

LUISS



Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Strategie d'Impresa

L'impatto dell'integrazione degli obiettivi "ESG" nelle strategie aziendali sulle performance di lungo termine: un'analisi empirica su un campione di imprese statunitensi

RELATORE

Prof. Paolo Boccardelli

CORRELATORE

Prof. Luigi Ferraris

CANDIDATO

Paolo Amabile

Matr. 717491

ANNO ACCADEMICO 2020/2021

INDICE

1. Introduzione	3
2. Rassegna della Letteratura	6
2.1 Dagli Accordi di Parigi al Piano sulla Finanza Sostenibile: uno scenario geo-politico	6
2.1.1 <i>Action Plan Financing Sustainable Growth</i>	9
2.2 Dalla <i>shareholder</i> alla <i>stakeholder view</i> : il ruolo dell'impresa nell'ecosistema	17
2.3 L'evoluzione del concetto di Responsabilità Sociale d'Impresa (RSI)	19
2.4 Filantropia strategica e RSI come leva del vantaggio competitivo.....	20
2.5 Criteri ESG: