supply chain al fine di migliorare la performance finanziaria. Le imprese con una migliore performance di sostenibilità e una migliore reputazione possono accedere a legami commerciali con fornitori migliori ad esempio; viceversa, alcuni fornitori e alcuni clienti potrebbero decidere di optare per clienti e fornitori che operano in maniera più sostenibile se la performance ESG dell'impresa non è al loro livello. Un pratico esempio viene fornito dal caso di Walmart che si assicura che i diritti umani e le condizioni di lavoro dignitose vengano rispettate dai propri fornitori, che vengono ispezionati fino in Cina. Mars invece fornisce non solo attrezzature tecnologiche all'avanguardia ai coltivatori della propria catena di approvvigionamento ma garantisce loro anche un accesso al capitale qualora non siano nelle condizioni di richiederlo. Infine (anche se probabilmente è uno degli aspetti più importanti) la sostenibilità, soprattutto in questo momento storico, contribuisce in maniera decisamente importante ad attrarre capitali ed investimenti. Energie rinnovabili, riduzione dell'uso delle risorse, gestione dei rifiuti, purificazione dell'aria e tutte le attività che contrasteranno i cambiamenti climatici sono diventate e diverranno nei prossimi anni quelle in cui si concentreranno gli sforzi maggiori, in termini di legislazioni governative e di afflusso di capitali. I governi di tutto il mondo

hanno cominciato a muovere i primi passi in questa direzione, a partire dall'accordo di Parigi e il Green Deal europei alla battaglia della Cina contro l'inquinamento dell'aria che, si stima, grazie all'energia eolica genererà più di 3 mila miliardi in opportunità di investimento entro il 2030.

Per sfruttare i vantaggi elencati dalla società di consulenza McKinsey e attrarre capitali, investimenti e incentivi statali le imprese devono dimostrare non solo di operare in maniera sostenibile ma anche di fare della sostenibilità un obiettivo e una missione. È proprio qui che entrano in gioco i rating ESG. Le informazioni che le imprese redigono sono importanti e forniscono dati preziosi alle stesse società di rating ESG, tuttavia, hanno dei limiti che non possono non essere considerati da investitori e autorità governativa al momento dell'allocazione del capitale, quali ad esempio l'obiettività e l'arco temporale delle informazioni. Come discusso precedentemente i reporting ESG delle società spesso sono focalizzati solamente sugli aspetti positivi e tralasciano quelli negativi, i quali sono proprio i più importanti per valutare il rischio. Come dimostrato in uno degli studi del precedente paragrafo, infatti, gli investitori premiano le società i cui report sono certificati da una società di consulenza esterna, che garantisce la veridicità e l'obiettività delle informazioni rendicontate. Inoltre, le informazioni sulla sostenibilità redatte dalle imprese spesso riguardano dati e performance storiche, con poca visione della performance di sostenibilità futura. I rating ESG, elaborati da analisti attraverso lo studio di informazioni provenienti da numerose fonti, danno un giudizio più obiettivo e veritiero e forniscono dati e previsioni future, utili per segnalare opportunità e rischi. Per questo motivo in genere le imprese con un rating ESG maggiore hanno una performance finanziaria migliore.

Uno studio pubblicato da Deloitte²³ analizza l'impatto degli score ESG sul valore di mercato di un'impresa cercando una correlazione tra il rating ESG assegnato dall'agenzia di rating di sostenibilità Refinitiv e il multiplo EV/EBITDA di 300 imprese nel mondo. Il multiplo EV/EBITDA esprime quante volte la grandezza di bilancio EBITDA, cioè il margine operativo lordo, viene valorizzata dal mercato finanziario nel valore di impresa (EV), dato dal numero di azioni emesse nel mercato per il loro prezzo unitario più l'indebitamento netto. In sintesi, il multiplo esprime quanto il mercato pesa il margine operativo lordo prodotto dall'impresa e fornisce un'indicazione sul valore dell'impresa

²³ <https://www2.deloitte.com/ch/en/pages/financial-advisory/articles/does-a-company-ESG-score-have-a-measurable-impact-on-its-market-value.html>

a partire dall'EBITDA. Lo studio, che suddivide le imprese scelte nei vari settori di appartenenza (servizi, beni di consumo, energia e materie prime, industria), denota una correlazione positiva tra il multiplo e il rating ESG della società (Figura 16). Per ogni settore, infatti, le imprese con un rating ESG più basso presentano anche un EV/EBITDA inferiore, mentre le imprese con i migliori rating di sostenibilità hanno valori del multiplo maggiori, il che vuol dire che il mercato dà una valutazione più alta all'impresa.

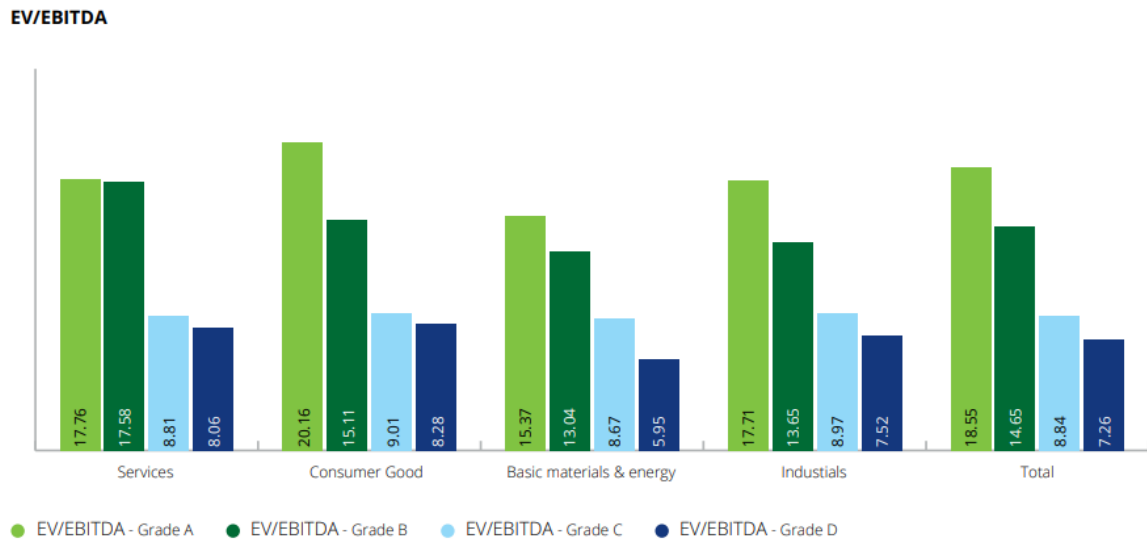


Figura 16. EV/EBITDA medio delle imprese a seconda del grado di rating. Deloitte.

Oltre a questo, lo studio nota che in media in seguito ad un aumento del rating ESG di 10 punti (il rating di Refinitiv usa un punteggio da 0 a 100) la stessa impresa incrementa il proprio EV/EBITDA del 180%. Questi risultati indicano che il mercato premia un aumento del rating ESG incrementando il valore che attribuisce all'impresa. Ciò supporta l'ipotesi dell'esistenza di un "premio ESG" che il mercato riconosce alle imprese più sostenibili.

Tale ipotesi viene sostenuta anche da un paper di Borovkova e Wu (2020), realizzato per la società di rating Refinitiv che prende a campione le imprese dell'indice americano S&P500, dell'indice europeo Eurostoxx600, dell'indice australiano ASX300, del Nikkei 500 giapponese, dell'A-Share cinese e del KOR 200 coreano, per un totale di oltre 2000 società a grande capitalizzazione in tutto il mondo, in un periodo che va dal 2010 al 2018. Lo studio evidenzia una forte correlazione negativa per tutte le aree geografiche (Europa, America, Asia e Australia) tra il rating ESG di un'impresa e la volatilità dell'azione, indicando cioè che le imprese con score ESG più alti tendono a subire una minore volatilità del prezzo dell'azione, in quanto più stabili e con una performance

finanziaria più consistente e meno sensibile ai vari shock. Inoltre, soprattutto per le imprese europee incluse nell'indice Eurostoxx 600, si osserva una correlazione positiva tra il rating di sostenibilità e il "cumulative excess return" dell'anno successivo a quello della pubblicazione del rating, ovvero il rendimento "in eccesso" dell'azione, dato dalla differenza tra il rendimento atteso e il rendimento effettivo. Ciò significa che il titolo azionario delle imprese con un rating ESG più alto realizza un rendimento mediamente superiore rispetto al rendimento atteso. Questo effetto si osserva anche per le società australiane ma non per le imprese americane ed asiatiche. Questo può essere il risultato di un focus minore da parte delle imprese statunitensi ed asiatiche sulla sostenibilità, che, soprattutto in Asia, solo recentemente ha destato l'interesse degli investitori. Ciò rispetto soprattutto alle società del mercato europeo, in cui c'è una maggiore domanda di titoli sostenibili da parte degli investitori e una più stringente regolamentazione riguardante la sostenibilità e la disclosure ESG, come visto nel precedente capitolo. Ciò nonostante, anche le società statunitensi ed asiatiche beneficiano di una minore volatilità all'incrementare del rating ESG, segno che il mercato comunque riconosce un minor rischio e una maggior stabilità per le imprese più sostenibili. Questo, soprattutto in periodi di incertezza, fornisce maggior sicurezza e rendimenti migliori. Come si evince dalla Figura 17 sebbene, come preannunciato, le azioni delle imprese statunitensi non ottengono, come le imprese europee, rendimenti effettivi maggiori rispetto a quelli attesi all'aumentare del rating ESG, durante l'emergenza pandemica del Covid-19 la minor volatilità e la maggior stabilità e resistenza agli shock delle imprese più sostenibili hanno giocato un ruolo fondamentale nel limitare i danni finanziari. Il rendimento medio delle azioni delle imprese dell'S&P500 con i migliori rating ESG da gennaio a maggio 2020 (nel periodo dunque più critico di inizio pandemia) ha subito un rallentamento nettamente inferiore rispetto a quello delle imprese con i peggiori rating di sostenibilità. Le perdite infatti subite dalle azioni delle società con i rating ESG migliori sono 2/3 delle perdite subite dalle imprese con gli score di sostenibilità peggiori.

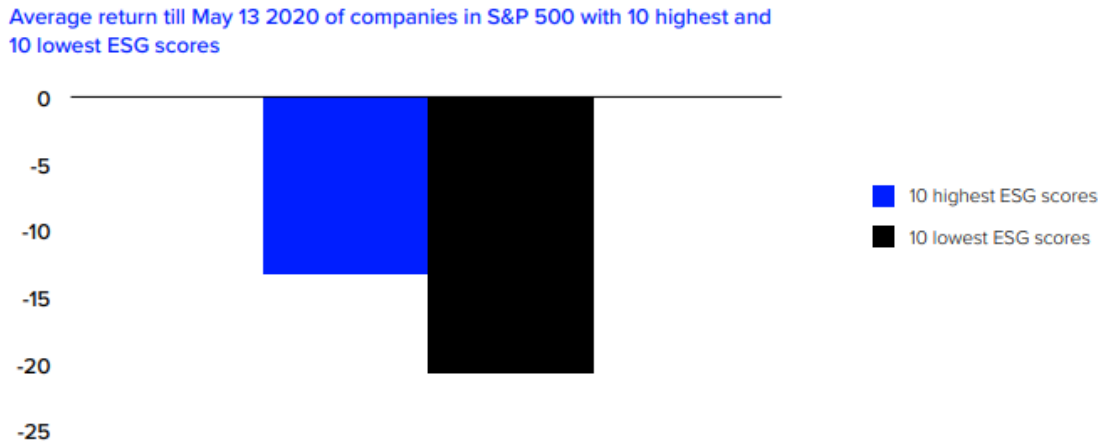


Figura 17. Rendimento delle imprese con i rating ESG più alti e i rating ESG più bassi durante lo scoppio della pandemia. Borovkova e Wu.

Anche Engelhardt et al. (2021) hanno esaminato la performance delle imprese con rating ESG migliori durante la crisi finanziaria causata dal Covid-19 prendendo a campione oltre 1400 società quotate appartenenti a 16 paesi europei diversi, analizzando l'andamento delle azioni di queste società tra febbraio e marzo 2020. Lo studio trova una correlazione positiva tra i prezzi delle azioni delle imprese analizzate e i rating ESG forniti dall'emittente Refinitiv. In particolare, nel periodo più acuto della pandemia, in cui in media le società considerate hanno registrato un $-45,72\%$, le imprese con i più alti rating ESG hanno fatto registrare un andamento del 4% circa migliore rispetto alle imprese con bassi rating di sostenibilità. Ciò conferma che le imprese con gli score ESG più bassi hanno subito gli effetti finanziari dello scoppio della pandemia in maniera più acuta, poiché meno stabili e preparate. Engelhardt et al. scoprono che non è solo il rating ESG ad avere una correlazione positiva con il rendimento del titolo, ma anche i singoli componenti ambientali, sociali e di governance del rating; tutte e tre le voci E, S e G dell'indicatore presentano infatti una correlazione positiva con l'andamento del prezzo dell'azione durante il periodo dello scoppio della pandemia, in particolare l'indicatore sociale S. Anche Engelhardt et al. studiano la volatilità dei titoli delle società prese a campione ed evidenziano anch'essi una correlazione negativa con i rating ESG. In particolare, le imprese con un rating più alto risentono di una minore volatilità, causa della migliore resistenza del titolo all'emergenza. Lo studio conclude che le imprese europee con un rating ESG più alto hanno avuto una performance finanziaria migliore durante l'inizio della pandemia, in termini di rendimento del titolo azionario e di volatilità. Per usare una metafora medica possiamo dire che le società con le valutazioni

di sostenibilità più alte sono state più “immuni” alla pandemia. Ciò ha dei risvolti che riguardano sia le imprese che gli investitori. Per le imprese e per il management ciò significa che avere delle prestazioni di sostenibilità maggiori paga in termini di performance del titolo azionario. Dunque, i manager dovrebbero incrementare il loro impegno nel realizzare pratiche di sostenibilità e strategie ESG, soprattutto per rendere l’impresa più resiliente nei momenti in cui nel mercato regna una grande incertezza. Dall’altra parte gli investitori dovrebbero scegliere titoli di società dedite alla sostenibilità e con alti rating ESG, per beneficiare di rendimenti migliori soprattutto durante i periodi di crisi.

Un altro studio di Albuquerque et al. (2020) analizza l’andamento dei titoli azionari delle società americane quotate durante il Covid-19. Nel primo trimestre del 2020 le società americane con un rating ESG più alto performano meglio di quelle con un rating più basso. Dopo aver analizzato il campione nella sua interezza ed aver trovato una correlazione positiva e significativa tra il rating ESG di una società e l’andamento del prezzo dell’azione, gli autori si soffermano su due coppie di società appartenenti agli stessi settori. La prima coppia che considerano è formata da Intel e Broadcom, importanti multinazionali che operano nel settore dello sviluppo di software ma con rating ESG agli antipodi; Intel ottiene un rating ESG dell’87% mentre Broadcom, penalizzata dai rischi riguardanti i cambiamenti climatici e lo smaltimento dei rifiuti e dei materiali pericolosi in cui incorrono i suoi partner commerciali, solamente del 25%. Nel primo trimestre del 2020 il rendimento delle azioni Intel registra un -9,6% mentre il titolo di Broadcom cede il -25%. Uno scenario simile emerge dal confronto tra Verizon e Dish Network, operanti nel settore delle telecomunicazioni. Verizon, con un rating ESG del 63% perde nei primi tre mesi del 2020 il -12,5%; Dish Network invece, per via di una suscettibilità causata dalle emissioni di anidride carbonica e dalla gestione dell’inquinamento totalizza un rating ESG del 18% appena, e il suo titolo azionario registra un -43,6% nei primi 3 mesi dell’anno. Se si considera solamente il periodo dal 24 febbraio, primo giorno di borsa dopo la prima zona rossa in Europa (a Lodi), al 18 marzo, giorno in cui vengono approvati i primi aiuti all’economia da parte dell’allora presidente americano Trump e dalla Federal Reserve, le imprese con i più alti punteggi ESG sovraperformano le altre del 7,2%, guadagnando su di esse in media lo 0,45% al giorno. Anche lo studio di Albuquerque et al. dimostra inoltre una correlazione negativa e significativa tra i rating ESG e la volatilità; le imprese con valutazioni di sostenibilità

maggiori subiscono una diminuzione della volatilità del range dei prezzi azionari di oltre il 10% rispetto alle altre società nel periodo clou 24 febbraio – 18 marzo. La maggior resilienza delle società con i rating ESG più alti, riassumono gli autori, si manifesta dunque in rendimenti medi maggiori e in una volatilità minore. Lo studio non evidenzia solamente una correlazione positiva tra la performance di sostenibilità, espressa tramite il rating ESG, e la performance finanziaria, misurata con il rendimento del titolo azionario, ma scopre anche una correlazione positiva con la performance operativa. Albuquerque et al. analizzando i dati operativi dell'ultimo trimestre del 2019 e del primo trimestre del 2020, rivelano che i rating ESG sono positivamente e significativamente correlati con il margine operativo espresso in percentuale delle vendite. In particolare, affermano che le imprese con alti rating ESG hanno incrementato i loro margini operativi nonostante una significativa flessione delle vendite. Ciò può essere dovuto al fatto che queste società, offrendo prodotti o servizi più sostenibili, abbiano incrementato i prezzi senza subire per questo motivo un calo nelle vendite, beneficiando di una fiducia e di una lealtà dei propri clienti e consumatori più alta rispetto ad altre imprese per via di una migliore reputazione data dall'attenzione alla sostenibilità. Le imprese che hanno una reputazione migliore e perseguono obiettivi di sostenibilità beneficiano di una maggior fiducia da parte dei consumatori che fa sì che tali imprese godano di una minore elasticità dei prezzi e che cioè tendano a non perdere fatturato anche quando i prezzi aumentano. La lealtà e la fiducia espresse dai consumatori sono tali anche per gli investitori, che decidono di mantenere il titolo nel proprio portafoglio nonostante il periodo di shock nei mercati azionari, contribuendo quindi a un rendimento del titolo migliore rispetto alle altre società.

Una correlazione positiva tra le pratiche di sostenibilità e la performance del titolo azionario in tempi di shock del mercato è stata studiata anche da Lins et al. in uno studio del 2017, che analizza il rendimento di oltre 1600 società quotate americane durante uno dei periodi più bui della storia del mercato azionario, la crisi del 2008-2009. Il paper esamina i rendimenti azionari dall'agosto 2008 (il fallimento di Lehman Brothers avviene a settembre dello stesso anno) a marzo 2009, mese in cui l'indice americano S&P500 raggiunge la quotazione più bassa dall'inizio della crisi. In questo periodo il rendimento medio del campione considerato è del -39,1% e il rendimento medio del 25esimo percentile è di -59,5%. Le imprese con punteggi di sostenibilità maggiori hanno performato meglio in questo periodo, limitando le perdite; lo studio infatti evidenzia una

correlazione positiva e significativa tra il rating ESG delle imprese e la performance del titolo azionario. Divise per quartili in base alla performance di sostenibilità, infatti, le società statunitensi prese a campione che hanno performato meglio in termini di rendimento azionario durante la crisi del 2008-2009 sono quelle con i punteggi di sostenibilità più alti. La differenza di rendimento media tra le imprese del primo quartile e dell'ultimo quartile è del 5,52%. Per quanto riguarda invece i rendimenti anomali, cioè dati dalla differenza tra i rendimenti effettivi e quelli attesi, quelli delle società al quarto quartile sono maggiori del 9,85% rispetto a quelli delle società del quartile più basso. Lo stesso studio di Lins et al. cerca una correlazione tra sostenibilità e performance anche durante un altro evento che ha colpito duramente il mercato azionario, ovvero la bancarotta di Enron. In quel periodo, che va dall'ottobre 2001, quando avvenne il fallimento della multinazionale, a marzo del 2003, quando cominciò il "rally" dei mercati statunitensi ininterrotto fino al 2008, moltissime altre società, tra cui WorldCom, furono al centro di scandali per irregolarità nei bilanci, frodi e bancarotte, il che fece crollare la fiducia degli investitori e conseguentemente tutto il mercato azionario. Il campione di imprese viene ridotto a circa 400 società quotate per via del fatto che all'epoca non erano disponibili i rating di sostenibilità per tutte quelle prese a campione in precedenza. Anche durante questo periodo di crisi per i mercati finanziari statunitensi le imprese con più alti rating di sostenibilità performano meglio delle altre società. In particolare, tra l'ottobre 2001 e il marzo 2003 i titoli azionari delle società con i migliori rating ESG subiscono un rendimento migliore del 7,3% rispetto alle imprese con rating di sostenibilità bassi. Come lo studio di Albuquerque et al. Anche questo indaga poi gli effetti della performance di sostenibilità sui risultati operativi durante il periodo di crisi. Durante lo shock del 2008-2009 infatti i rating di sostenibilità sono positivamente e significativamente correlati con gli indicatori di performance operativa ROA e MOL. All'aumentare del rating ESG, infatti, cresce sia il Return On Assets che il Margine Operativo Lordo. Non solo, le imprese più socialmente responsabili hanno anche una crescita media del fatturato trimestre su trimestre maggiore rispetto alle altre imprese. Ciò rafforza la tesi secondo la quale le imprese con rating di sostenibilità più alti tendono ad avere risultati operativi migliori e a subire declini più contenuti durante i periodi di crisi. Anche lo studio di Lins et al. Conclude che tale risultato può essere spiegato da una maggiore fiducia dei consumatori verso queste società.

Sembra evidente dagli studi approfonditi che nei periodi di shock, durante i quali i mercati si affossano, i titoli di società che operano in maniera più sostenibile siano considerati una sorta di salvagente dal mercato azionario, poiché, come osservato durante la crisi finanziaria del 2008 e durante la pandemia di Covid-19, grazie a una minor volatilità e a una maggior resilienza essi resistono meglio e sovraperformano i titoli delle altre società. Tuttavia, durante la crisi più recente, quella cioè causata dall'aggressione della Russia ai danni dell'Ucraina, la resilienza e la performance superiore dei titoli ad alto rating ESG non è stata (o meglio dire non è, visto che il conflitto iniziato il 24 febbraio 2022 è ancora in corso) così evidente. Come riporta il Financial Times²⁴, prima ancora dell'inizio della guerra in Ucraina, infatti, i titoli delle compagnie che producono combustibili fossili avevano iniziato a beneficiare del rimbalzo dei consumi causato dal progressivo allentamento delle misure anti-Covid in tutto il mondo, con le quotazioni di gas e petrolio in crescita da prima dell'inizio del 2022. Con l'inizio del conflitto, che ha causato una carenza di queste materie prime soprattutto in Europa, i prezzi di gas e petrolio sono schizzati alle stelle facendo lievitare i rendimenti dei titoli delle società produttrici di questi beni. In un tale contesto con i rendimenti degli investimenti sui combustibili fossili alle stelle, spiega il Financial Times, gli investitori in titoli ESG, che tipicamente escludono o sottopesano i titoli dei produttori di petrolio o gas naturale nei propri portafogli, a causa del pesante impatto ambientale di queste società, hanno visto calare i propri rendimenti se comparati con fondi convenzionali.

Uno studio di Huq et al. (2022) analizza i rendimenti delle società con alti rating ESG dallo scoppio del conflitto a febbraio fino ad ottobre, comparandoli con quelli delle società con basse valutazioni di sostenibilità e con il rendimento del mercato. Le imprese selezionate per l'analisi sono circa 800 e sono società quotate europee i cui dati sulla performance ESG vengono forniti dall'agenzia di rating Refinitiv. In base a questi dati gli autori creano due portafogli in cui includono rispettivamente le azioni del miglior e peggior quintile in termini di rating ESG. Il rendimento medio dei due portafogli è superiore a quello del mercato, tuttavia il rendimento del portafoglio con i rating di sostenibilità più alti è inferiore a quello del portafoglio "low-ESG". Oltre a un rendimento medio maggiore il portafoglio a bassa sostenibilità ha anche il più alto rendimento anomalo durante i primi mesi di guerra. Come dimostra la Figura 18, indicizzando a 100

²⁴ <https://www.ft.com/content/b2869451-0899-4e02-8fc8-23d6d2ba9d17>

il valore del rendimento anomalo (dato dal rendimento effettivo meno il rendimento atteso) a febbraio. per entrambi i portafogli e il mercato tale valore si evolve diversamente. Se per il mercato il rendimento anomalo diminuisce costantemente, i due portafogli ottengono dei rendimenti più alti, stabilizzandosi dopo una caduta iniziale e riprendendo poi a crescere. Anche in questo caso, tuttavia, sebbene il rendimento anomalo del portafoglio “high ESG” sia superiore a quello del mercato, esso viene sovraperformato dal portafoglio con basso rating ESG.

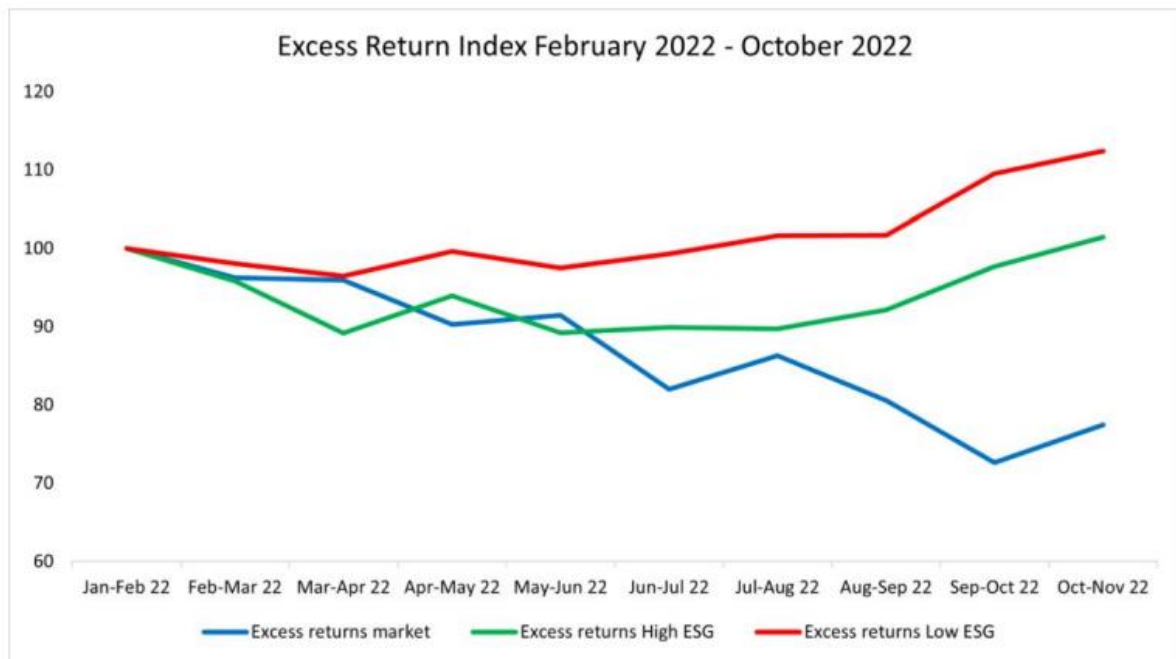


Figura 18. Rendimento anomalo del mercato e dei portafogli ad alto e basso rating ESG. Huq et al.

Anche uno studio di Kick et al. (2022) analizza i rendimenti delle azioni europee prima e in seguito all’invasione dell’Ucraina. Il lasso di tempo utilizzato comprende i 30 giorni precedenti dell’aggressione, in quanto il clima di incertezza si era già delineato prima del 24 febbraio in seguito a varie dichiarazioni del presidente russo Putin e alle mobilitazioni militari al confine, e i giorni immediatamente seguenti. Lo studio afferma che esiste una correlazione positiva tra i rating ESG (soprattutto nella componente ambientale) e i rendimenti anomali delle azioni durante il periodo, tuttavia, gli autori affermano che si tratta di un effetto insignificante, in quanto gli investitori, durante il periodo precedente e immediatamente successivo all’invasione, non hanno cercato “protezione” in titoli ESG. Lo studio analizza anche la correlazione tra i rating ESG e il rischio notando che al crescere dei rating di sostenibilità il rischio diminuisce ma anche in questo caso si tratta di un effetto irrilevante. Al contrario di altri eventi shock per i mercati, concludono gli

autori, non è stata così evidente la migliore performance e la maggior resilienza dei titoli ad alto rating ESG, il che contribuisce a arricchire una letteratura a riguardo in continua evoluzione e con spunti contrastanti.

Una voce ulteriore è quella del rater MSCI²⁵ che documenta anch'esso gli andamenti delle migliori e peggiori azioni per rating ESG. Per farlo parte dall'indice europeo MSCI Europe Index e divide i titoli che vi appartengono in quintili in base al rating ESG, creando così due portafogli azionari per i quali monitora l'andamento per 30 giorni, dal 23 febbraio 2022 (il giorno precedente all'aggressione russa) al 22 marzo dello stesso anno, comparandolo con l'andamento dell'indice benchmark MSCI Europe Index. Come si può osservare dalla Figura 19, che rappresenta il rendimento attivo (cioè comparato a quello dell'indice di riferimento) dei due portafogli, per larghi tratti durante il primo mese di conflitto, il portafoglio contenente i titoli appartenenti al miglior quintile per rating ESG ha sovra performato l'indice benchmark, cedendo lo 0,43% solo nei giorni finali della rilevazione. Il portafoglio con i titoli appartenenti al quintile peggiore invece, a parte un breve excursus iniziale rimane costantemente sotto l'indice benchmark, arrivando a sfiorare un rendimento inferiore del 2% e chiudendo i 30 giorni con una performance dello 0,63% inferiore a quella dell'indice di riferimento. Durante tutta la durata della misurazione, inoltre, il portafoglio contenente i titoli ad alto rating ESG mantiene una performance superiore a quella del portafoglio a basso rating.

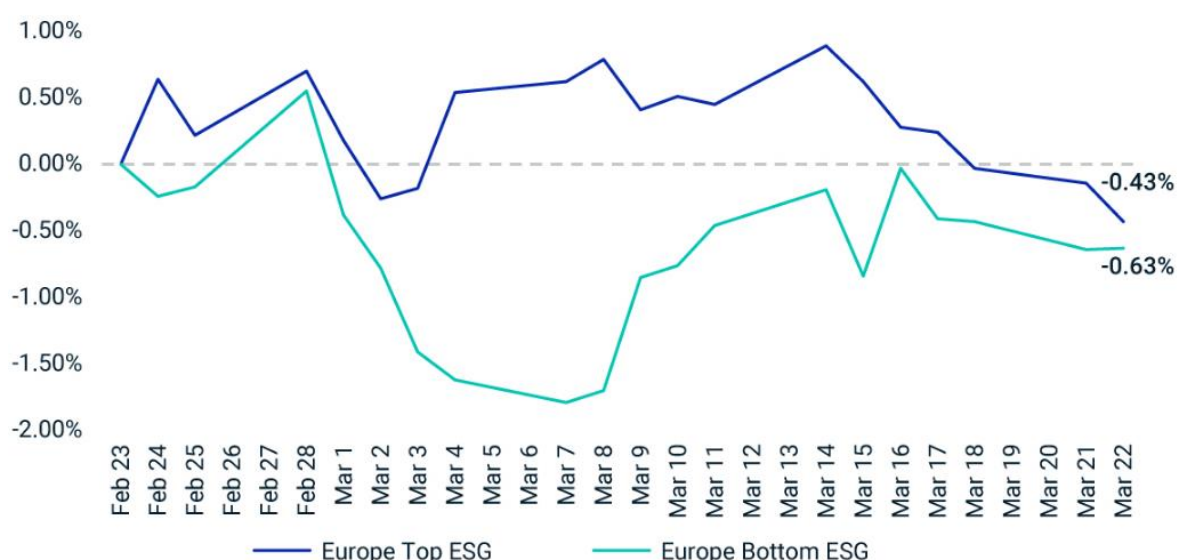


Figura 19. Rendimento attivo dei portafogli ad alto e basso rating ESG comparato con l'indice benchmark MSCI Europe Index. MSCI.

²⁵ <https://www.msci.com/research-and-insights/russia-ukraine-war/esg-mattered-for-equities>

Nonostante le evidenze contrastanti che emergono dagli studi che esaminano la correlazione tra i rating ESG e la performance dei titoli azionari durante il periodo di shock causato dall'invasione dell'Ucraina, figlie di una letteratura in continua evoluzione riguardante un argomento relativamente nuovo, è possibile concludere che, in genere, durante i momenti di crisi dei mercati finanziari, i titoli ad alto rating ESG forniscano una discreta protezione dai rischi e tendano a sovraperformare il mercato nonché i titoli a basso rating di sostenibilità.

La miglior performance e i minori rischi degli investimenti in titoli ad alto rating ESG non si limitano però solamente ai periodi di crisi. Molti studi infatti riportano una correlazione positiva tra il rating ESG e i rendimenti dei titoli azionari.

Uno studio di Giese e Nagy (2018) analizza il cambiamento dei rating ESG nelle società, definendo un movimento (ESG momentum) positivo quando una società vede aumentare il proprio rating ESG e uno negativo quando invece il rating ESG diminuisce. Vengono presi a campione i titoli appartenenti all'indice MSCI World Index, divisi per quintili in base alle variazioni di rating ESG ottenute negli anni e da questi vengono ricavati due portafogli azionari: il primo con i titoli appartenenti al quintile più alto, che hanno cioè ottenuto negli anni un incremento maggiore del proprio rating ESG, il secondo con i titoli del quintile più basso, che hanno dunque subito le variazioni di rating ESG più negative. I dati vengono raccolti dal 2009 al 2018 e come appare evidente dalla Figura 20, che mostra il sovra-rendimento del portafoglio con un ESG momentum positivo rispetto a quello del portafoglio con l'ESG momentum negativo, tale sovra performance raggiunge negli anni percentuali importanti. Per i titoli appartenenti ai mercati sviluppati il portafoglio con il momentum ESG positivo guadagna circa il 12% sul portafoglio a tendenza di rating ESG negativa durante il periodo di misurazione. I titoli con momentum ESG positivo appartenenti ai mercati emergenti fanno ancora meglio, guadagnando oltre il 14% sui titoli il cui rating ESG è diminuito maggiormente in quasi la metà degli anni. In particolare, nei mercati emergenti dal 2013, quando anche per questi mercati diventano disponibili i rating ESG di MSCI, i titoli delle società che subiscono gli incrementi di rating maggiori sovra performano i titoli delle società che hanno i più alti downgrade di rating del 14,4%; nello stesso periodo di tempo nei mercati sviluppati i titoli delle società con il momentum ESG più positivo ottengono un rendimento superiore a quello delle società con il momentum più negativo del 5,2%.

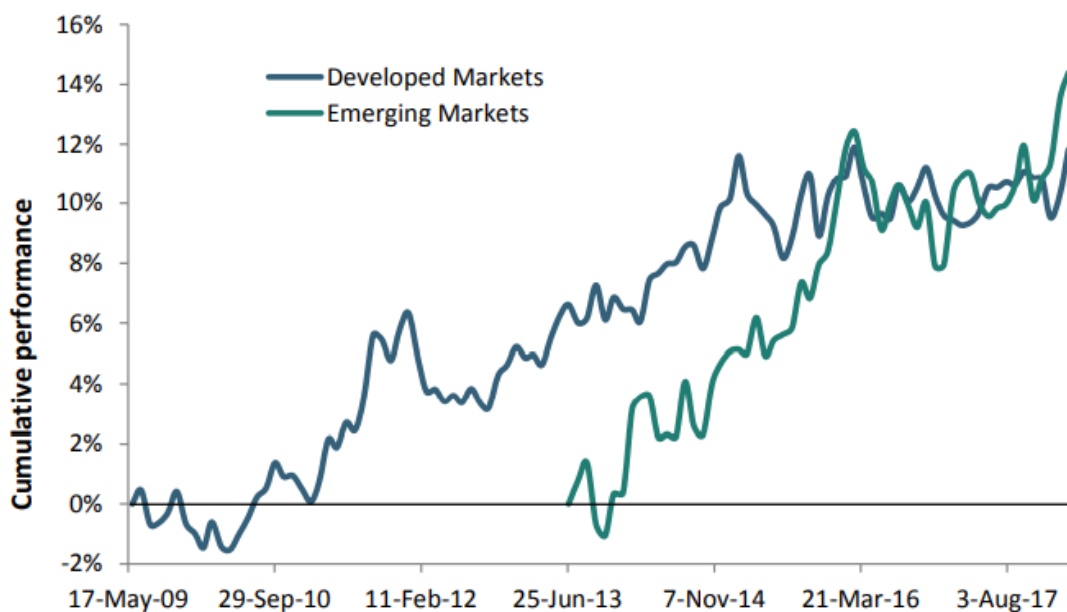


Figura 20. Sovra performance dei titoli a più alto momentum ESG rispetto a quelli con più basso momentum ESG nei mercati sviluppati ed emergenti. Giese e Nagy.

Lo studio conclude che i movimenti positivi di rating ESG contribuiscono ad aumentare il valore del titolo azionario, producendo in particolare nel medio e lungo periodo una differenza significativa di rendimento tra i titoli che hanno subito un incremento del rating ESG e quelli che invece hanno subito un decremento del rating di sostenibilità. Khan (2019), partendo sempre dai dati forniti dall'agenzia di rating MSCI, costruisce un rating ESG aggregando informazioni e punteggi elaborati da altri provider ed agenzie come Bloomberg e FactSet. L'autore poi filtra i soli punteggi riguardanti fattori ESG materiali, utilizzando le linee guida del Sustainability Accounting Standards Board (SASB) creando un "ESG material score". Le società prese a campione appartengono all'indice globale MSCI All Country World Investable Market Index (ACWI IMI), che contiene società a piccola, media e grande capitalizzazione appartenenti a 23 mercati sviluppati e 24 mercati emergenti i cui rendimenti azionari vengono studiati nel periodo 2013-2017 e per cui l'autore cerca una correlazione con l'ESG material score. Khan scopre che le società dell'indice con un punteggio ESG più alto hanno ottenuto una crescita del titolo azionario maggiore durante il periodo di riferimento. Come rappresentato nella Figura 21, che mostra l'evoluzione di un investimento di 10\$ nel quartile a più alto rating ESG e in quello a più basso rating ESG, le società con un ESG material score più alto subiscono una crescita del valore azionario (e conseguentemente dell'investimento) nettamente superiore rispetto alle società a basso rating. In

particolare, alla fine del periodo di rilevazione, l'investimento in società appartenenti al quartile di rating ESG più alto frutta un rendimento del 41% superiore rispetto a quello nelle società del quartile di rating ESG più basso. Il quartile con le migliori società per rating ESG sovra performa anche l'indice benchmark MSCI All Country World Investable Market Index. Come si vede rappresentato nella Figura 22, un investimento nelle società a più alto rating ESG frutta nel periodo 2013-2017 un sovra rendimento di circa il 17%. Oltre ad avere un rendimento maggiore, i titoli delle società del quartile a più alto rating ESG, mostrano anche una volatilità minore. Nel grafico della Figura 23, che rappresenta il rendimento mensile medio e la volatilità mensile media di tutti e quattro i quartili, si nota come i quartili più alti abbiano un rendimento e una volatilità del prezzo dell'azione mensili medi sensibilmente inferiori rispetto ai quartili più bassi. L'autore conclude che i rating ESG possano aiutare a prevedere gli andamenti del mercato in quanto le società con i più alti punteggi di sostenibilità hanno performance cumulate superiori al mercato, mentre quelle con i punteggi più bassi hanno dei rendimenti inferiori.

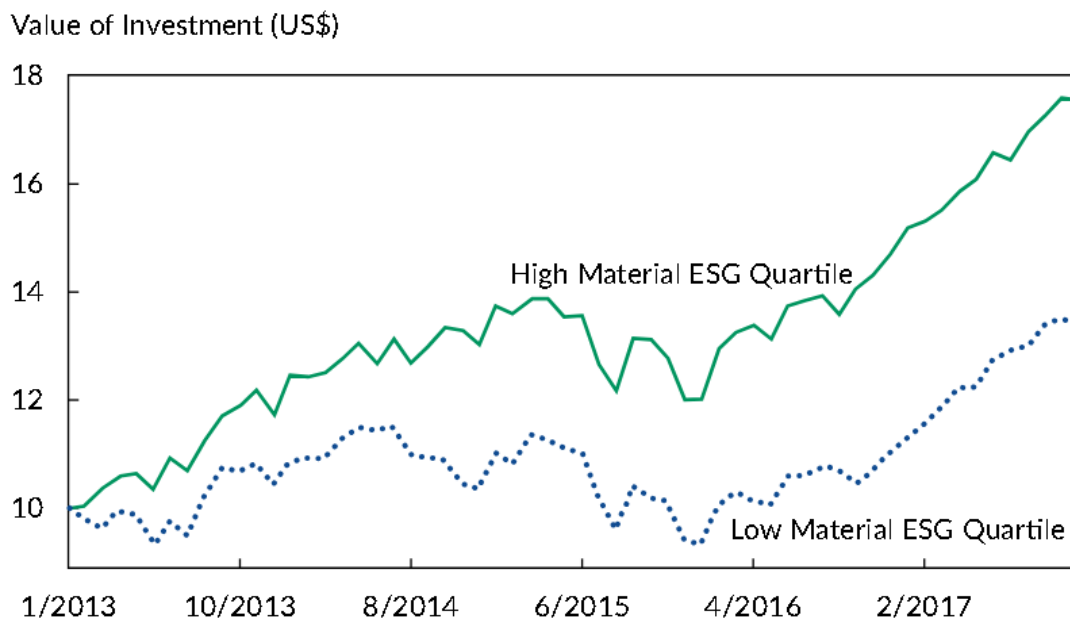


Figura 21. Evoluzione di un investimento di 10\$ nelle società appartenenti al più alto e più basso quartile per rating ESG. Khan.

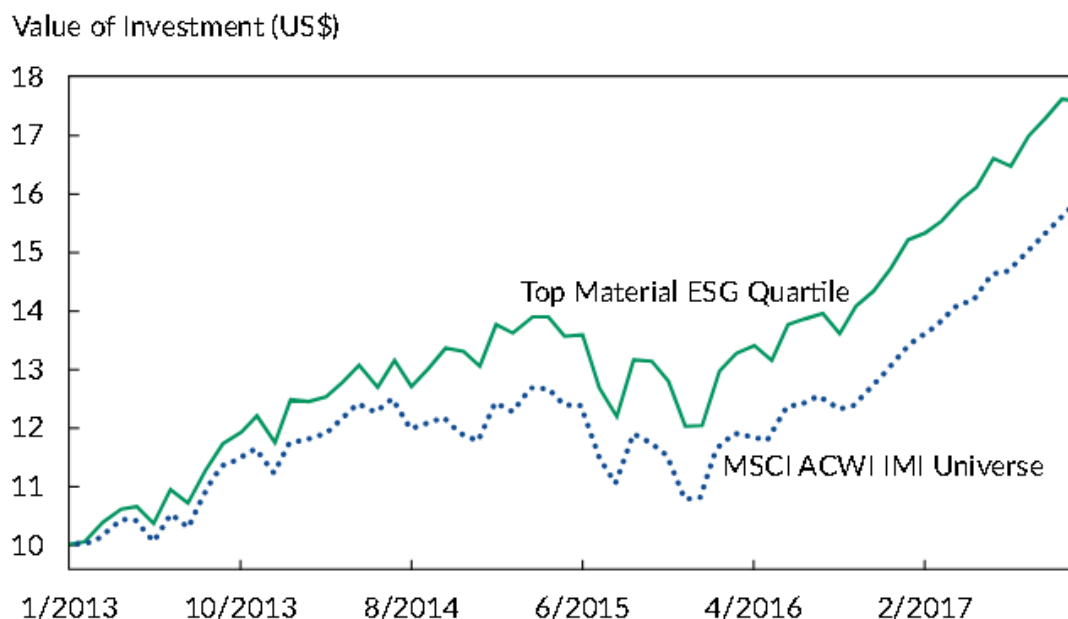


Figura 22. Evoluzione di un investimento di 10\$ nelle società appartenenti al più alto quartile per rating ESG e nell'indice benchmark. Khan.

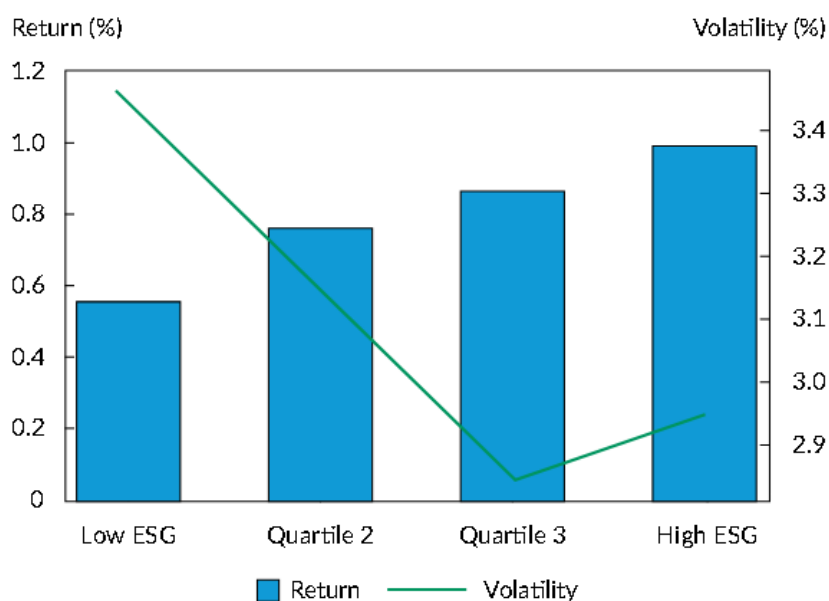


Figura 23. Volatilità e rendimento mensili medi dei quattro quartili. Khan.

Uno studio di Abate et al. (2020) compara la performance di fondi di investimento caratterizzati da titoli ad alto rating ESG e di fondi contenenti titolo a più basso rating. Il campione comprende solo fondi di investimento europei, i cui rating ESG vengono forniti dall'emittente Morningstar e ne vengono selezionati 634 a seconda che siano i migliori (top 10%) o i peggiori (bottom 10%) per rating di sostenibilità. L'analisi di Abate et al., che parte da ottobre 2014 e termina a settembre 2019 per una durata complessiva di 5 anni, individua che il 17,19% dei fondi a basso rating ESG ha ottenuto in questo periodo

di tempo un rendimento cumulato negativo, contro appena il 3,85% dei fondi ad alto rating ESG. Analizzando poi la curva di distribuzione dei rendimenti risulta che la moda del rendimento, ovvero il valore di performance raggiunto dal numero maggiore di fondi di investimento, sia compreso tra il +25% e il +35%. La percentuale di fondi ad alto rating ESG che raggiunge rendimenti superiori al +25% è superiore alla percentuale di fondi a basso rating ESG che supera tale rendimento. Per i rendimenti inferiori al +25% invece la percentuale di fondi a basso rating ESG supera la percentuale di fondi ad alto rating ESG. La Figura 24 illustra quanto appena descritto. Sebbene nelle code della distribuzione, che rappresentano i rendimenti più bassi e più alti, le performance migliori (tra il +185% e il +205%) vengano raggiunte da fondi a basso rating ESG e le performance peggiori (tra il -55% e il -65%) vengano conseguite da fondi ad alto rating, appare evidente come in media i fondi con i più alti punteggi ESG ottengano in media rendimenti maggiori.

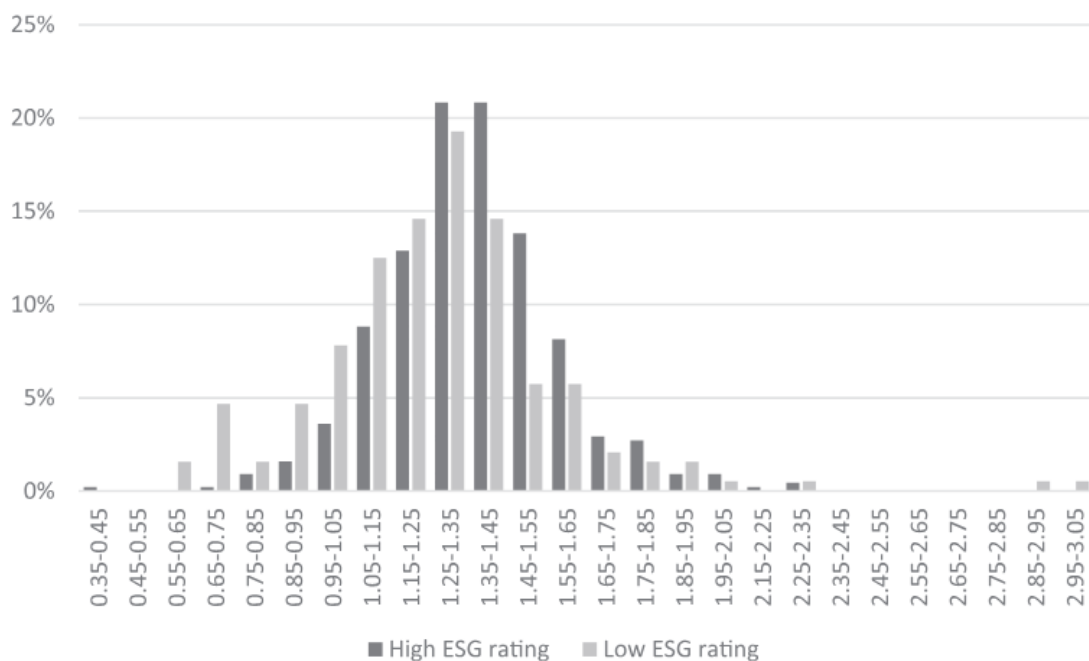


Figura 24. Curva di distribuzione dei rendimenti dei fondi ad alto e basso rating ESG. Abate et al.

Abate et al. studiano anche la volatilità e i costi di gestione dei fondi e scoprono che il 62% dei fondi ad alto rating ESG registra una deviazione standard mensile inferiore al 4%, contro il 47% dei fondi con rating ESG più basso. Inoltre, circa il 90% dei fondi ad alto rating registra una deviazione standard inferiore al 4,5% con valori che oscillano dallo 0,5% al 10,5%; i fondi a basso rating ESG invece hanno una volatilità maggiore, toccando valori massimi del 12% e non scendendo mai sotto il 2%. Anche per quanto

riguarda i costi di gestione i fondi ad alto rating ESG hanno un costo medio inferiore, con circa il 75% di essi che presenta costi di gestione inferiori al 2% contro il 54% dei fondi con i rating ESG più bassi. Riassumendo i dati dello studio, i fondi ad alto rating ESG risultano superiori di quelli a basso rating di sostenibilità in tutti e tre gli aspetti analizzati: il rendimento cumulato medio è superiore (i fondi high-ESG hanno prodotto un rendimento cumulato medio del +36,1% contro il +26,8% dei fondi low-ESG); la volatilità (e quindi il rischio) è inferiore (la deviazione standard mensile media per i fondi ad alto rating è del 3,93% mentre raggiunge il 4,44% per i fondi a basso rating); i costi di gestione sono inferiori (il costo medio annuo è dell'1,53% per i fondi a più alto punteggio ESG e dell'1,92% per i fondi a più basso rating). I risultati dello studio di Abate et al. supportano le evidenze di una correlazione positiva tra i rating ESG e la performance finanziaria; in particolare i dati dello studio possono essere utili agli investitori che intendono allocare le proprie risorse in fondi di investimento europei valutati con un alto rating ESG, in quanto paragonati con fondi gestiti con policy di investimento meno sostenibili risultano più efficaci e più efficienti. Gli autori inoltre affermano che le evidenze dello studio possono essere utili anche alle imprese. I risultati mostrano infatti quanto siano rilevanti i criteri ESG per gli asset manager e i gestori dei fondi. Per questo le imprese dovrebbero porre in atto strategie di sostenibilità volte a far accrescere il proprio rating ESG, in modo da attirare l'attenzione di fondi di investimento sostenibili e far crescere il valore per i propri shareholders.

Una correlazione positiva tra i rating ESG e la performance dei titoli azionari viene documentata anche da uno studio di Tiwari et al. (2022) che compara il rendimento dell'indice indiano Nifty 50, che racchiude le 50 società indiane a maggior capitalizzazione, con quello dell'indice Nifty ESG 100 che racchiude le prime 100 imprese indiane per rating ESG. Lo studio ne compara le performance dall'aprile del 2011 al settembre del 2022 analizzando il rendimento a 1, 3, 5, 7 e 10 anni. Come rappresentato nella Figura 25 l'indice ESG 100 sovraperforma il Nifty 50 in tutti gli archi temporali. Anche durante il primo anno, nel mezzo della crisi dei debiti sovrani del 2011, i titoli a più alto rating ESG performano meglio del principale indice nazionale, perdendo il -7,88% contro il -8,72% lasciato dal Nifty 50. Gli autori confermano le evidenze degli studi trattati in precedenza, attribuendo ai titoli più sostenibili contenuti nell'indice ESG 100 una miglior resistenza alle crisi e una miglior capacità di fronteggiare i sentimenti di

mercato avversi. Alla fine del periodo di misurazione il rendimento dell'ESG 100 ha raggiunto il +13,4% contro il +11,73% del Nifty 50.

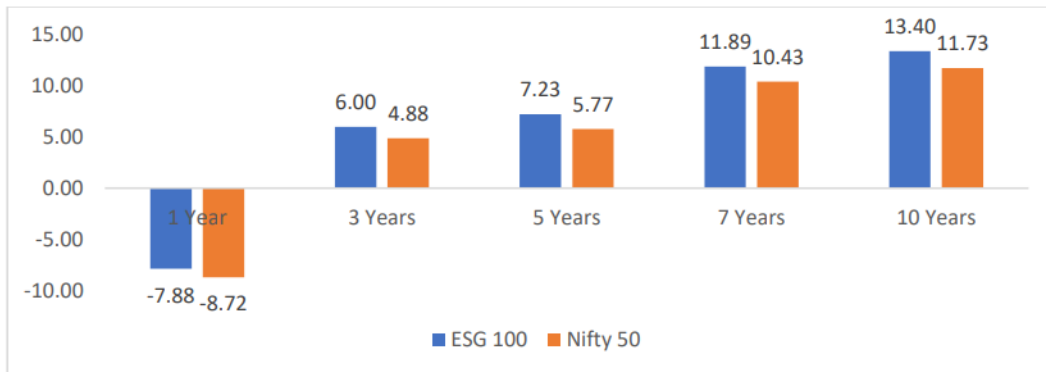


Figura 25. Rendimento del Nifty 50 e dell'ESG 100 a 1, 3, 5, 7 e 10 anni. Tiwari et al.

Fornendo un'ulteriore voce al "dibattito" riguardo la correlazione tra i rating ESG e i rendimenti azionari durante il delicato periodo antecedente e successivo all'aggressione russa ai danni dell'Ucraina, lo studio esamina i rendimenti dei due indici nel periodo che va dai 75 giorni precedenti al 24 febbraio 2022 ai 75 giorni successivi. In questo periodo di tempo l'indice Nifty 50 ha una performance superiore rispetto all'ESG 100 perdendo il -4,23% rispetto al -6,32% dell'indice più sostenibile. Ciò nonostante, gli autori concludono che gli investimenti ESG producono un rendimento superiore rispetto agli indici benchmark, soprattutto nel lungo periodo e attraverso periodi di crisi come quelle del 2011 e del 2020.

Come hanno confermato gli studi fin qui analizzati sembrerebbe esistere una correlazione positiva tra i rating ESG e i rendimenti dei titoli azionari delle società. Altri studi analizzano invece la correlazione tra i rating di sostenibilità e la performance finanziaria espressa non come rendimento azionario ma come performance operativa, attraverso l'utilizzo di indicatori come il ROE o il ROA. Uno studio di Kalia e Aggarwal (2022) ha analizzato proprio i valori del ROE e del ROA al variare dei rating ESG. Gli autori si sono concentrati su 468 imprese appartenenti al settore della sanità durante il 2020, anno in cui il settore è stato pesantemente colpito dalla pandemia da Covid-19 (una ricerca del National Institute of Health²⁶ degli Stati Uniti ha stimato in circa 200 miliardi la perdita per il settore). Lo studio, utilizzando i dati dell'agenzia di rating Thomson Reuters, evidenzia che le imprese con un rating ESG più alto hanno avuto in

²⁶ <https://www.ncbi.nlm.nih.gov/pmc/articles/PMC7670225/>

media valori maggiori di ROE e ROA. Gli autori scoprono una correlazione positiva e significativa tra i rating di sostenibilità e la performance aziendale, in quanto all'aumentare di un punto di rating (il rating di Thomson Reuters utilizza una scala da 0 a 100) in media viene registrato un aumento dello 0,4% sia nel ROE che nel ROA. Per quanto riguarda le singole voci che compongono il rating il fattore ambientale (E) e di governance (G) sono positivamente e significativamente correlati con gli indicatori di performance utilizzati, il fattore sociale (S) invece risulta negativamente correlato con ROE e ROA, tuttavia si tratta di una correlazione non significativa che permette agli autori di concludere che le società che mettono in pratica attività ad alto valore ESG ottengono rendimenti più alti rispetto ai propri competitors. Prendendo poi in considerazione solamente le società del settore sanitario appartenenti a paesi sviluppati la correlazione positiva tra i rating ESG e la performance finanziaria aumenta. Per le società dei paesi sviluppati infatti un aumento di un punto nel rating di sostenibilità produce un incremento del 1,2% nella performance finanziaria misurata con gli indicatori ROE e ROA. Per i paesi sviluppati inoltre anche il fattore sociale del rating è positivamente e significativamente correlato con la performance aziendale.

Uno studio di Wanday e El Zein (2022) investiga la relazione tra rating ESG e performance aziendale nelle società europee del settore energetico. Lo studio prende a campione le più grandi imprese europee del settore, analizzandone i dati economici e finanziari dal 2018 al 2022. Gli autori evidenziano una correlazione positiva e significativa tra i rating ESG, presi dall'agenzia di rating Sustainalytics, e le misure di performance finanziaria considerate, ovvero il ROE, il ROA, il ROI e il ROS, concludendo che le società che investono maggiormente in attività sostenibili producono rendimenti maggiori. Ciò, continuano gli autori, ha implicazioni importanti per gli investitori e per i manager, in quanto viene consigliato ai primi di includere titoli di società ad alto rating ESG nel proprio portafoglio per aumentare i rendimenti e ridurre i rischi, e ai secondi di prendere decisioni strategiche coerenti con i fattori ESG al fine di attrarre nuovi investimenti.

Similarmente, un paper di Zhao et al. (2018) analizza la correlazione tra i rating ESG e la performance aziendale delle imprese del settore energetico cinesi. Lo studio comprende le 20 società più grandi del paese, che insieme producono più della metà dell'energia prodotta in Cina. Gli autori scoprono che nel periodo analizzato, dal 2007 al 2016, la performance ESG delle principali società del settore energetico è positivamente e

significativamente correlata con il ROCE, ovvero il rendimento sul capitale investito. Ciò porta alla conclusione che avviare o intensificare la costruzione di strategie e standard aziendali socialmente responsabili e sostenibili possa portare un incredibile contributo alla crescita a lungo termine della performance finanziaria della società.

Un altro studio di Brogi e Lagasio (2018) raccoglie dati finanziari di quasi 3500 compagnie del settore industriale, bancario e assicurativo americane. Il campione viene analizzato dal 2000 al 2016 e viene cercata la correlazione tra i rating ESG di queste società, fornite dall'agenzia MSCI e la misura di performance operativa ROA. I risultati dello studio confermano le evidenze dei paper precedentemente analizzati, i rating ESG sono infatti positivamente e significativamente correlati con la performance aziendale espressa dall'indicatore ROA. In particolare, per le imprese del campione, al crescere dello score ESG assegnato da MSCI aumenta sia il ROA dell'anno in cui il rating viene emesso, sia il ROA dell'anno successivo (anche se la correlazione con il ROA dello stesso anno è più forte, indicando dunque che il rating ESG ha una maggior influenza positiva sul rendimento dell'anno in cui viene emesso). Per quanto riguarda i singoli componenti del rating il fattore sociale sembra essere quello con la più alta correlazione con la performance aziendale, mentre l'indicatore della governance ha un effetto maggiore sul ROA dell'anno successivo all'emissione del rating; ciò può implicare che per le società prese a campione i miglioramenti nella sfera gestionale richiedano un tempo maggiore per produrre gli effetti sui rendimenti. Inoltre, la correlazione tra i rating ESG e il ROA risulta superiore per le società appartenenti al settore bancario rispetto a quello industriale. Nel settore bancario oltretutto la correlazione tra i rating e la performance è superiore nell'anno successivo al giudizio sulla sostenibilità e la correlazione più forte con la performance è data dal fattore ambientale. Anche lo studio di Brogi e Lagasio conclude che gli amministratori delle società dovrebbero considerare di implementare o ampliare le attività ESG in modo da favorire la redditività aziendale.

Uno studio di Ortas et al. (2015) focalizza la sua ricerca in Spagna, Francia e Giappone dove analizza la performance di sostenibilità di circa 200 imprese, espressa tramite i rating ESG di Thomson Reuters. Il campione di imprese viene studiato dal 2008 al 2013 e viene cercata una correlazione tra i rating di sostenibilità e la performance finanziaria espressa tramite la Q di Tobin e il ROA. I risultati dello studio evidenziano una correlazione positiva e significativa tra i rating ESG e gli indicatori di performance aziendale. In particolare, è molto forte la correlazione tra la performance ambientale e i

due indicatori di performance finanziaria, mentre per quanto riguarda i fattori sociali e di governance la correlazione con la Q di Tobin e il ROA è più scarsa sebbene rimanga positiva e significativa. Incrementi e riduzioni dell'effetto del rating ESG sulla performance finanziaria si evidenziano anche in base allo Stato di appartenenza. In Giappone, infatti, il fattore ambientale esercita un'influenza più importante sugli indicatori di performance rispetto agli altri paesi (con una correlazione più forte con la Q di Tobin e meno forte con il ROA); il fattore "governance" delle imprese giapponesi invece è il più correlato con l'indicatore ROA, mentre la correlazione tra governance e ROA nelle imprese francesi e spagnole è simile ma inferiore. Per contro in Spagna è il fattore sociale ad avere una correlazione più alta, in particolare la correlazione del fattore sociale del rating ESG con la Q di Tobin è la maggiore dei tre paesi. Nonostante le differenze tra le società dei vari paesi analizzati, dovute anche a fattori culturali, la correlazione tra gli indicatori di performance di sostenibilità e performance finanziaria rimane sempre positiva, implicando che i vantaggi finanziari dovuti ai migliori rating ESG non vengono ostacolati dai confini. Anche lo studio di Ortas et al., in base ai risultati della ricerca, suggerisce alle imprese di incrementare la propria performance di sostenibilità per raggiungere maggiori successi finanziari.

Similarmente uno studio di Kim et al. (2013) analizza sempre la correlazione tra rating ESG e performance finanziaria in campione di imprese coreane. Lo studio, che prende a campione circa 100 società, utilizza il rating ESG di MSCI per valutare la performance di sostenibilità e la Q di Tobin e il rendimento azionario per valutare la performance finanziaria. I rendimenti dei titoli azionari delle società con un rating ESG di classe A (che dunque comprende i punteggi da A ad AAA) sono maggiori rispetto a quelli di società con rating inferiori alla A. Ciò fa presumere che le imprese con i rating ESG più alti ottengano mediamente rendimenti azionari maggiori, in particolare le imprese con i rating più alti sovra performano le imprese con i rating più bassi ottenendo in media il +3,4% in più all'anno. Inoltre, anche la Q di Tobin del gruppo di società con il rating ESG appartenente alla classe A è superiore rispetto a quello delle società con rating di classi inferiori. Lo studio afferma infine che anche per le imprese coreane del campione la correlazione tra rating ESG e performance finanziaria è positiva e significativa.

Degli alti rating ESG non impattano positivamente solo sulla performance finanziaria, che essa sia misurata attraverso il rendimento del titolo azionario in borsa oppure attraverso indicatori di performance operativi come il ROE o il ROA. Come dimostra

infatti uno studio di MSCI²⁷, elevati punteggi di sostenibilità contribuiscono ad abbassare il costo del capitale. In un'indagine svolta tra il 2015 e il 2019 è stata approfondita la correlazione tra i rating ESG e il costo del capitale, analizzando i titoli compresi nei due indici MSCI World e MSCI Emerging Markets e dividendoli in quintili in base al rating di sostenibilità. Nell'indice MSCI World le imprese dei quintili a più alto rating ESG ottengono un costo medio del capitale del 6,16% contro il 6,55% delle imprese appartenenti al quantile più basso. Per quanto riguarda l'indice dei mercati emergenti la differenza si accentua, la media del costo del capitale delle imprese ad alto rating ESG non arriva all'8% mentre quello delle imprese con i punteggi di sostenibilità più bassi tocca quasi il 9%. Come è possibile osservare dalla Figura 26, anche "scomponendo" il costo del capitale totale nelle componenti del costo del capitale proprio e del costo del debito la situazione non varia; all'aumentare del rating ESG diminuisce progressivamente sia il costo del capitale proprio che il costo del debito. Secondo MSCI ciò è in linea con il Capital Asset Pricing Model, che stabilisce che al decrescere della volatilità e del rischio sistematico diminuisca il *beta* e conseguentemente il costo dell'equity. Allo stesso modo, un rischio di default inferiore (assicurato da un rating ESG più alto) riduce il costo del debito. Lo studio di MSCI evidenzia inoltre che il costo del capitale decresce notevolmente per le società che subiscono un incremento del rating. L'effetto sul costo del capitale, che sembra maggiore a partire dal sesto mese dopo l'incremento del rating, premia soprattutto le società con un basso rating di sostenibilità, le quali beneficiano maggiormente di un incremento di rating. La riduzione del costo del capitale in seguito all'aumento del rating ESG sembra verificarsi però solo per i paesi appartenenti a mercati già sviluppati, in quanto non si nota nelle imprese dell'indice Emerging Markets.

²⁷ <https://www.msci.com/www/blog-posts/esg-and-the-cost-of-capital/01726513589>



Figura 26. Costo del capitale, del capitale proprio e del debito delle imprese appartenenti agli indici MSCI World e MSCI Emerging Markets, divise per quintili in base al rating ESG. MSCI.

Sebbene, come riportato nello studio di Friede et al. precedentemente citato, che analizza circa 2200 paper per individuare la correlazione tra rating ESG e performance finanziaria, solamente il 6,9% circa degli studi realizzati a riguardo ha trovato una correlazione negativa tra rating di sostenibilità e performance finanziaria, essi possono avere comunque un impatto importante sulla ricerca relativa a un argomento relativamente recente e in costante evoluzione. Tra questi uno studio di La Torre et al. (2020), che studia gli effetti dei rating ESG sul rendimento dei titoli azionari appartenenti all'indice Eurostoxx 50 dal 2010 al 2018. L'analisi degli autori mostra che la correlazione tra i rendimenti azionari dell'indice e i rating di sostenibilità è molto debole o assente per la maggior parte delle imprese appartenenti all'indice, mentre è positiva e significativa per solo 7 di queste, appartenenti a settori in cui gli investimenti ESG sono più rilevanti come il settore energetico o del consumo al dettaglio. Gli autori concludono che sebbene per alcune imprese le strategie ESG implementate abbiano avuto un impatto positivo sui rendimenti azionari, in generale i rating ESG non offrono un contributo significativo sul rendimento.

Un altro studio di Sahut e Descomps (2015) prende a campione oltre 200 imprese americane, inglesi e svizzere e ne osserva le performance finanziarie tra il 2007 e il 2011.

Le imprese dei tre paesi si comportano in maniera completamente diversa tra loro quando gli autori testano la correlazione tra i rendimenti dei titoli azionari e i rating ESG. Lo studio mostra infatti una correlazione positiva solamente tra i rating ESG e la performance dei titoli delle imprese svizzere, per quanto riguarda le imprese inglesi invece si nota una correlazione negativa tra rating di sostenibilità e performance. Nelle imprese statunitensi, infine, non si evidenzia alcuna correlazione tra rating e rendimenti. Gli autori concludono che sebbene un buon rating ESG dovrebbe indicare che l'impresa è più solida e meno rischiosa (e dunque dovrebbe aumentarne il valore di mercato), tale effetto si nota solo nelle imprese svizzere, mentre non si nota nelle imprese inglesi e americane, il che pone degli interrogativi riguardo al riconoscimento da parte degli investitori dei rating ESG come un indicatore del rischio.

Risultati contrastanti emergono anche da uno studio di Steen et al. (2019) che analizza i rendimenti e i rating ESG di oltre 140 fondi di investimento norvegesi (la Norvegia è solo la "sede" dei fondi che investono invece in titoli di mercati di tutto il mondo). Lo studio si svolge dal 2014 al 2018. La performance dei fondi ad alto rating ESG, nel periodo di tempo considerato, non differisce in maniera significativa da quella dei fondi a basso rating, perciò non si nota una correlazione significativa tra i rating di sostenibilità e la performance. Lo studio però evidenzia un bias, cioè una distorsione, decisamente significativo a livello geografico. In particolare, gli autori sottolineano che la performance dei fondi risente maggiormente dei rating ESG dei titoli in cui investono a seconda che questi siano titoli di un paese/zona geografica o di un altro. Infatti, isolando i fondi che investono solamente in titoli di società europee, la correlazione tra i rating ESG e la performance di tali fondi risulta positiva e significativa.

Infine, anche uno studio di Bennani et al. (2019), che ricerca una relazione tra rating ESG e rendimenti dei titoli azionari, evidenzia risultati a riguardo contrastanti. La ricerca degli autori prende in considerazione le imprese dei principali indici azionari forniti da MSCI, divisi in base alla zona geografica. Lo studio divide le imprese selezionate in quintili in base ai rating ESG forniti da Amundi ESG Research, cercando una correlazione tra rating di sostenibilità e performance finanziaria nel periodo 2010 - 2017. I risultati dello studio, come si evince dalle Figure 27 e 28 che riportano rispettivamente i rendimenti dei 5 quintili di imprese americane ed europee, sono piuttosto contrastanti.

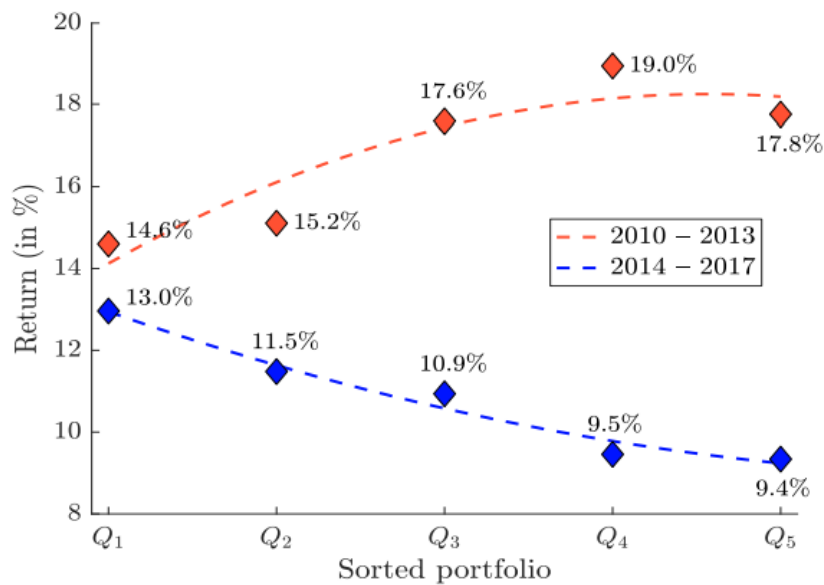


Figura 27. Rendimento dei titoli americani divisi per quintili in base al rating ESG. Bennani et al. (anno)

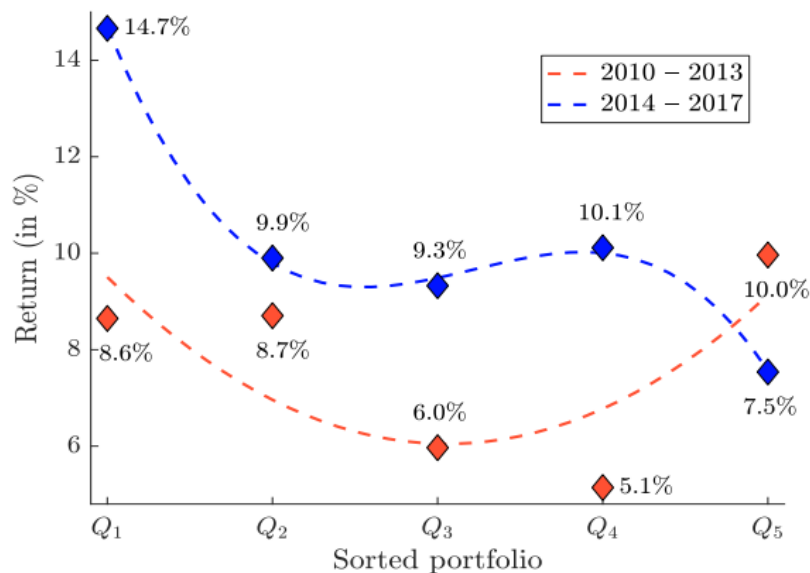


Figura 28. Rendimento dei titoli europei divisi per quintili in base al rating ESG. Bennani et al.

Per quanto riguarda le imprese appartenenti all'indice MSCI contenente titoli americani si osservano due trend opposti suddividendo l'arco temporale considerato in due periodi di quattro anni, uno che va dal 2010 al 2013 e uno che va dal 2014 al 2017. Nel primo periodo, dal 2010 al 2013, le performance crescono al decrescere del rating di sostenibilità; il primo quintile, infatti, contenente i titoli con i rating ESG più alti, ottiene nel periodo un rendimento del +14,6% contro il +19% e il +17,8% del quarto e quinto quintile, contenenti i titoli con i rating di sostenibilità più bassi. Nel secondo periodo invece, che va dal 2014 al 2017, il trend si ribalta, indicando che al crescere del rating ESG crescono anche i rendimenti dei titoli azionari. Il primo quintile, con i titoli a più alto

rating ESG ottiene in questo periodo il rendimento più alto, totalizzando un +13%; scendendo via via verso i quantili con i rating più bassi il rendimento scende, arrivando a un +9,4% del quantile con i peggiori rating ESG. In Europa è ancora più complessa; nel primo periodo, infatti, sebbene si osservi dal primo al quarto quintile un trend di calo dei rendimenti, indicando che i titoli con i più alti punteggi di sostenibilità ottengono rendimenti superiori, la performance più alta viene ottenuta dall'ultimo quintile con i titoli a più basso rating di sostenibilità, i quali registrano un +10% contro il +8,6% ottenuto dal primo quintile. Nel secondo periodo invece si osserva un trend simile a quello degli Stati Uniti, in cui i titoli a più alto rating ESG sovra performano i titoli a più basso rating. Il rendimento del primo quintile infatti è del +14,7%, quasi il doppio del +7,5% dei titoli del dell'ultimo quintile. In mezzo però i titoli del quarto quintile sovra performano i titoli con rating ESG maggiore, ottenendo il +10,1% contro il +9,9% e il +9,3% del secondo e terzo quintile rispettivamente. Gli autori concludono che, in generale, tra il 2010 e il 2013 gli investitori sembrano aver penalizzato gli investimenti ESG mentre li hanno prediletti nel successivo periodo dal 2014 al 2017, ottenendo i rendimenti maggiori dai titoli ad alto rating di sostenibilità e i rendimenti peggiori dai titoli a più basso rating ESG. Ciò implica che il tema sia in evoluzione e come tale anche la letteratura a riguardo.

CAPITOLO 3.

Analisi empirica.

3.1. Introduzione.

Alla luce di quanto emerso nei capitoli precedenti appare evidente la crescente importanza della sostenibilità, espressa in particolare tramite i rating ESG, per le imprese, per gli investitori e per i legislatori. Attraverso un'analisi della letteratura degli ultimi anni, crescente e in costante evoluzione, nei precedenti capitoli si è infatti visto che da una parte è aumentato l'interesse degli investitori e delle imprese verso i fattori di sostenibilità, dall'altra i legislatori, in particolare l'Unione Europea attraverso gli organi del Parlamento Europeo e della Commissione Europea, hanno stabilito una serie di normative e regolamenti per incrementare la trasparenza e l'attenzione alla sostenibilità da parte delle imprese e delle società che emettono i rating ESG. In particolare, gli studi hanno dimostrato che le regolamentazioni europee negli anni hanno portato a un incremento delle pratiche di sostenibilità e della loro rendicontazione da parte delle imprese, nonché, conseguentemente, dei loro rating ESG. In molti sostengono che le spese sostenute dalle imprese per incrementare la propria sostenibilità siano solo un costo e che, in linea con la teoria degli "shareholders"²⁸ (ovvero i portatori di capitale), i manager di una società dovrebbero pensare unicamente a massimizzare i profitti per i proprietari, che hanno apportato il capitale di rischio. La letteratura scientifica a riguardo, invece, sembra dare ragione ai sostenitori della teoria degli "stakeholders" (ovvero i portatori di interessi), i quali asseriscono che i manager dovrebbero bilanciare gli interessi finanziari degli shareholders con gli interessi di altri stakeholders, come i dipendenti, i clienti, la comunità in cui opera, ecc. Gli studi precedentemente analizzati infatti sostengono che le spese sostenute dall'impresa per migliorare la performance di sostenibilità non debbano essere viste come un costo, bensì come un investimento in grado di incrementare la redditività dell'impresa. Rendere più sostenibile la propria attività comporta infatti una riduzione dei consumi, delle risorse utilizzate e degli scarti. Una gestione più oculata e sostenibile contribuisce ad evitare rischi di costosi incidenti ESG e i conseguenti danni alla reputazione. Inoltre prodotti e servizi realizzati in maniera più sostenibile attirano nuovi consumatori e spingono quelli esistenti a pagare un prezzo

²⁸ <https://sloanreview.mit.edu/article/the-shareholders-vs-stakeholders-debate/>

più alto. I costi minori, i rischi più bassi e i ricavi maggiori facilitano poi l'accesso al capitale, attraendo nuovi investitori e permettendo di accedere a condizioni creditizie migliori. Numerosi paper a partire dagli anni '70 hanno studiato la correlazione tra sostenibilità e performance finanziaria e la maggior parte di essi è giunta alla conclusione che tale correlazione esiste ed è positiva, sebbene ci sia una piccola percentuale di studi che non ha trovato alcuna correlazione tra sostenibilità e performance o che addirittura ha trovato una correlazione negativa.

L'obiettivo di questo capitolo è quello di arricchire la letteratura scientifica a riguardo, studiando la correlazione tra la performance di sostenibilità, espressa attraverso i rating ESG, e la performance finanziaria delle imprese europee.

3.2. Letteratura di riferimento

A partire dagli anni '70 gli studi che hanno cercato una correlazione tra sostenibilità e performance finanziaria sono stati molti. Tra i primi in assoluto in quegli anni a ipotizzare una crescita della performance finanziaria al crescere delle pratiche di sostenibilità furono Moskowitz (1972), Bowman e Haire (1975) e Sturdivant e Ginter (1977), i quali trovarono una correlazione positiva tra la sostenibilità e le performance aziendali, sostenendo che le imprese più socialmente responsabili tendono ad avere una crescita maggiore delle altre imprese nonché una redditività più alta. Tra i primi paper a osservare invece una correlazione negativa tra la sostenibilità e la performance aziendale spicca quello di Vance (1975) che comparando i rendimenti azionari delle imprese più sostenibili con quelli dei tre principali indici americani ha osservato che le imprese più socialmente responsabili hanno avuto in media un rendimento inferiore. Un altro studio che ha evidenziato una correlazione positiva tra sostenibilità e performance finanziaria è quello di Klassen e McLaughlin (1996) che ha dimostrato che le imprese premiate per l'impegno ambientale ottengono un rendimento anomalo mediamente positivo, mentre le imprese che subiscono multe o richiami da parte di agenzie governative per l'ambiente ottengono un rendimento anomalo mediamente negativo. Delle buone performance di sostenibilità sembrano avere degli effetti positivi anche sugli indicatori di redditività come il ROE, il ROS e il ROA, come dimostrato dagli studi di Chang e Kuo (2007) e Gupta et al. (2020). Partalidou et al. (2020) hanno invece dimostrato l'impatto positivo delle pratiche di sostenibilità sui ricavi operativi. Govindan et al. (2020) focalizzano la loro ricerca sulle pratiche di sostenibilità a livello della catena

di approvvigionamento concludendo che comportano un incremento del vantaggio competitivo e della performance finanziaria.

Diversi studi hanno anche sottolineato l'importanza del reporting di informazioni non finanziarie, riguardanti nello specifico le pratiche di sostenibilità messe in atto dalle imprese, ed esaminato il loro impatto sulle performance aziendali. De Klerk et al. (2015) e Serafeim e Yoon (2022) hanno concluso che la disclosure di informazioni sulla sostenibilità è causa di una maggior crescita del prezzo delle azioni, mentre Chen e Xie (2022) osservano che ROA, ROE e Q di Tobin sono cresciute a un ritmo maggiore da quando le imprese cinesi hanno cominciato a redigere i report di sostenibilità. Dati simili emergono dal paper di Carnini Pulino et al. (2022) che evidenziano una correlazione positiva tra il reporting di sostenibilità e l'EBIT; per quanto riguarda il ROA invece lo studio non osserva alcuna correlazione con la disclosure ESG. Da Silva (2022) e Murata e Hamori (2021) scoprono che la disclosure di informazioni sulla sostenibilità ha un effetto positivo sulla riduzione degli stock crash. In questo contesto l'applicazione di normative ad hoc che regolano le informazioni non finanziarie pubblicate dalle imprese, come quelle redatte dalla Commissione e il Parlamento Europeo, sembrano impattare positivamente sulla disclosure di tali informazioni e conseguentemente sulla performance finanziaria delle imprese. A tal proposito molti studi hanno documentato un incremento della quantità di informazioni non finanziarie pubblicate dalle imprese in seguito all'applicazione di normative che obbligassero le imprese ad essere più trasparenti. Tali studi, come quelli di Albitar et al. (2020), Krueger et al. (2021) e Martinez e Vazquez (2023) documentano una correlazione positiva tra le informazioni ESG pubblicate in seguito alle normative che ne disciplinavano l'obbligatorietà e alcuni indicatori di performance finanziaria, come la Q di Tobin, l'EBITDA, i ricavi e la liquidità; lo studio di Martinez e Vazquez inoltre afferma che la disclosure di informazioni non finanziarie obbligatoria ha un impatto anche sui costi di finanziamento, riducendo i tassi di interesse passivi e il valore degli asset impegnati in garanzia, segno che le banche considerano come più sicure le imprese che pubblicano informazioni sulle pratiche di sostenibilità. Lo studio di Agostini et al. (2022) riporta invece risultati contrastanti, in quanto osserva una correlazione positiva tra la quantità di informazioni sulla sostenibilità divulgate e la Q di Tobin ma non evidenzia alcuna correlazione tra la disclosure e ROA e ROE.

Come confermato da Margolis et al. (2007) e Friede et al. (2015) la maggior parte degli studi a riguardo evidenzia una correlazione positiva tra le pratiche di sostenibilità e la performance aziendale, con percentuali molto basse di paper che documentano un effetto negativo della performance di sostenibilità su quella finanziaria. Negli ultimi anni gli autori hanno utilizzato i rating ESG come indicatore della performance di sostenibilità di un'impresa. Come già discusso nel primo capitolo della tesi, i rating ESG non sono ancora uno strumento in grado di rappresentare in modo omogeneo l'impatto dei fattori ambientali, sociali e di corretta gestione aziendale sull'impresa, in quanto presentano delle difformità molto importanti a livello di fattori esaminati, misurazione, raccolta dei dati e peso dato ad ogni fattore. Ciò si traduce in discrepanze talvolta molto ampie tra la valutazione emessa da un'agenzia di rating e un'altra, come confermato dagli studi del CFA Institute (2021) e di Berg et al. (2022). Ciò nonostante i rating ESG, in attesa di normative ad hoc che ne aumentino la comparabilità, rimangono gli indicatori più vicini a esprimere nel modo più accurato la performance di sostenibilità di un'impresa. Gli autori che hanno analizzato la correlazione tra rating ESG e performance finanziaria si sono concentrati soprattutto nel verificare come, al variare dei rating di sostenibilità, cambiassero le misure di performance aziendali, come ROE, ROS, ROA e Q di Tobin, il valore del titolo azionario dell'impresa e la volatilità di quest'ultimo. Borovkova e Wu (2020) hanno trovato una correlazione negativa tra rating ESG e volatilità del titolo azionario per le imprese dei principali indici americani, europei, australiani e asiatici. Lo studio ha inoltre individuato una correlazione positiva tra i rating ESG e i rendimenti anomali dei titoli azionari delle imprese appartenenti agli indici europei e australiani, ma non per le imprese americane e asiatiche, per le quali la correlazione tra rating e rendimento anomalo è negativa. Le imprese con più alte valutazioni di sostenibilità sembrano ottenere rendimenti più alti e subire una volatilità minore soprattutto nei periodi di crisi, come confermano Engelhardt et al. (2021) e Albuquerque et al. (2020), che esaminano volatilità e rendimenti durante il periodo del Covid-19, e Lins et al. (2017), che raccoglie i dati durante la crisi del 2008-2009. Durante la crisi causata dalla guerra in Ucraina però i dati sembrano divergenti; Huq et al. (2022) dimostra che, in questo periodo, i titoli delle società più sostenibili hanno sovraperformato il mercato ma sottoperformato rispetto ai titoli delle società con rating ESG più bassi. Uno studio dell'emittente MSCI, al contrario, sostiene che i titoli a più alto rating ESG hanno avuto un rendimento inferiore rispetto all'indice benchmark ma superiore rispetto all'indice

delle società con un rating di sostenibilità più basso. Kick et al. (2022) invece non trova alcuna correlazione tra i rating ESG e i rendimenti delle società europee, né tra i rating ESG e il rischio. Anche al di fuori dei momenti di crisi la maggior parte dei paper evidenzia una correlazione positiva tra sostenibilità e performance. Giese e Nagy (2018) provano che le società che migliorano il proprio rating ESG ottengono rendimenti più alti delle società che lo peggiorano; Khan (2019), Abate et al. (2020) e Tiwari et al. (2022) documentano che all'aumentare del rating ESG cresce anche il valore del titolo azionario di imprese e fondi di investimento, con i quantili a più alto rating di sostenibilità che ottengono rendimenti migliori dei quantili con punteggio minore.

I sopracitati studi di Khan (2019) e Abate et al. (2020) confermano anche quanto affermato da Borovkova e Wu (2020) riguardo alla correlazione negativa tra rating di sostenibilità e la volatilità del titolo azionario, indicando che al crescere dei rating ESG la volatilità diminuisce.

Oltre a documentare una correlazione positiva tra i rating ESG e i rendimenti dei titoli azionari numerosi studi hanno anche rivolto la loro attenzione ad altri indicatori di performance aziendale, come il ROA, il ROE e il ROS, esaminando le loro variazioni al variare del rating ESG. Kalia e Aggarwal (2022) trovano che all'incrementare di un punto nel rating di sostenibilità la performance finanziaria, misurata con gli indicatori ROE e ROA, aumenta dell'1,2%. Kalia e Aggarwal si soffermano sulle imprese del settore sanitario, ma simili riscontri vengono riportati da Wanday e El Zein (2022) e Zhao et al. (2018) che concentrano la loro ricerca sulle società del settore energetico; Wanday e El Zein evidenziano una correlazione positiva tra rating ESG e gli indicatori di redditività ROE, ROA, ROI e ROS mentre Zhao et al. riportano evidenze di una correlazione positiva tra rating e ROCE. Brogi e Lagasio (2018) invece focalizzano il loro studio sui settori industriale, bancario e assicurativo concludendo che il ROA aumenta all'aumentare dei rating ESG. Ortas et al. (2015) prendono a campione circa 200 imprese in Spagna, Francia e Giappone e trovano una correlazione positiva tra i rating ESG e la performance finanziaria di queste imprese, espressa tramite ROA e Tobin's Q. Kim et al. (2013) svolge un'analisi simile in Corea del Sud concludendo che esiste una correlazione positiva tra i rating ESG e la Q di Tobin e i rendimenti azionari, in particolare individuando che le imprese con i rating più alti sovra performano le imprese con i rating più bassi ottenendo in media il +3,4% in più all'anno.

Altri studi ancora hanno documentato un abbassamento del costo del capitale all'aumentare dei rating di sostenibilità. Come conferma una ricerca di MSCI, che prende a campione le imprese dell'indice MSCI World, le imprese dei quintili a più alto rating ESG ottengono un costo medio del capitale del 6,16% contro il 6,55% delle imprese appartenenti al quantile più basso.

In letteratura però, sebbene siano in netta minoranza, esistono studi che non confermano le correlazioni positive tra rating ESG e performance finanziaria. Uno studio di La Torre et al. (2020) afferma che per la maggior parte delle imprese appartenenti all'indice europeo Eurostoxx 50 non si osserva una correlazione positiva o significativa tra i rating ESG e i rendimenti azionari, concludendo che i rating ESG non offrono un contributo significativo sul rendimento.

Un altro studio di Sahut e Descomps (2015), che analizza i dati di oltre 200 imprese americane, inglesi e svizzere, dimostra che la correlazione tra rating ESG e performance finanziaria varia da paese a paese. Lo studio illustra infatti, come solo per le imprese svizzere sia presente una correlazione positiva e significativa tra i rating di sostenibilità e la performance finanziaria, espressa tramite il rendimento del titolo azionario. Al contrario, per ciò che riguarda le imprese inglesi, si denota una correlazione negativa tra i rating e i rendimenti azionari. I rendimenti delle imprese statunitensi, infine, non sembrano essere impattati in alcun modo dai rating ESG, in quanto non si osserva alcuna correlazione tra i rating di sostenibilità e il rendimento azionario.

Steen et al. (2019) analizzano la performance di 140 fondi di investimento norvegesi e concludono che non si notano significative differenze tra la performance dei fondi a più alto rating ESG e quella dei fondi a più basso rating di sostenibilità. Lo studio tuttavia, confermando le ipotesi di Sahut e Descomps di un "bias" territoriale, afferma che la correlazione tra rating ESG e performance varia a seconda dell'area geografica di investimento; isolando infatti i soli fondi che investono nel territorio dell'Unione Europea la correlazione che emerge tra i rating di sostenibilità e il rendimento è positiva e significativa.

Risultati contrastanti emergono anche dallo studio di Bennani et al. (2019) che osserva dal 2010 al 2013 una correlazione negativa tra i rating ESG e i rendimenti azionari, mentre dal 2014 al 2017 tale correlazione si inverte, in quanto i rendimenti azionari aumentano al crescere dei rating di sostenibilità.

Ciò contribuisce ad arricchire la letteratura sulle variazioni degli indicatori di performance al variare dei rating ESG, una letteratura in evoluzione su un tema relativamente recente e sul quale nei prossimi anni è lecito attendersi nuovi ed ulteriori sviluppi.

3.3. Ipotesi di ricerca.

Analizzando i paper citati precedentemente appare evidente come la maggior parte di essi concluda sottolineando l'esistenza di una relazione positiva tra le varie misure di performance finanziaria utilizzate e i rating di sostenibilità. Partendo da questo presupposto, con l'intenzione di verificare la relazione tra i rating ESG e le varie misure di performance finanziaria e per confermare gli studi che concludono che tale relazione esista e sia positiva (i quali occupano una parte preponderante della letteratura) o quelli che invece affermano che tale relazione non sussista o che sia addirittura negativa, la prima ipotesi di ricerca è:

H1: Esiste una relazione positiva tra i rating ESG e la performance finanziaria espressa attraverso ROE, ROA, Q di Tobin e rendimento azionario.

La seconda ipotesi di ricerca di questa analisi empirica riguarda invece la relazione tra i rating ESG e il rischio. I paper fin qui analizzati hanno espresso come tale relazione esista e sia negativa; ciò è principalmente dovuto al fatto che le società con alti rating di sostenibilità sono meno inclini a incappare in incidenti ESG che possano danneggiare la reputazione dell'impresa e provocare ingenti perdite. Per questo motivo queste società solitamente attraggono capitali e finanziamenti a un costo inferiore, oltre a subire fluttuazioni in borsa inferiori.

H2: Esiste una relazione negativa tra rating ESG e rischio espresso attraverso volatilità, costo del debito, costo del capitale di rischio e costo del capitale medio ponderato.

3.4. Campione.

Il campione di imprese selezionato per l'analisi empirica comprende le 50 imprese europee a maggior capitalizzazione di mercato comprese nell'indice Eurostoxx 50, per le quali vengono raccolti i dati degli ultimi 10 anni, dal 2013 al 2022. L'area geografica del campione di imprese scelto non è casuale, come anticipato nei precedenti capitoli infatti l'Unione Europea, negli anni, ha implementato una serie di normative volte ad

incrementare la trasparenza delle informazioni non-finanziarie pubblicate dalle società ai fini di migliorare l'oggettività e la comparabilità dei rating ESG; ciò nel contesto che ha portato ad approvare ingenti piani di investimento come il Next Generation EU e il New Green Deal Europeo indirizzati a favorire la transizione ecologica e migliorare la sostenibilità delle imprese. Proprio la sostenibilità sembra essere uno degli obiettivi a lungo termine più importanti per la Commissione e il Parlamento Europeo, a causa anche della crescente preoccupazione e attenzione dei cittadini europei nei confronti del tema, i quali sembrano essere più sensibili a riguardo rispetto a cittadini di altri paesi. La scelta è inoltre ricaduta sulle 50 imprese più grandi poiché la principale normativa introdotta dal Parlamento Europeo per incrementare la trasparenza e la comparabilità delle informazioni non finanziarie, la normativa 2014/95/UE, detta NFRD, "Non Financial Reporting Directive", è diretta alle imprese di grandi dimensioni, specificatamente con un numero di dipendenti superiore ai 500. Le imprese europee di grandi dimensioni, dunque risultano il campione ideale per testare con oggettività la relazione tra performance finanziaria e rating ESG, poiché in seguito all'entrata in vigore della normativa le informazioni non finanziarie redatte da queste imprese (ovvero l'input principale utilizzato dagli analisti delle società di rating per valutare la performance di sostenibilità) sono più omologate e comparabili.

3.5. Database di riferimento per la raccolta dei dati.

I dati utilizzati ai fini della ricerca, che comprendono i rating ESG, gli indicatori di performance finanziaria e del rischio, sono stati estrapolati da Bloomberg. Bloomberg è una società che opera nel campo finanziario fornendo servizi come informazioni, dati economici finanziari e software per l'analisi tecnica a imprese e investitori. La compagnia, fondata nel 1981 da Micheal Bloomberg, ha sede a New York ed è attualmente uno dei principali provider di dati finanziari nonché di rating di sostenibilità esistenti. Dal 2009, dopo l'acquisizione di New Energy Finance, Bloomberg ha iniziato a fornire informazioni sulla sostenibilità lanciando il Bloomberg ESG Data Service attraverso il quale valuta le disclosure di informazioni non-finanziarie di oltre 10 mila imprese in tutto il mondo, emettendo il proprio rating ESG, il Bloomberg ESG Disclosure Score.

3.6. Variabili.

3.6.1. I rating ESG.

Il rating di Bloomberg è emesso con periodicità annuale in una scala che va da 0 a 10 ed è elaborato a partire dalle informazioni ESG pubblicate dalle imprese nei propri report di sostenibilità, nelle rendicontazioni annuali e attraverso altre fonti di informazioni pubbliche, nonché contattando direttamente le imprese di cui vengono raccolte le informazioni. Il Bloomberg ESG Disclosure Score utilizza 120 indicatori per emettere il rating ESG, i quali comprendono ad esempio: emissioni di anidride carbonica, effetto sui cambiamenti climatici, inquinamento, utilizzo di energie rinnovabili, uso delle risorse, discriminazione, diversità, rispetto dei diritti umani, relazioni con la comunità, remunerazione dei dirigenti, indipendenza dei manager ecc.

Oltre al rating ESG elaborato da Bloomberg, ai fini della ricerca è stato analizzato anche il rating di sostenibilità emesso dall'agenzia Standard & Poors. L'utilizzo di un secondo rating ESG permette infatti di evidenziare eventuali discrepanze nelle valutazioni emesse da due provider a sé stanti. L'S&P Global ESG Score valuta 8.000 società nel mondo, corrispondenti al 90% della capitalizzazione di mercato mondiale. A partire dalle informazioni contenute nei documenti aziendali e dai questionari redatti appositamente in base al settore in cui opera l'impresa, viene valutata la performance di sostenibilità attraverso 30 criteri (Figura 29).

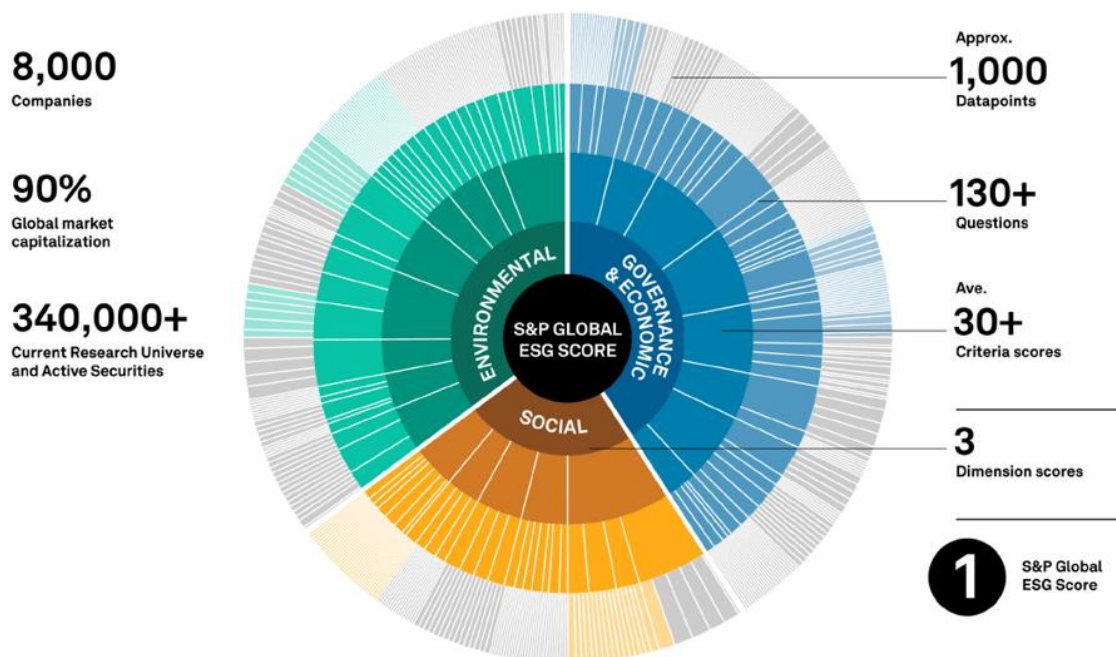


Figura 29. L'S&P Global ESG Score e la sua costruzione. S&P Global.

3.6.2. Le misure di performance finanziaria.

Per verificare se all'aumentare del rating ESG incrementasse anche la performance economico-finanziaria sono stati scelti alcuni indicatori tra i più usati in contabilità.

Il ROA. Il Return On Assets, ovvero il rendimento sugli attivi, è una misura di redditività che è data dal rapporto tra l'utile netto e il totale degli attivi. Tale indice segnala la redditività delle attività aziendali ed è indicativo di quanto esse vengano utilizzate efficacemente.

$$ROA = \frac{\text{Utile Netto}}{\text{Attività Totali}}$$

Il ROE. Il Return On Equity, ritorno sul capitale proprio indica la redditività dei mezzi propri, espressa attraverso il rapporto tra utile netto e capitale proprio. È una misura di redditività molto utilizzata in quanto esprime il tasso di remunerazione del capitale di rischio, cioè il capitale conferito dai soci della società. Indica come la gestione caratteristica, finanziaria e patrimoniale abbiano gestito il capitale proprio per generare gli utili.

$$ROE = \frac{\text{Utile Netto}}{\text{Capitale Proprio}}$$

Q di Tobin. Esprime il valore del rapporto tra capitalizzazione di mercato di una società e il valore contabile delle sue attività. Quando tale valore è inferiore a 1 significa che il valore azionario della società è inferiore al suo valore contabile e che dunque le sue attività sono sottovalutate dal mercato azionario. Viceversa quando la Q è superiore a 1 significa che il mercato sta sopravvalutando il valore contabile delle attività. La Q di Tobin fornisce inoltre informazioni all'impresa stessa. Infatti se si considera il valore del titolo azionario come le attese degli investitori riguardo ai profitti futuri (più il valore è alto maggiori sono le attese di profitto future degli investitori), la Q di Tobin esprime il rapporto tra il valore attualizzato degli utili futuri e il capitale investito nell'impresa che ha finanziato le attività. In questo caso una Q inferiore a 1 indica che gli utili futuri attesi sono inferiori al capitale investito e consiglia all'impresa di ridurre gli investimenti, mentre una Q superiore a 1 suggerisce all'impresa di incrementare il capitale investito poiché incrementerà in maniera maggiore i propri utili.

$$Q \text{ di Tobin} = \frac{\text{Valore di mercato dell'impresa}}{\text{Valore contabile dell'impresa}}$$

Variazione del titolo azionario. Esprime in percentuale gli incrementi o i decrementi del valore delle azioni dell'impresa scambiate nel mercato azionario. Un incremento nel valore delle azioni si traduce in un potenziale profitto per gli investitori e i detentori di quote dell'impresa, qualora le vendessero a un valore superiore al prezzo di acquisto. Viceversa un decremento del valore del titolo azionario si traduce in una potenziale perdita. Inoltre per la società un incremento del valore delle proprie azioni comporta la possibilità di raccogliere una quantità maggiore di capitale in seguito a nuove emissioni di azioni sul mercato. Le variazioni del titolo azionario rappresentano infine la fiducia degli investitori riguardo all'andamento dell'impresa e dunque le variazioni positive rifletteranno una crescente fiducia e aspettative di profitti futuri in crescita mentre le variazioni negative esprimeranno una fiducia in calo e aspettative di profitti inferiori.

Volatilità. La volatilità è un indicatore usato in finanza per verificare la variabilità e l'incertezza del rendimento di un titolo finanziario. La volatilità viene calcolata come lo scarto quadratico medio degli scostamenti tra il prezzo effettivo e il prezzo medio all'interno di un determinato periodo temporale. Una volatilità alta segnala dunque che durante un certo periodo di tempo ci sono state numerose variazioni del valore del titolo e che il prezzo effettivo si è discostato in maniera importante dal prezzo medio, sia esso in termini positivi che negativi. Una volatilità alta, dunque, indica una forte incertezza poiché il titolo finanziario subisce delle variazioni di prezzo elevate. I titoli ad alta volatilità sono in genere i più rischiosi poiché, sebbene possano crescere in maniera molto rapida, possono portare a perdite ingenti altrettanto velocemente. Viceversa i titoli poco volatili sono considerati più sicuri perché sono soggetti a scostamenti del prezzo dalla media meno frequenti e meno significativi, il che fa sì che anche in periodi di incertezza e di crisi questi non subiscano perdite troppo considerevoli.

Costo del capitale proprio. Il costo del capitale proprio corrisponde con la remunerazione attesa dei conferenti del capitale di rischio. Gli investitori si aspettano che il proprio capitale apportato nell'impresa venga remunerato a uno specifico tasso, definito dalla formula del Capital Asset Pricing Model:

$$r_E = r_f + \beta \cdot (R_M - r_f)$$

Tale formula esprime il tasso di remunerazione atteso dagli investitori come la somma del tasso di remunerazione dell'investimento privo di rischio (generalmente un titolo di Stato) e del market risk premium, ovvero il sovra rendimento del mercato rispetto al

titolo privo di rischio, moltiplicato per il Beta dell'impresa, il quale indica quanto varia il rendimento del titolo al variare del rendimento di mercato. Nella logica aziendale per l'impresa è più conveniente quando il costo del capitale proprio è basso in quanto esso indica il rendimento minimo che gli investitori saranno disposti ad accettare per conferire tale capitale di rischio; se dunque gli investitori saranno disposti a conferire le proprie risorse a fronte di una remunerazione attesa più bassa per l'impresa sarà più semplice reperire nuovo capitale di rischio con cui finanziarsi.

Costo del debito. Il costo del capitale di terzi, o costo del debito, equivale all'ammontare del finanziamento contratto dall'impresa per il tasso di interesse. Per l'impresa più il tasso di interesse r_D è basso, meno oneri finanziari sul debito essa dovrà pagare e di conseguenza meno si abbasserà il risultato operativo netto.

Costo medio ponderato del capitale. Il WACC (Weighted Average Cost of Capital) esprime la media ponderata del costo del capitale proprio e del costo del capitale di terzi. Il costo del capitale medio ponderato fornisce una misura del costo medio del capitale fornito all'impresa sia a titolo di capitale proprio che a titolo di debito. Esso rappresenta il costo dell'intera operatività dell'impresa nonché il rendimento minimo necessario per ricoprire tale costo. Viene usato dunque come benchmark per valutare la convenienza a realizzare o meno un investimento. Un WACC basso consente all'impresa di accedere al capitale proprio o di terzi a un costo più conveniente nonché di poter remunerare tale capitale anche a fronte di rendimenti degli investimenti più bassi. Secondo la formula proposta da Modigliani e Miller (1963) il costo del capitale medio ponderato è uguale al costo del capitale proprio per la quantità di tale capitale sul totale più il costo del debito (al netto del valore degli scudi fiscali) per la quantità del debito sul totale.

$$WACC = r_E \frac{E}{V} + r_D (1 - t_c) \frac{D}{V}$$

Di seguito sono riportate le statistiche descrittive delle variabili utilizzate per misurare la performance finanziaria e il rischio (Figura 30).

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Volatility 30 days	299	22.286	8.027	9.209	49.688
Volatility 90 days	299	25.238	8.802	11.384	57.193
Volatility 360 days	299	27.671	9.132	13.364	64.351
WACC	299	7.967	3.035	2.276	18.9
Cost of Equity	299	10.5	2.829	4.404	21.533
Cost of Debt	299	1.119	1.353	-.66	5.194
Roe	299	14.647	11.122	-26.959	57.348
Roa	299	5.647	5.019	-8.636	29.485
Tobin's Q Ratio	299	2.087	1.903	.842	14.613
Price Change 1day	299	5.982	26.837	-54.598	160.602

Figura 30. Statistiche delle variabili di performance e rischio. Elaborazione personale.

3.6.3. Le variabili di controllo.

Leva finanziaria. La leva finanziaria, o leverage, equivale al rapporto tra mezzi di terzi e mezzi propri, definito anche rapporto di indebitamento. Tale rapporto esprime in che misura i debiti impattano sulle passività totali dell'impresa. Imprese con un una leva finanziaria elevata hanno in genere una redditività del capitale proprio maggiore, poiché le attività vengono finanziate in gran parte dal debito (e la redditività aumenta per via degli scudi fiscali). Tuttavia queste imprese vengono sottoposte spesso a un rischio di default maggiore per via delle ingenti quantità di debito su cui fanno affidamento.

$$LEV = \frac{\text{Mezzi di terzi}}{\text{Mezzi propri}}$$

Attività totali. L'attivo di un'impresa comprende l'insieme di tutte le sue attività, quali ad esempio: terreni, fabbricati, macchinari, impianti, partecipazioni, strumenti finanziari, crediti, rimanenze di merci, depositi bancari e simili. Il totale delle attività è un indicatore che rappresenta la dimensione dell'impresa. Ai fini dell'analisi econometrica viene utilizzato il logaritmo naturale del totale delle attività.

Price to book value ratio. Il price to book value ratio esprime il rapporto tra il valore di mercato dell'azione di una società e il valore contabile del capitale proprio per azione. Valori superiori all'1 del P/B ratio indicano che il valore di mercato di un'azione è superiore al valore contabile il che segnala che gli investitori si aspettano una crescita futura positiva.

Coverage Ratio. Il rapporto tra EBIT e interessi passivi, o coverage ratio, esprime la capacità dell'impresa di ripagare gli interessi passivi attraverso il proprio EBIT, ovvero il risultato operativo ante imposte. Valori superiori all'1 del coverage ratio indicano che

l'impresa riesce a coprire gli interessi passivi con il proprio reddito operativo, viceversa valori inferiori all'1 segnalano interessi passivi troppo esosi a cui l'EBIT non riesce a far fronte.

$$Coverage\ Ratio = \frac{EBIT}{Interessi\ Passivi}$$

Spread. Lo spread indica la differenza di rendimento tra i titoli di Stato emessi da un determinato Paese e i BUND, ovvero i titoli di Stato tedeschi. I titoli di Stato emessi dalla Germania sono convenzionalmente considerati come i più sicuri tra i Paesi europei e conseguentemente hanno un rendimento molto basso. La differenza tra il rendimento tra i titoli di Stato, o spread, è una misura della rischiosità di un bond emesso da un Paese; più lo spread tra l'obbligazione emessa da un Paese e i BUND tedeschi è alto più il titolo emesso da tale paese è rischioso. Lo spread impatta generalmente sul costo del capitale medio ponderato in quanto all'aumentare del costo del debito per un Paese ci si aspetta un aumento del costo del debito anche per le imprese operanti in tale Paese.

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Financial Leverage	299	3.952	5.218	1.268	42.791
ln(Total Assets)	299	11.148	.957	7.867	13.242
Ebit/Interest	299	36.021	103.787	-10.131	1131
Price to Book Ratio	299	3.82	5.113	.386	47.473
Spread 10Y	299	33.26957	42.59679	-10.9	252.7

Figura 31. Statistiche delle variabili di controllo. Elaborazione personale.

3.7. Analisi empirica.

3.7.1. Analisi descrittiva.

Come anticipato il campione utilizzato per l'analisi empirica si compone delle 50 imprese europee a maggior capitalizzazione comprese nell'indice Eurostoxx 50. Da tale campione sono state escluse le 10 imprese appartenenti ai settori bancari e assicurativi e un'impresa operante nel settore del bookmaking per via di una quantità insufficiente di dati a disposizione. Il campione finale comprende dunque 39 imprese aventi sede in 8 nazioni europee differenti, in particolar modo in Francia, Germania, Olanda, Italia, Spagna, Irlanda, Svezia e Belgio. Le nazioni più rappresentate sono la Francia e la Germania, ciascuna con 13 società, a seguire l'Olanda in cui trovano sede 6 imprese del

campione e infine Spagna e Italia con due società e Belgio, Svezia e Irlanda con una società (Figura 33). Tali imprese operano in settori distinti tra loro, quelli più rappresentati tuttavia sono il settore automobilistico, nel quale opera il 10% delle imprese dell'indice, il settore tecnologico, nel quale è presente l'8% delle imprese del campione e i settori petrolifero, aerospaziale, chimico, dei materiali e delle costruzioni, dell'energia elettrica, dei beni al consumo e dei beni per la casa tutti rappresentati rispettivamente al 5% del campione. (Figura 32).

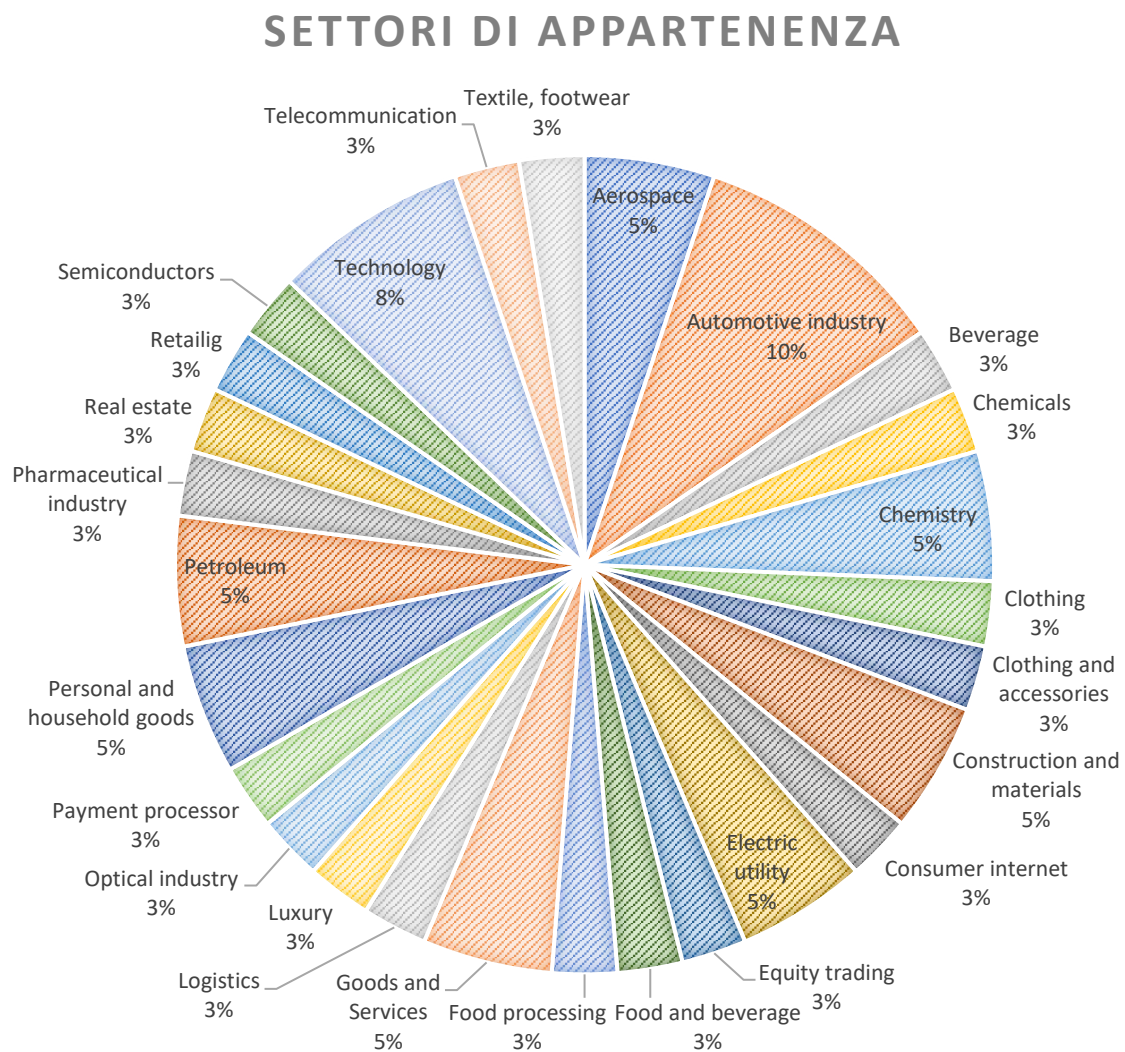


Figura 32. Imprese dell'indice Eurostoxx 50 divise per settore. Elaborazione personale.

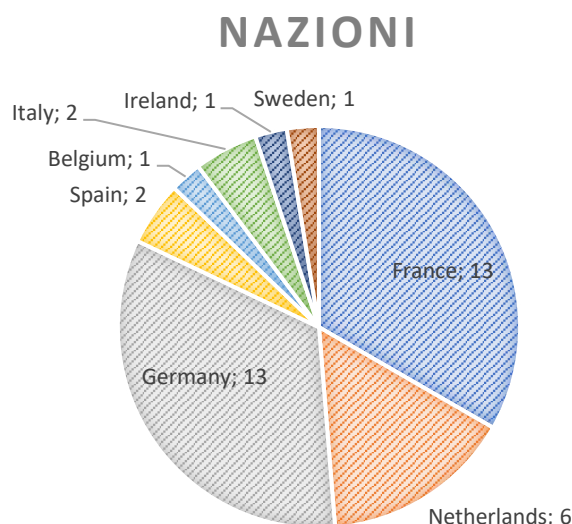


Figura 33. Imprese dell'indice Eurostoxx 50 divise per nazione. Elaborazione personale.

Come anticipato precedentemente i rating ESG utilizzati ai fini dell'analisi empirica dei dati sono due: il Bloomberg ESG Disclosure Score e l'S&P Global ESG Score. Già da una prima analisi sommaria riguardante la media, la varianza e i punteggi minimi e massimi assegnati dai due provider alle società dell'indice emergono forti discrepanze che sembrano confermare le teorie di Berg et al. (2022). Come riportato dai dati della Figura 34, infatti, si può notare immediatamente che la media dell'ESG Score di Bloomberg per le società dell'Eurostoxx 50, pari a 4,472 su 10, sia inferiore a quella dell'ESG Rating di S&P, cioè dell'80.01 su 100; Bloomberg emette il punteggio in una scala da 0 a 10 mentre S&P utilizza una scala da 0 a 100 ma i punteggi sono facilmente comparabili moltiplicando il rating di Bloomberg per 10 o dividendo quello di S&P per 10.

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Bloomberg ESG Score	299	4.472	1.252	1.5	7.73
Environmental Score	299	4.468	2.051	0	8.67
Social Score	299	3.394	1.722	.31	9.38
Governance Score	299	6.27	.791	4.22	8.6
S&P ESG Rating	299	80.01	19.155	0	100

Figura 34. Sommario dei punteggi ESG ottenuti dalle società dell'Eurostoxx 50. Elaborazione personale.

Anche guardando i valori minimi e massimi dei rating ci si accorge dell'esistenza di profonde differenze di valutazione. Il punteggio più alto assegnato da S&P alle imprese europee negli anni è 100, ovvero il massimo, mentre Bloomberg non è mai andato oltre al 7.73 su 10; il rating più basso emesso da S&P invece è 0, cioè il minimo, Bloomberg per contro non è mai sceso sotto l'1.5. Scomponendo poi le singole componenti del rating ESG di Bloomberg ci si accorge che sia quella ambientale, che quella sociale, che quella della governance hanno ottenuto dei punteggi massimi più alti rispetto allo score ESG combinato, rispettivamente pari a 8.67, 9.38 e 8.6, tutti superiori rispetto al 7.73 del rating ESG; ciò fa presumere che, secondo Bloomberg, sebbene alcune imprese europee eccellano in uno dei fattori che compongono il rating, esse ottengano, per contro, delle valutazioni di gran lunga inferiori in negli altri due; il che abbassa il rating ESG complessivo.

La conferma di profonde discrepanze tra i due provider di rating ESG emerge anche controllando la correlazione tra il Bloomberg ESG Disclosure Score e l'S&P Global ESG Rating. Sebbene sia positiva e significativa tale correlazione è molto bassa, di poco inferiore al 44% (Figura 35). Come anticipato precedentemente ciò è in linea con le conclusioni dello studio di Berg et al. (2022) il quale aveva analizzato le correlazioni di molteplici rating di sostenibilità ed evidenziato che la correlazione più bassa (intorno al 38%) riguardava il rating del provider S&P, abbinato in quel caso al rating ESG di MSCI.

Variables	(1)	(2)
(1) Bloomberg ESG Score	1.000	
(2) S&P ESG Rating	0.439**	1.000
*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$		

Figura 35. Correlazione tra il rating ESG di Bloomberg e quello di S&P. Elaborazione personale.

3.7.2. Analisi di correlazione.

Per cercare le correlazioni tra le variabili considerate è stata creata una tabella di correlazione che comprendesse i rating ESG (anche scomposti nelle singole componenti ambientali, sociali e di governance), le misure di performance, le misure di rischio e le variabili di controllo. La tabella di correlazione, riportata nella Figura 36, evidenzia già alcuni punti critici. Lo score ESG di Bloomberg presenta una correlazione non significativa con le misure di performance ROE e ROA e una correlazione significativa ma negativa con la Q di Tobin e l'andamento del titolo azionario. Al contrario emerge una

correlazione positiva e significativa tra il punteggio ESG elaborato da Bloomberg e le misure di rischio espresse attraverso la volatilità a 30 e 90 giorni, il costo del debito, del capitale proprio e del capitale medio ponderato; la correlazione tra il rating e la volatilità a 360 giorni è invece non significativa. Trend simili si osservano anche per le singole componenti environmental, social e governance del rating ESG anche se la componente sociale sembra essere positivamente e significativamente correlata con il ROA. Prendendo in considerazione il rating ESG di S&P la situazione non cambia, in quanto non si osserva una relazione significativa tra il rating e le misure di performance (ROE, ROA) e tra il rating e le misure di rischio (volatilità, costo dell'equity e costo del capitale medio ponderato). Sembrano esistere invece delle correlazioni negative del rating di S&P con la Q di Tobin e l'andamento del titolo azionario; inoltre emerge anche in questo caso una correlazione positiva tra il rating di sostenibilità e il costo del debito.

Variables	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
(1) esgscore	1.000									
(2) environmentalse	0.821***	1.000								
(3) socialscore	0.770***	0.368***	1.000							
(4) governancescore	0.409***	0.196***	0.189***	1.000						
(5) spesgrating	0.439***	0.408***	0.344***	0.104*	1.000					
(6) roe	-0.060	-0.112*	0.048	-0.046	-0.053	1.000				
(7) roa	-0.054	-0.142**	0.110*	-0.116**	-0.025	0.748***	1.000			
(8) tobinsqratio	-0.170***	-0.209***	-0.066	0.016	-0.269***	0.411***	0.615***	1.000		
(9) pricechange1da~t	-0.121**	-0.082	-0.101*	-0.036	-0.105*	0.188***	0.167***	0.335***	1.000	
(10) volatility30day	0.119**	-0.034	0.196***	0.110*	-0.001	0.177***	0.178***	0.161***	-0.215***	1.000
(11) volatility90day	0.107*	-0.005	0.137**	0.144**	-0.031	0.000	0.068	0.155***	-0.364***	0.720***
(12) volatility360~y	0.065	-0.036	0.096*	0.086	-0.080	-0.064	-0.037	0.110*	-0.216***	0.505***
(13) weightedavera~a	0.209***	0.080	0.187***	0.243***	0.045	0.328***	0.431***	0.399***	0.013	0.410***
(14) costofequity	0.281***	0.153***	0.225***	0.146**	0.016	0.143**	0.120**	0.058	-0.140**	0.538***
(15) costofdebt	0.193***	0.163***	0.140**	0.104*	0.122**	0.108*	0.124**	-0.117**	-0.349***	0.125**
(16) financialleve~e	-0.038	0.041	-0.117**	0.166***	0.039	0.097*	-0.293***	-0.160***	0.016	-0.053
(17) lnta	0.222***	0.301***	0.112*	-0.176***	0.124**	-0.228***	-0.482***	-0.646***	-0.202***	-0.034
(18) ebitinterest	-0.197***	-0.236***	-0.049	0.014	-0.203***	0.270***	0.425***	0.499***	0.093*	-0.042
(19) pricetobookra~o	-0.148**	-0.198***	-0.075	0.135**	-0.303***	0.386***	0.371***	0.842***	0.334***	0.210***
(20) spread10y	0.279***	0.117**	0.298***	0.171***	0.040	-0.080	-0.002	-0.019	-0.043	-0.051
	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
(11) volatility90day	1.000									
(12) volatility360~y	0.812***	1.000								
(13) weightedavera~a	0.457***	0.350***	1.000							
(14) costofequity	0.527***	0.462***	0.735***	1.000						
(15) costofdebt	0.240***	0.143**	0.218***	0.170***	1.000					
(16) financialleve~e	-0.077	-0.027	-0.099*	-0.098*	-0.083	1.000				
(17) lnta	-0.107*	-0.041	-0.480***	0.002	0.108*	0.288***	1.000			
(18) ebitinterest	-0.035	-0.042	0.123**	-0.068	-0.078	-0.011	-0.366***	1.000		
(19) pricetobookra~o	0.197***	0.179***	0.379***	0.100*	-0.124**	0.106*	-0.507***	0.350***	1.000	
(20) spread10y	-0.099*	-0.126**	0.051	0.056	0.197***	-0.125**	0.036	0.055	-0.070	1.000

*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

Figura 36. Tabella di correlazione. Elaborazione personale.

I risultati dell'analisi di correlazione sembrano andare completamente in controtendenza rispetto alla maggior parte delle evidenze empiriche presenti in letteratura. Tali risultati però potrebbero non essere confermati dalle singole regressioni.

3.7.3. Analisi statistico-econometrica.

3.7.3.1. Relazione tra i rating ESG e le misure di performance.

Test dell'ipotesi H1: Esiste una relazione positiva tra i rating ESG e la performance finanziaria espressa attraverso ROE, ROA, Q di Tobin e rendimento azionario.

Per confermare o confutare tale ipotesi facciamo girare l'analisi statistica sul campione dei dati raccolti. Le tabelle della Figura 37 riportano i risultati della relazione tra i vari indicatori di performance (ROA, ROE, Tobin's Q e variazione del titolo azionario) e il rating ESG di Bloomberg, nonché con le variabili di controllo. Il modello utilizzato è un modello a effetti fissi per settore, con livello di significatività al 5%. Come si può osservare il rating ESG elaborato da Bloomberg è positivamente e significativamente correlato con il ROA. Ciò conferma la letteratura a riguardo che asserisce che un più alto rating di sostenibilità impatta positivamente sulla redditività dell'impresa. Esiste una relazione positiva anche tra il rating di sostenibilità e le variabili ROE e Q di Tobin ma tale relazione non è significativa; ROE e Q di Tobin sembrano essere spiegate maggiormente dalle variabili di controllo come il Price to Book Ratio. Ciò che stupisce invece è la relazione negativa che si osserva tra il rating ESG di Bloomberg e la variazione del titolo azionario; in contrasto con la letteratura fin qui analizzata le imprese del campione ottengono rendimenti azionari inferiori al crescere del rating di sostenibilità.

roa	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	[95% Conf	Interval]	Sig
esgscore	.519	.232	2.24	.026	.062	.977	**
lna	-1.13	.53	-2.13	.034	-2.172	-.087	**
financialleverage	-.255	.113	-2.24	.026	-.478	-.031	**
ebitinterest	.007	.002	2.81	.005	.002	.011	***
pricetobookratio	.323	.068	4.77	0	.19	.457	***
Constant	15.452	5.898	2.62	.009	3.839	27.065	***
Mean dependent var	5.647		SD dependent var		5.019		
R-squared	0.175		Number of obs		299		
F-test	11.347		Prob > F		0.000		
Akaike crit. (AIC)	1514.826		Bayesian crit. (BIC)		1537.029		
*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$							

roe	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	[95% Conf	Interval]	Sig
esgscore	.978	.727	1.35	.18	-4.53	2.408	
lnta	-.349	1.657	-0.21	.833	-3.611	2.913	
financialleverage	.088	.355	0.25	.804	-.611	.787	
ebitinterest	.014	.007	1.86	.064	-.001	.028	*
pricetobookratio	.8	.212	3.77	0	.382	1.217	***
Constant	10.271	18.456	0.56	.578	-26.067	46.608	
Mean dependent var	14.647		SD dependent var		11.122		
R-squared	0.091		Number of obs		299		
F-test	5.347		Prob > F		0.000		
Akaike crit. (AIC)	2196.974		Bayesian crit. (BIC)		2219.176		
*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$							

tobinsratio	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	[95% Conf	Interval]	Sig
esgscore	.015	.034	0.45	.654	-.052	.083	
lnta	-.222	.078	-2.85	.005	-.376	-.068	***
financialleverage	-.176	.017	-10.50	0	-.209	-.143	***
ebitinterest	0	0	-0.58	.561	-.001	0	
pricetobookratio	.277	.01	27.69	0	.257	.297	***
Constant	4.141	.871	4.76	0	2.426	5.855	***
Mean dependent var	2.087		SD dependent var		1.903		
R-squared	0.765		Number of obs		299		
F-test	173.546		Prob > F		0.000		
Akaike crit. (AIC)	370.775		Bayesian crit. (BIC)		392.977		
*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$							

pricechange1dayper~t	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	[95% Conf	Interval]	Sig
esgscore	-8.011	1.784	-4.49	0	-11.524	-4.498	***
lnta	-8.874	4.069	-2.18	.03	-16.885	-.863	**
financialleverage	-2.509	.872	-2.88	.004	-4.226	-.793	***
ebitinterest	-.023	.018	-1.30	.194	-.059	.012	
pricetobookratio	3.682	.521	7.07	0	2.656	4.708	***
Constant	137.435	45.321	3.03	.003	48.203	226.667	***
Mean dependent var	5.982		SD dependent var		26.837		
R-squared	0.205		Number of obs		299		
F-test	13.811		Prob > F		0.000		
Akaike crit. (AIC)	2734.210		Bayesian crit. (BIC)		2756.412		
*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$							

Figura 37. Relazione del rating ESG di Bloomberg e delle variabili di controllo con le misure di performance. Elaborazione personale.

Scomponendo il rating ESG di Bloomberg nelle tre componenti (ambientale, sociale e di governance) si ha una visione più chiara di quali siano i fattori che più incidono sulla performance. Per quanto riguarda il ROE e il ROA le componenti ambientali e di governance del rating ESG non riportano alcuna correlazione significativa; la componente sociale invece impatta su entrambe le misure di performance registrando una relazione positiva e significativa. Per ciò che concerne la Q di Tobin la situazione è inversa. La componente sociale non sembra infatti spiegare la misura di performance mentre le componenti E e G presentano una relazione significativa; tuttavia mentre il rating ambientale ha una relazione positiva con la Q di Tobin, il rating di governance registra una relazione negativa. Infine le componenti ambientali e sociali sono negativamente e significativamente correlate con l'andamento del titolo azionario; tale relazione non è invece significativa per la componente governance, i cui cambiamenti sembrano dunque non riflettersi nelle variazioni del prezzo dell'azione.

Tali risultati suggeriscono che il rating sociale impatta positivamente sulla redditività dell'impresa, in maniera superiore rispetto ai rating ambientali e di governance, trainando l'intero score ESG. La Q di Tobin sembra crescere al crescere del rating ambientale e decrescere all'aumentare del rating di governance; ciò potrebbe essere dovuto al fatto che valutare la performance di sostenibilità della governance risulta in alcuni casi difficoltoso e che gli azionisti ripongano maggiore attenzione sui rating ambientali e sociali. Questo spiegherebbe anche la mancata correlazione tra la governance e l'andamento del prezzo azionario, il quale invece subisce una riduzione all'aumentare delle componenti ambientali e sociali dello score ESG; come anticipato questo sembra andare in controtendenza rispetto alla letteratura fin qui citata ma è importante considerare che all'interno del periodo di misurazione ricade l'invasione russa ai danni dell'Ucraina che, come trattato nel capitolo precedente, ha messo in discussione la sovra performance dei titoli ad alta sostenibilità a fronte della crisi energetica che ha favorito soprattutto i titoli di società operanti nel settore dell'energia proveniente da fonti fossili.

roe	Coef.	St.Err	t-value	p-value	[95% Conf	Interval]	Sig
environmentalscore	-.26	.577	-0.45	.653	-1.396	.877	
socialscore	1.743	.617	2.83	.005	.529	2.957	***
governancescore	-1.09	1.244	-0.88	.382	-3.539	1.36	
lnta	-.131	1.684	-0.08	.938	-3.447	3.184	
financialleverage	.137	.356	0.39	.7	-.564	.839	
ebitinterest	.014	.007	1.92	.056	0	.029	*
pricetobookratio	.74	.212	3.49	.001	.323	1.157	***
Constant	14.307	20.118	0.71	.478	-25.304	53.918	
Mean dependent var	14.647		SD dependent var		11.122		
R-squared	0.112		Number of obs		299		
F-test	4.768		Prob > F		0.000		
Akaike crit. (AIC)	2194.040		Bayesian crit. (BIC)		2223.643		
*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$							

roa	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	[95% Conf	Interval]	Sig
environmentalscore	.162	.185	0.87	.383	-.203	.527	
socialscore	.54	.198	2.73	.007	.15	.93	***
governancescore	-.499	.4	-1.25	.213	-1.286	.287	
lnta	-1.19	.541	-2.20	.029	-2.255	-.125	**
financialleverage	-.231	.114	-2.02	.044	-.457	-.006	**
ebitinterest	.007	.002	2.97	.003	.002	.012	***
pricetobookratio	.311	.068	4.58	0	.177	.445	***
Constant	18.96	6.461	2.93	.004	6.239	31.681	***
Mean dependent var	5.647		SD dependent var		5.019		
R-squared	0.186		Number of obs		299		
F-test	8.667		Prob > F		0.000		
Akaike crit. (AIC)	1514.799		Bayesian crit. (BIC)		1544.402		
*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$							

tobinsqratio	Coef.	St.Err	t-value	p-value	[95% Conf	Interval]	Sig
environmentalscore	.073	.027	2.70	.007	.02	.126	***
socialscore	-.019	.029	-0.65	.518	-.076	.038	
governancescore	-.12	.058	-2.06	.041	-.235	-.005	**
lnta	-.273	.079	-3.45	.001	-.428	-.117	***
financialleverage	-.171	.017	-10.24	0	-.204	-.138	***
ebitinterest	0	0	-0.13	.898	-.001	.001	
pricetobookratio	.279	.01	28.08	0	.259	.299	***
Constant	5.231	.944	5.54	0	3.371	7.091	***
Mean dependent var	2.087		SD dependent var		1.903		
R-squared	0.772		Number of obs		299		
F-test	128.427		Prob > F		0.000		
Akaike crit. (AIC)	364.914		Bayesian crit. (BIC)		394.517		
*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$							

pricechange1dayper ~t	Coef.	St.Err	t-value	p-value	[95% Conf	Interval]	Sig
environmentalscore	-3.357	1.439	-2.33	.02	-6.19	-.524	**
socialscore	-3.621	1.537	-2.36	.019	-6.647	-.595	**
governancescore	-.023	3.101	-0.01	.994	-6.129	6.083	
lnta	-7.916	4.197	-1.89	.06	-16.18	.348	*
financialleverage	-2.552	.889	-2.87	.004	-4.302	-.803	***
ebitinterest	-.024	.018	-1.31	.191	-.06	.012	
pricetobookratio	3.651	.528	6.92	0	2.612	4.69	***
Constant	118.672	50.148	2.37	.019	19.933	217.411	**
Mean dependent var	5.982		SD dependent var		26.837		
R-squared	0.200		Number of obs		299		
F-test	9.469		Prob > F		0.000		
Akaike crit. (AIC)	2740.236		Bayesian crit. (BIC)		2769.839		
*** p<.01, ** p<.05, * p<.1							

Figura 38. Relazione delle componenti E, S e G e delle variabili di controllo con le misure di performance.

Elaborazione personale.

Le relazioni delle misure di performance con il rating ESG di S&P sono invece sensibilmente diverse rispetto al competitor Bloomberg. Come si nota dalla Figura 39 il rating ESG di S&P non riporta relazioni significative con le misure di redditività ROE e ROA, né con la Q di Tobin mentre si osserva una relazione significativa (a un livello di significatività del 10%) e lievemente negativa tra il rating e l'andamento del titolo azionario. Anche in questo caso, come per il rating ESG di Bloomberg le misure di performance sembrano essere spiegate principalmente dalle variabili di controllo come il Price to Book Value e la leva finanziaria.

roe	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	[95% Conf	Interval]	Sig
spesgrating	.002	.055	0.04	.966	-.105	.11	
lnta	-.333	1.721	-0.19	.847	-3.721	3.055	
financialleverage	-.005	.35	-0.01	.989	-.694	.685	
ebitinterest	.012	.007	1.70	.09	-.002	.027	*
pricetobookratio	.864	.208	4.16	0	.455	1.273	***
Constant	14.447	18.266	0.79	.43	-21.516	50.41	
Mean dependent var	14.647		SD dependent var		11.122		
R-squared	0.085		Number of obs		299		
F-test	4.951		Prob > F		0.000		
Akaike crit. (AIC)	2198.992		Bayesian crit. (BIC)		2221.195		
*** p<.01, ** p<.05, * p<.1							

roa	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	[95% Conf	Interval]	Sig
spesgrating	.012	.018	0.67	.501	-.023	.046	
lnta	-1.207	.553	-2.18	.03	-2.296	-.119	**
financialleverage	-.299	.112	-2.66	.008	-.521	-.078	***
ebitinterest	.006	.002	2.56	.011	.001	.011	**
pricetobookratio	.354	.067	5.31	0	.223	.486	***
Constant	17.777	5.867	3.03	.003	6.225	29.329	***
Mean dependent var	5.647		SD dependent var		5.019		
R-squared	0.161		Number of obs		299		
F-test	10.264		Prob > F		0.000		
Akaike crit. (AIC)	1519.868		Bayesian crit. (BIC)		1542.071		
*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$							

tobinsratio	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	[95% Conf	Interval]	Sig
spesgrating	.003	.003	1.03	.304	-.002	.008	
lnta	-.243	.081	-3.01	.003	-.402	-.084	***
financialleverage	-.176	.016	-10.72	0	-.209	-.144	***
ebitinterest	0	0	-0.61	.545	-.001	0	
pricetobookratio	.277	.01	28.41	0	.258	.297	***
Constant	4.233	.857	4.94	0	2.544	5.921	***
Mean dependent var	2.087		SD dependent var		1.903		
R-squared	0.765		Number of obs		299		
F-test	174.276		Prob > F		0.000		
Akaike crit. (AIC)	369.814		Bayesian crit. (BIC)		392.016		
*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$							

pricechange1dayp er~t	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	[95% Conf	Interval]	Sig
spesgrating	-.26	.138	-1.89	.06	-.531	.011	*
lnta	-7.042	4.339	-1.62	.106	-15.584	1.5	
financialleverage	-1.855	.883	-2.10	.037	-3.593	-.116	**
ebitinterest	-.015	.018	-0.80	.424	-.051	.021	
pricetobookratio	3.229	.524	6.16	0	2.197	4.261	***
Constant	100.787	46.053	2.19	.03	10.113	191.461	**
Mean dependent var	5.982		SD dependent var		26.837		
R-squared	0.157		Number of obs		299		
F-test	9.927		Prob > F		0.000		
Akaike crit. (AIC)	2752.008		Bayesian crit. (BIC)		2774.211		
*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$							

Figura 39. Relazione del rating ESG di S&P e delle variabili di controllo con le misure di performance.

Elaborazione personale.

In sintesi i risultati appaiono contrastanti; in primis evidenziano la discrepanza già sottolineata tra i vari provider in quanto le relazioni tra il rating ESG di Bloomberg e le misure di performance e tra queste ultime e il rating ESG di S&P appaiono sostanzialmente differenti. In seguito si nota che i rating ESG presentano una relazione positiva con le misure della redditività e scomponendoli nelle tre componenti appare evidente che sia la componente sociale a trainare questa relazione. Per ciò che riguarda invece la Q di Tobin non sembra esserci una relazione significativa tra il rating ESG e tale misura di performance, con la componente ambientale che riporta una relazione positiva e quella della governance che riporta invece una relazione negativa. Per ciò che concerne la variazione del titolo azionario sorprende osservare che i rating di entrambi i provider, soprattutto per le componenti ambientali e sociali, siano negativamente correlati con la performance dell'azione. Per tutte le misure di performance è necessario infine affermare che le variabili di controllo, in primis il Price to Book Value, hanno una relazione che spiega in maniera più significativa dei rating ESG tali misure di performance.

3.7.3.2. Relazione tra i rating ESG e le misure di rischio.

Test dell'ipotesi H2: Esiste una relazione negativa tra rating ESG e rischio espresso attraverso volatilità, costo del debito, costo del capitale di rischio e costo del capitale medio ponderato.

Al contrario del test dell'ipotesi H1, il test della relazione tra i rating ESG e le misure di rischio ha prodotto dei risultati meno contrastanti ma non per questo meno sorprendenti, anzi. Come riportato nella Figura 40 il rating ESG di Bloomberg risulta significativamente e positivamente correlato con tutte le misure di rischio considerate (costo del capitale di rischio, costo del debito, costo del capitale medio ponderato e volatilità a 30, 90 e 360 giorni). Ciò significa che all'aumentare del rating di sostenibilità aumentano anche tutti gli indicatori di rischio. Questo risultato è totalmente in controtendenza con le analisi empiriche presenti in letteratura, le quali registravano una forte correlazione negativa tra il rating ESG e il rischio.

costofequity	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	[95% Conf	Interval]	Sig
esgscore	1.125	.156	7.19	0	.817	1.433	***
lnta	.625	.365	1.72	.087	-.092	1.343	*
financialleverage	.06	.076	0.79	.431	-.09	.21	
ebitinterest	0	.002	-0.17	.869	-.003	.003	
pricetobookratio	-.074	.046	-1.61	.108	-.164	.016	
spread10y	.011	.005	1.98	.049	0	.022	**
Constant	-1.814	4.082	-0.44	.657	-9.851	6.224	
Mean dependent var		10.500	SD dependent var			2.829	
R-squared		0.194	Number of obs			299	
F-test		10.687	Prob > F			0.000	
Akaike crit. (AIC)		1274.889	Bayesian crit. (BIC)			1300.792	
*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$							

costofdebt	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	[95% Conf	Interval]	Sig
esgscore	.419	.089	4.73	0	.245	.594	***
lnta	.685	.206	3.32	.001	.278	1.091	***
financialleverage	-.007	.043	-0.16	.876	-.092	.078	
ebitinterest	0	.001	0.41	.685	-.001	.002	
pricetobookratio	-.057	.026	-2.20	.029	-.108	-.006	**
spread10y	.018	.003	5.69	0	.012	.024	***
Constant	-8.748	2.312	-3.78	0	-13.301	-4.194	***
Mean dependent var		1.119	SD dependent var			1.353	
R-squared		0.214	Number of obs			299	
F-test		12.068	Prob > F			0.000	
Akaike crit. (AIC)		935.002	Bayesian crit. (BIC)			960.906	
*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$							

weightedaveragecos~ l	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	[95% Conf	Interval]	Sig
esgscore	1.034	.137	7.56	0	.765	1.304	***
lnta	-.383	.319	-1.20	.23	-1.011	.244	
financialleverage	-.013	.067	-0.19	.847	-.144	.118	
ebitinterest	0	.001	-0.32	.748	-.003	.002	
pricetobookratio	-.035	.04	-0.87	.384	-.114	.044	
spread10y	.009	.005	1.85	.065	-.001	.018	*
Constant	7.518	3.571	2.11	.036	.488	14.549	**
Mean dependent var		7.967	SD dependent var			3.035	
R-squared		0.217	Number of obs			299	
F-test		12.258	Prob > F			0.000	
Akaike crit. (AIC)		1194.781	Bayesian crit. (BIC)			1220.684	
*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$							

volatility30day	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	[95% Conf	Interval]	Sig
esgscore	2.436	.493	4.94	0	1.466	3.406	***
lnta	4.59	1.148	4.00	0	2.33	6.85	***
financialleverage	.117	.24	0.49	.626	-.356	.589	
ebitinterest	-.005	.005	-0.99	.324	-.015	.005	
pricetobookratio	.129	.144	0.90	.369	-.154	.413	
spread10y	.03	.017	1.73	.085	-.004	.064	*
Constant	-41.554	12.855	-3.23	.001	-66.864	-16.244	***
Mean dependent var		22.286	SD dependent var			8.027	
R-squared		0.171	Number of obs			299	
F-test		9.142	Prob > F			0.000	
Akaike crit. (AIC)		1960.814	Bayesian crit. (BIC)			1986.717	
*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$							

volatility90day	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	[95% Conf	Interval]	Sig
esgscore	2.974	.505	5.89	0	1.979	3.968	***
lnta	4.395	1.177	3.74	0	2.079	6.712	***
financialleverage	.348	.246	1.41	.159	-.137	.832	
ebitinterest	-.003	.005	-0.69	.491	-.013	.006	
pricetobookratio	-.262	.148	-1.78	.077	-.553	.028	*
spread10y	.029	.018	1.64	.103	-.006	.064	
Constant	-38.275	13.177	-2.90	.004	-64.22	-12.33	***
Mean dependent var		25.238	SD dependent var			8.802	
R-squared		0.187	Number of obs			299	
F-test		10.220	Prob > F			0.000	
Akaike crit. (AIC)		1975.632	Bayesian crit. (BIC)			2001.535	
*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$							

volatility360day	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	[95% Conf	Interval]	Sig
esgscore	2.673	.549	4.87	0	1.592	3.754	***
lnta	2.07	1.279	1.62	.107	-.448	4.588	
financialleverage	.531	.267	1.99	.048	.004	1.057	**
ebitinterest	-.004	.005	-0.70	.484	-.015	.007	
pricetobookratio	-.302	.16	-1.88	.061	-.618	.014	*
spread10y	.008	.019	0.43	.666	-.03	.046	
Constant	-8.446	14.324	-0.59	.556	-36.648	19.756	
Mean dependent var		27.671	SD dependent var			9.132	
R-squared		0.113	Number of obs			299	
F-test		5.669	Prob > F			0.000	
Akaike crit. (AIC)		2025.510	Bayesian crit. (BIC)			2051.414	
*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$							

Figura 40. Relazione del rating ESG di Bloomberg e delle variabili di controllo con le misure di rischio.

Elaborazione personale.

Scomponendo il rating ESG di Bloomberg nelle sue componenti ambientale, sociale e di governance il risultato non varia di molto. Gli indicatori del costo (costo del capitale proprio, costo del debito e costo del capitale medio ponderato) crescono al crescere del rating ambientale e sociale, mentre non si registra alcuna relazione significativa tra il punteggio di governance e tali misure di costo. Ciò che sembra spiegare in maniera più precisa il costo del capitale oltre ai rating di sostenibilità è lo spread a 10 anni, che all'aumentare causa un incremento del costo del capitale proprio e del costo del debito. La volatilità registra invece un aumento al crescere del rating delle componenti sociali e di governance; la componente ambientale invece non riporta relazioni significative con la volatilità (Figura 41).

costofequity	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	[95% Conf	Interval]	Sig
environmentalscore	.376	.127	2.97	.003	.127	.626	***
socialscore	.458	.137	3.34	.001	.188	.729	***
governancescore	.276	.273	1.01	.314	-.262	.814	
lnta	.548	.379	1.45	.149	-.198	1.293	
financialleverage	.052	.079	0.67	.505	-.102	.207	
ebitinterest	-.001	.002	-0.32	.752	-.004	.003	
pricetobookratio	-.067	.047	-1.43	.155	-.159	.026	
spread10y	.01	.006	1.75	.082	-.001	.021	*
Constant	-.834	4.518	-0.18	.854	-9.73	8.062	
Mean dependent var		10.500	SD dependent var			2.829	
R-squared		0.170	Number of obs			299	
F-test		6.738	Prob > F			0.000	
Akaike crit. (AIC)		1287.909	Bayesian crit. (BIC)			1321.213	
*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$							

costofdebt	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	[95% Conf	Interval]	Sig
environmentalscore	.145	.071	2.06	.04	.006	.285	**
socialscore	.132	.077	1.72	.086	-.019	.283	*
governancescore	.233	.152	1.53	.127	-.067	.533	
lnta	.663	.211	3.14	.002	.248	1.079	***
financialleverage	-.012	.044	-0.27	.791	-.098	.075	
ebitinterest	0	.001	0.20	.839	-.002	.002	
pricetobookratio	-.054	.026	-2.06	.04	-.106	-.003	**
spread10y	.017	.003	5.47	0	.011	.024	***
Constant	-9.164	2.518	-3.64	0	-14.122	-4.207	***
Mean dependent var		1.119	SD dependent var			1.353	
R-squared		0.216	Number of obs			299	
F-test		9.089	Prob > F			0.000	
Akaike crit. (AIC)		938.253	Bayesian crit. (BIC)			971.557	
*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$							

weightedaveragecost	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	[95% Conf	Interval]	Sig
environmentalscore	.33	.11	2.99	.003	.113	.548	***
socialscore	.498	.12	4.16	0	.262	.733	***
governancescore	.184	.238	0.77	.441	-.285	.653	
lnta	-.455	.33	-1.38	.169	-1.104	.195	
financialleverage	-.014	.068	-0.20	.84	-.149	.121	
ebitinterest	-.001	.001	-0.42	.673	-.003	.002	
pricetobookratio	-.034	.041	-0.83	.409	-.114	.047	
spread10y	.008	.005	1.53	.127	-.002	.017	
Constant	8.672	3.937	2.20	.028	.921	16.423	**
Mean dependent var		7.967	SD dependent var			3.035	
R-squared		0.199	Number of obs			299	
F-test		8.185	Prob > F			0.000	
Akaike crit. (AIC)		1205.527	Bayesian crit. (BIC)			1238.831	

*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$

volatility30day	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	[95% Conf	Interval]	Sig
environmentalscore	.422	.393	1.07	.284	-.352	1.196	
socialscore	1.294	.426	3.04	.003	.455	2.133	***
governancescore	1.101	.848	1.30	.195	-.569	2.771	
lnta	4.644	1.175	3.95	0	2.33	6.957	***
financialleverage	.092	.244	0.38	.705	-.388	.573	
ebitinterest	-.006	.005	-1.21	.228	-.016	.004	
pricetobookratio	.12	.146	0.83	.41	-.167	.407	
spread10y	.024	.018	1.38	.17	-.01	.059	
Constant	-44.08	14.019	-3.14	.002	-71.68	-16.474	***
Mean dependent var		22.286	SD dependent var			8.027	
R-squared		0.170	Number of obs			299	
F-test		6.773	Prob > F			0.000	
Akaike crit. (AIC)		1965.056	Bayesian crit. (BIC)			1998.359	

*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$

volatility90day	Coef	St.Err	t-value	p-value	[95% Conf	Interval]	Sig
environmentalscore	.578	.402	1.44	.151	-.213	1.37	
socialscore	.889	.436	2.04	.042	.031	1.747	**
governancescore	2.549	.867	2.94	.004	.843	4.256	***
lnta	4.536	1.201	3.78	0	2.172	6.901	***
financialleverage	.262	.249	1.05	.295	-.229	.752	
ebitinterest	-.006	.005	-1.18	.24	-.016	.004	
pricetobookratio	-.237	.149	-1.59	.113	-.531	.056	
spread10y	.025	.018	1.38	.17	-.011	.06	
Constant	-47.657	14.328	-3.33	.001	-75.869	-19.445	***
Mean dependent var		25.238	SD dependent var			8.802	
R-squared		0.191	Number of obs			299	
F-test		7.815	Prob > F			0.000	
Akaike crit. (AIC)		1978.106	Bayesian crit. (BIC)			2011.410	

*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$

volatility360day	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	[95% Conf	Interval]	Sig
environmentalscore	.427	.437	0.98	.329	-.433	1.288	
socialscore	1.205	.474	2.54	.012	.273	2.138	**
governancescore	1.826	.942	1.94	.054	-.03	3.682	*
lnta	2.197	1.306	1.68	.094	-.374	4.768	*
financialleverage	.483	.271	1.78	.076	-.051	1.016	*
ebitinterest	-.006	.006	-1.02	.306	-.017	.005	
pricetobookratio	-.304	.162	-1.88	.062	-.623	.015	*
spread10y	.002	.02	0.12	.905	-.036	.041	
Constant	-14.887	15.578	-0.96	.34	-45.56	15.785	
Mean dependent var	27.671		SD dependent var		9.132		
R-squared	0.118		Number of obs		299		
F-test	4.395		Prob > F		0.000		
Akaike crit. (AIC)	2028.106		Bayesian crit. (BIC)		2061.410		
*** p<.01, ** p<.05, * p<.1							

Figura 41. Relazione delle componenti E, S e G e delle variabili di controllo con le misure di rischio.

Elaborazione personale.

Anche il rating ESG di S&P, così come il rating di Bloomberg, riflette delle relazioni negative con le misure di rischio in particolare con il costo del debito (mentre per quanto riguarda il costo del capitale proprio non si osserva una relazione significativa) e con la volatilità. Come per il rating di Bloomberg anche in questo caso lo Spread è la variabile di controllo che spiega meglio le misure di rischio. (Figura 42).

costofequity	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	[95% Conf	Interval]	Sig
spesgrating	.017	.013	1.33	.185	-.008	.042	
lnta	.621	.407	1.52	.129	-.181	1.423	
financialleverage	-.046	.081	-0.57	.569	-.207	.114	
ebitinterest	-.002	.002	-0.93	.351	-.005	.002	
pricetobookratio	.001	.048	0.02	.985	-.094	.096	
spread10y	.017	.006	2.81	.005	.005	.029	***
Constant	1.899	4.41	0.43	.667	-6.785	10.583	
Mean dependent var	10.500		SD dependent var		2.829		
R-squared	0.044		Number of obs		299		
F-test	2.039		Prob > F		0.001		
Akaike crit. (AIC)	1326.021		Bayesian crit. (BIC)		1351.924		
*** p<.01, ** p<.05, * p<.1							

costofdebt	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	[95% Conf	Interval]	Sig
spesgrating	.025	.007	3.70	0	.012	.038	***
lnta	.548	.215	2.55	.011	.125	.972	**
financialleverage	-.039	.043	-0.91	.363	-.124	.045	
ebitinterest	0	.001	-0.05	.961	-.002	.002	
pricetobookratio	-.034	.026	-1.32	.186	-.084	.016	
spread10y	.021	.003	6.66	0	.015	.027	***
Constant	-7.405	2.329	-3.18	.002	-11.99	-2.82	***
Mean dependent var	1.119		SD dependent var		1.353		
R-squared	0.190		Number of obs		299		
F-test	10.381		Prob > F		0.000		
Akaike crit. (AIC)	944.085		Bayesian crit. (BIC)		969.988		
*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$							

weightedaveragec os~l	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	[95% Conf	Interval]	Sig
spesgrating	.029	.011	2.63	.009	.007	.051	***
lnta	-.487	.356	-1.37	.173	-1.187	.214	
financialleverage	-.105	.071	-1.48	.139	-.245	.035	
ebitinterest	-.002	.001	-1.08	.283	-.004	.001	
pricetobookratio	.03	.042	0.71	.476	-.053	.113	
spread10y	.015	.005	2.91	.004	.005	.026	***
Constant	10.901	3.853	2.83	.005	3.314	18.488	***
Mean dependent var	7.967		SD dependent var		3.035		
R-squared	0.072		Number of obs		299		
F-test	3.464		Prob > F		0.000		
Akaike crit. (AIC)	1245.280		Bayesian crit. (BIC)		1271.183		
*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$							

volatility30day	Coef.	St.Err.	t-value	p- value	[95% Conf	Interval]	Sig
spesgrating	.097	.038	2.54	.012	.022	.172	**
lnta	4.147	1.215	3.41	.001	1.754	6.54	***
financialleverage	-.09	.243	-0.37	.71	-.569	.388	
ebitinterest	-.007	.005	-1.47	.142	-.017	.002	
pricetobookratio	.276	.145	1.91	.058	-.009	.56	*
spread10y	.046	.018	2.59	.01	.011	.082	***
Constant	-33.647	13.164	-2.56	.011	-59.567	-7.728	**
Mean dependent var	22.286		SD dependent var		8.027		
R-squared	0.116		Number of obs		299		
F-test	5.827		Prob > F		0.000		
Akaike crit. (AIC)	1979.947		Bayesian crit. (BIC)		2005.850		
*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$							

volatility90day	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	[95% Conf	Interval]	Sig
spesgrating	.078	.04	1.96	.051	0	.157	*
lna	4.142	1.274	3.25	.001	1.634	6.65	***
financialleverage	.079	.255	0.31	.756	-.422	.58	
ebitinterest	-.007	.005	-1.29	.199	-.017	.004	
pricetobookratio	-.074	.152	-0.49	.627	-.372	.225	
spread10y	.047	.019	2.50	.013	.01	.084	**
Constant	-28.536	13.796	-2.07	.04	-55.699	-1.373	**
Mean dependent var	25.238		SD dependent var		8.802		
R-squared	0.095		Number of obs		299		
F-test	4.627		Prob > F		0.000		
Akaike crit. (AIC)	2007.976		Bayesian crit. (BIC)		2033.879		
*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$							

volatility360day	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	[95% Conf	Interval]	Sig
spesgrating	.093	.043	2.20	.029	.01	.177	**
lna	1.675	1.357	1.23	.218	-.996	4.346	
financialleverage	.298	.271	1.10	.272	-.235	.832	
ebitinterest	-.007	.006	-1.19	.233	-.018	.004	
pricetobookratio	-.138	.161	-0.86	.392	-.456	.179	
spread10y	.026	.02	1.29	.2	-.014	.065	
Constant	.258	14.693	0.02	.986	-28.672	29.187	
Mean dependent var	27.671		SD dependent var		9.132		
R-squared	0.052		Number of obs		299		
F-test	2.412		Prob > F		0.000		
Akaike crit. (AIC)	2045.649		Bayesian crit. (BIC)		2071.552		
*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$							

Figura 42. Relazione del rating ESG di S&P e delle variabili di controllo con le misure di rischio.

Elaborazione personale.

3.8. Conclusioni dell'analisi empirica.

Quest'ultimo capitolo, di natura empirica, ha ripercorso i principali spunti della letteratura scientifica riguardanti le relazioni tra i rating ESG e le misure di performance aziendale. Sebbene il tema sia ancora relativamente recente e in evoluzione e la letteratura non sia giunta ad una conclusione unanime, è possibile affermare che la maggioranza degli studi a riguardo individuino una relazione positiva tra le misure di sostenibilità e le misure di performance. Tale risultato è alla base delle ipotesi di ricerca di questo capitolo, il quale, attraverso i dati delle 50 imprese europee a maggiore capitalizzazione, mira a verificare che la relazione tra i rating ESG e le misure di performance esista e sia positiva e che la relazione tra i rating ESG e le misure di rischio

esista e sia negativa. I risultati delle regressioni tuttavia sono decisamente contrastanti con la letteratura fin qui analizzata. In particolare i rating di sostenibilità presi come riferimento sembrano avere una relazione positiva solamente con le misure di redditività del capitale e degli attivi (ROE e ROA), che incrementano all'incrementare dei rating. Le misure di performance del titolo azionario invece (Tobin's Q e variazione giornaliera del titolo) seguono andamenti differenti all'incrementare dei rating; il prezzo dell'azione infatti sembra diminuire all'aumentare del rating di sostenibilità, soprattutto all'aumentare del rating delle componenti ambientali e sociali, mentre la Q di Tobin non sembra venire impattata in maniera significativa dalle variazioni dei rating ESG in quanto la componente ambientale registra una relazione positiva con la misura di performance mentre la componente di governance sembra avere una relazione negativa. Ma ciò che si discosta in maniera più importante dai risultati della letteratura scientifica di riferimento sono le relazioni tra i rating ESG e le misure di rischio. Sia il costo del capitale, che il costo del debito e il costo del capitale medio ponderato hanno registrato una crescita all'aumentare dei rating di sostenibilità. Oltre a questo anche la volatilità, sia misurata nel breve che nel medio periodo, sembra essere maggiore nelle società con i rating ESG più alti.

Le divergenze tra i risultati della letteratura di riferimento e i risultati dell'analisi statistico-econometrica svolta in questo capitolo possono essere spiegati da una serie di fattori.

In primis, come anticipato più volte, l'argomento è relativamente recente e la letteratura è in rapida e costante evoluzione; nonostante la maggior parte degli studi afferma che esista una relazione positiva tra i rating ESG e le misure di performance aziendali e una relazione negativa tra tali rating e le misure di rischio, esiste una buona parte della letteratura che in seguito ad analisi econometriche non ha riscontrato alcuna relazione tra le misure analizzate o che ha trovato una relazione opposta alla maggioranza degli studi.

In secondo luogo va sottolineato che i rating ESG, sebbene siano ad oggi lo strumento migliore per valutare la sostenibilità di un'impresa o di un investimento, siano ancora decisamente grezzi e presentino varie problematiche che sono state precedentemente discusse. I vari paper che compongono la letteratura scientifica di riferimento hanno spesso usato rating diversi o proxy di più rating; le correlazioni molto basse tra i vari provider possono spiegare le divergenze nelle relazioni osservate.

Infine, come anticipato nel secondo capitolo, è necessario contestualizzare il campione di dati nel luogo e nell'arco temporale considerato; durante il periodo preso in considerazione per la raccolta dei dati sono esplosi eventi come la pandemia da Covid-19 e la guerra in Ucraina, causando nel giro due anni una crisi economica, una recessione globale e un'inflazione incontrollabile. Shock così importanti, avvenuti a distanza così ravvicinata, hanno avuto un impatto molto forte sulle imprese europee. Oltre a questo i governi e le banche centrali hanno attuato politiche economiche e monetarie agli antipodi, ad esempio abbassando i tassi di interesse a livelli prossimi allo zero durante la pandemia per riportarli poi a livelli storicamente altissimi per combattere l'inflazione. In questo periodo estremamente particolare e delicato gli indicatori economici possono non reagire alle variazioni dei rating ESG come nei periodi precedenti. In particolare, come anticipato precedentemente, la scarsità di gas naturale, il combustibile fossile maggiormente utilizzato per la produzione di energia in Europa, che ha causato un aumento vertiginoso del prezzo di quest'ultimo e di altri combustibili fossili, ha spinto al rialzo le performance dei titoli delle società che li producono e che li commercializzano, le quali, per via dell'impatto ambientale di tali risorse energetiche, sono tendenzialmente caratterizzati da punteggi di sostenibilità più bassi, il che potrebbe aver invertito il trend di crescita delle società ad alta sostenibilità e inficiato nella relazione tra i rating ESG e le misure di performance.

Facendo infatti girare nuovamente l'analisi statistico-econometrica escludendo gli ultimi due anni, caratterizzati dallo scoppio della guerra in Ucraina e dalla conseguente crescita esponenziale dei titoli legati alle fonti di energia fossili, i risultati della regressione sono ben diversi. In particolare si nota una riduzione del costo del debito nel periodo precedente al 2022 all'aumentare del punteggio dei rating ESG, confermando dunque le tesi in letteratura che individuano una relazione negativa tra i rating e il costo del capitale di debito. Oltre a ciò, dalla nuova analisi emerge una relazione positiva tra i rating ESG e la variazione percentuale del valore del titolo della società. Sebbene tale relazione non sia significativa, escludendo dall'analisi le conseguenze della scarsità (e dunque il forte aumento di prezzi) del gas naturale e delle altre fonti fossili, la relazione tra sostenibilità e performance in borsa non risulta più negativa, come affermato precedentemente.

Ciò conferma la tesi, già presente in letteratura, che tale avvenimento geo-politico abbia avuto un forte impatto sulle imprese europee (e non solo), vanificando, in parte e temporaneamente, gli sforzi fatti verso una transizione sostenibile.

Conclusione

Questa tesi ha affrontato il tema dell'impatto dei rating di sostenibilità sulla performance finanziaria delle imprese. Il tema della sostenibilità a livello finanziario e aziendale è un tema molto attuale e in rapida evoluzione. Gli investitori danno sempre maggiore importanza agli investimenti green e sostenibili e sempre più imprese avviano un processo di transizione per rendere più sostenibili le proprie attività. Lo scopo di questa tesi è stato quello di verificare se oltre al senso etico di investire in attività meno inquinanti, più rispettose dell'ambiente, della società e attente alla diversità, al contrasto alle disuguaglianze e alla corruzione, esista anche una motivazione economica che motivi tali investimenti. Partendo dalla letteratura scientifica è stata svolta un'analisi dei paper che cercavano una relazione tra la sostenibilità e la performance aziendale. Ricerche e studi riguardo a tale relazione risalgono agli anni '70 in cui venivano verificati gli andamenti azionari delle società più e meno impegnate nei temi ambientali e sociali. La ricerca si è evoluta nel corso degli anni ed è tuttora in forte evoluzione, soprattutto per quanto riguarda gli indicatori della sostenibilità. Negli ultimi anni per valutare la sostenibilità di una società sono stati utilizzati soprattutto i rating ESG, delle valutazioni redatte da appositi provider che considerano, oltre all'impatto dell'attività dell'impresa su ambiente e società, anche la gestione aziendale. Tali rating forniscono una buona approssimazione della performance di sostenibilità di un'impresa ma tuttavia non sono degli strumenti perfetti in quanto, sebbene soprattutto all'interno dell'Unione Europea sia stato fatto qualcosa per incrementare la trasparenza e la comparabilità delle informazioni sulla sostenibilità, mancano delle normative ad hoc che disciplinino le valutazioni dei vari provider. Per questo il tema è ancora in piena evoluzione, in attesa di interventi legislativi che rendano più affidabili e comparabili i rating ESG in modo che diventino un'unità di misura della sostenibilità ancora più precisa e veritiera. Ciononostante, i rating ESG restano tuttora lo strumento migliore per valutare la sostenibilità di un'impresa o di un investimento.

I paper raccolti in questo elaborato non danno una risposta unanime alla questione riguardante la relazione tra la sostenibilità e la performance finanziaria. La maggior parte di essi tuttavia individua una relazione positiva tra i fattori: al crescere della sostenibilità di un'impresa migliora anche la performance finanziaria. In particolare gli studi presenti in letteratura sembrano concordare in maniera più convinta sul fatto che una maggior sostenibilità e una gestione aziendale più attenta alla riduzione delle

emissioni di anidride carbonica e all'efficientamento energetico nonché al contrasto ai fenomeni di corruzione e discriminazione e più coinvolta nel rispetto dei diritti umani e dei lavoratori, possano impattare positivamente sulla reputazione dell'impresa e aiutare ad abbattere i costi. Nonostante, dunque, esistano paper in cui le spese per aumentare la performance di sostenibilità e migliorare il proprio rating ESG siano viste solamente come un costo che, per definizione, peggiora la redditività e la performance finanziaria, la maggior parte delle evidenze sembrano confermare che tali spese debbano essere considerate come un investimento che, nel lungo termine, migliora la redditività dell'impresa. Ciò sembra essere vero soprattutto nei periodi di crisi e di incertezza, come la crisi finanziaria del 2008 e la pandemia da Covid-19 del 2020. In tali scenari, infatti, le imprese con i rating ESG più alti hanno subito perdite meno ingenti rispetto ai competitor con valutazioni di sostenibilità inferiori, dimostrando una resilienza maggiore e una volatilità inferiore.

Sulla base di tali evidenze empiriche raccolte all'interno dell'elaborato è stata poi svolta un'analisi statistico-econometrica per cercare una relazione tra i rating ESG e le performance finanziarie. In particolare è stata ricercata la relazione dei rating con le misure di performance e di redditività nonché con le misure di costo e di volatilità. Il campione considerato ai fini della ricerca comprende le imprese dell'indice Eurostoxx 50, contenente le 50 imprese europee a maggior capitalizzazione, nel periodo di tempo che va dal 2013 al 2022. I risultati di tale analisi presentano diverse differenze rispetto alla letteratura scientifica di riferimento, soprattutto per quanto riguarda le relazioni tra i rating ESG e le misure di costo del capitale e della volatilità. In particolare sia il costo del capitale proprio, che il costo del debito, che il costo medio ponderato del capitale delle imprese del campione selezionato, così come la volatilità del loro titolo in borsa, hanno tutti registrato dei valori più alti al crescere del rating ESG, evidenziando dunque una relazione positiva. Per quanto riguarda invece le misure di performance del titolo azionario e di redditività, l'analisi statistico-econometrica ha confermato solo in parte i risultati della letteratura scientifica, evidenziando una relazione positiva tra i rating ESG e le misure di redditività del capitale e degli attivi (ROE e ROA) ma registrando una relazione negativa o poco significativa tra i rating e le misure di performance di mercato del titolo azionario (Tobin's Q e variazione giornaliera del titolo).

In conclusione si può affermare che il tema sia estremamente caldo e in piena evoluzione. Come affermato a più riprese la letteratura non fornisce un verdetto unanime al quesito

sebbene propenda a sottolineare le relazioni positive tra i rating ESG e le performance aziendali. La complessità e le differenze nella valutazione da parte dei vari provider di rating ESG arricchiscono il tema, rendendo più difficile comparare le valutazioni di un emittente con quelle di un altro, che possono differire in maniera importante anche se riguardano la stessa impresa. La crescita esponenziale che stanno subendo gli investimenti in sostenibilità e l'attenzione di consumatori e imprese sempre più rivolta a questi temi, nonché i prossimi interventi legislativi volti a regolamentare i rating ESG, contribuiranno a cambiare ulteriormente un quadro in costante e rapida evoluzione, il che fornirà spunti ed arricchirà la letteratura scientifica in merito.

Ringraziamenti

Desidero ringraziare la Professoressa Gloria Gardenal, relatrice del presente elaborato che, con disponibilità e professionalità, mi ha accompagnato nella stesura della tesi e nella redazione dell'analisi statistico-econometrica.

Ringrazio i miei genitori, mia mamma Paola e mio papà Luigi per l'appoggio, l'affetto e l'incoraggiamento che non mi hanno mai fatto mancare nel corso del mio percorso accademico, per aver festeggiato con me i miei traguardi e per avermi spinto a rialzarmi nei momenti di difficoltà, per avermi permesso di realizzare gli studi sostenendomi economicamente, per gli spuntini preparati per affrontare le giornate di lezione, gli strappi in stazione nei giorni di sciopero degli autobus e per tutte le cose che non mi hanno mai fatto mancare.

Ringrazio mio fratello Alberto e mia cognata Elena per l'ispirazione e la motivazione che mi hanno fornito in questi anni, in cui sono stati per me delle figure di riferimento dandomi consigli, risolvendomi dubbi ed aiutandomi a crescere.

Ringrazio infine mio nipote Pietro per i momenti di gioia che mi ha regalato obbligandomi a prendere delle pause dalla stesura della tesi, senza le quali il mio lavoro sarebbe stato sicuramente più impreciso e meno lucido.

Bibliografia.

- Abate et al. (2021) *"The level of sustainability and mutual fund performance in Europe: An empirical analysis using ESG ratings"*
- Abay (2022) *"Essays on ESG disclosure, performance and assurance"*
- Aggarwal et al. (2013) *"Sustainability Reporting and its Impact on Corporate Financial Performance: A Literature Review"*
- Agostini et al. (2021) *"Non-Financial Disclosure and Corporate Financial Performance Under Directive 2014/95/EU: Evidence from Italian Listed Companies"*
- Albitar et al. (2020) *"ESG disclosure and firm performance before and after IR: The moderating role of governance mechanisms"*
- Albuquerque et al. (2020) *"Resiliency of Environmental and Social Stocks: An Analysis of the Exogenous COVID-19 Market Crash"*
- Becker et al. (2022) *"The power of ESG transparency: The effect of the new SFDR sustainability labels on mutual funds and individual investors"*
- Bennani et al. (2019) *"How ESG Investing Has Impacted the Asset Pricing in the Equity Market"*
- Berg et al. (2022) *"Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings"*
- Borovkova e Wu (2020) *"ESG vs. financial performance of large cap firms"*
- Bowman e Haire (1975) *"A Strategic Posture toward Corporate Social Responsibility"*
- Brogi e Lagasio (2018) *"Environmental, social, and governance and company profitability: Are financial intermediaries different?"*
- Carnini Pulino et al. (2022) *"Does ESG Disclosure Influence Firm Performance?"*
- CFA Institute (2021) *"ESG Ratings: Navigating Through the Haze"*
- Chang e Kuo (2007) *"The effects of sustainable development on firms' financial performance – an empirical approach"*
- Cheng e Xie (2022) *"ESG disclosure and financial performance: Moderating role of ESG investors"*

- Cicchiello et al. (2022) *“Non-financial disclosure regulation and environmental, social, and governance (ESG) performance: The case of EU and US firms”*
- Cochran e Wood (1984) *“Corporate Social Responsibility and Financial Performance”*
- Cordazzo et al. (2020) *“Does the EU Directive on non-financial information influence the value relevance of ESG disclosure? Italian evidence”*
- Cuomo et al. (2022) *“The effects of the EU non-financial reporting directive on corporate social responsibility”*
- Da Silva (2022) *“Crash risk and ESG disclosure”*
- De Klerk et al. (2015) *“The influence of corporate social responsibility disclosure on share prices: Evidence from the United Kingdom”*
- Derrien et al. (2022) *“ESG News, Future Cash Flows, and Firm Value”*
- Diaz et al. (2021) *“Reconsidering systematic factors during the Covid-19 pandemic – The rising importance of ESG”*
- Dumrose et al. (2022) *“Disaggregating confusion? The EU Taxonomy and its relation to ESG rating”*
- Engelhardt et al. (2021) *“ESG Ratings and Stock Performance during the COVID-19 Crisis”*
- Friede et al. (2015) *“ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies”*
- Giese e Nagy (2018) *“How Markets Price ESG: Have Changes in ESG Scores Affected Stock Prices?”*
- Govindan et al. (2020) *“Supply chain sustainability and performance of firms: A meta-analysis of the literature”*
- Gupta et al. (2020) *“Effect of corporate environmental sustainability on dimensions of firm performance – Towards sustainable development: Evidence from India”*
- Huq et al. (2022) *“Exploring the Relationship Between ESG and Portfolio Performance During Times of Crisis: A Study of the Russia-Ukraine War”*
- Ionnau et al. (2017) *“The Consequences of Mandatory Corporate Sustainability Reporting”*
- Jin e Myers (2006) *“R2 around the world: New theory and new tests”*

- Kalia e Aggarwal (2022) *“Examining impact of ESG score on financial performance of healthcare companies”*
- Kick et al. (2022) *“Sustainable Stocks and the Russian War on Ukraine - an Event Study in Europe”*
- Kim et al. (2013) *“Corporate Social Responsibility and Financial Performance: The impact of the MSCI ESG Ratings on Korean Firms”*
- Khan (2019) *“Corporate Governance, ESG, and Stock Returns around the World”*
- Klassen e McLaughlin (1996) *“The Impact of Environmental Management on Firm Performance”*
- Krueger et al. (2021) *“The Effects of Mandatory ESG Disclosure Around the World”*
- Kumar e Firoz (2022) *“Does Accounting-based Financial Performance Value Environmental, Social and Governance (ESG) Disclosures? A detailed note on a corporate sustainability perspective”*
- La Torre et al. (2020) *“Does the ESG Index Affect Stock Return? Evidence from the Eurostoxx50”*
- Lins et al. (2017) *“Social Capital, Trust, and Firm Performance: The Value of Corporate Social Responsibility during the Financial Crisis”*
- Margolis et al. (2007) *“Does it pay to be good? A meta-analysis and redirection of research on the relationship between corporate social and financial performance”*
- Martinez e Vazquez (2023) *“Mandatory ESG Reporting and Corporate Performance”*
- Moskowitz (1972) *“Choosing socially responsible stocks”*
- Murata e Hamori (2021) *“ESG Disclosures and Stock Price Crash Risk”*
- Ortas et al. (2015) *“The Environmental, Social, Governance, and Financial Performance Effects on Companies that Adopt the United Nations Global Compact”*
- Ottenstein et al. (2021) *“From voluntarism to regulation: effects of Directive 2014/95/EU on sustainability reporting in the EU”*
- Partalidou et al. (2020) *“The effect of corporate social responsibility performance on financial performance: the case of food industry”*

- Sahut e Descomps (2015) *“ESG Impact on Market Performance of Firms: International Evidence”*
- Serafeim e Yoon (2022) *“Stock price reactions to ESG news: the role of ESG ratings and disagreement”*
- Simpson e Kohers (2002) *“The Link Between Corporate Social and Financial Performance: Evidence from the Banking Industry”*
- Steen et al. (2019) *“Is there a relationship between Morningstar’s ESG ratings and mutual fund performance?”*
- Sturdivant e Ginter (1977) *“Corporate Social Responsiveness: Management Attitudes and Economic Performance”*
- Tang et al. (2022) *“The Determinants of ESG Ratings: Rater Ownership Matters”*
Tiwari et al. (2022) *“ESG Investments for Sustainability with Superior Returns in Indian Equity Market”*
- Wanday e El Zein (2022) *“Higher expected returns for investors in the energy sector in Europe using an ESG strategy”*
- Zhao et al. (2018) *“ESG and Corporate Financial Performance: Empirical Evidence from China’s Listed Power Generation Companies”*

Sitografia.

- <https://www.mckinsey.com/industries/paper-forest-products-and-packaging/our-insights/sustainability-in-packaging-inside-the-minds-of-us-consumers>
- <https://www2.deloitte.com/uk/en/pages/consumer-business/articles/sustainable-consumer.html>
- <https://www.greenfinanceplatform.org/sites/default/files/downloads/resource/sustainable-investing.pdf>
- <https://www.ft.com/content/8d65431c-de0c-11e9-b112-9624ec9edc59>
- <https://www.bloomberg.com/professional/blog/esg-assets-may-hit-53-trillion-by-2025-a-third-of-global-aum/>
- <https://www2.deloitte.com/us/en/insights/industry/financial-services/esg-investing-and-sustainability.html>
- <https://connect.sustainalytics.com/understanding-esg-incidents-key-lessons-for-investors>
- <https://www.ilsole24ore.com/art/la-caporetto-montepaschi-2008-bruciati-235-miliardi-AEgTZ3a?refresh=ce&nof>
- <https://corpgov.law.harvard.edu/2022/08/24/esg-ratings-a-compass-without-direction/>
- <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-results-its-call-evidence-esg-ratings>
- https://finance.ec.europa.eu/system/files/2022-08/2022-esg-ratings-summary-of-responses_en.pdf
- <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/it/ALL/?uri=CELEX%3A52011DC0206>
- <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A52013IP0049>
- <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=celex%3A32014L0095>
- <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A52019XC0620%2801%29>
- <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=celex%3A32019R2088>
- <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A32019R2089>
- <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A32020R0852>

- <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:52021DC0390&from=PL>
- <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A32022L2464>
- <https://www.mckinsey.com/~media/McKinsey/Business%20Functions/Strategy%20and%20Corporate%20Finance/Our%20Insights/Five%20ways%20that%20ESG%20creates%20value/Five-ways-that-ESG-creates-value.ashx>
- <https://www2.deloitte.com/ch/en/pages/financial-advisory/articles/does-a-company-ESG-score-have-a-measurable-impact-on-its-market-value.html>
- <https://www.msci.com/www/blog-posts/esg-and-the-cost-of-capital/01726513589>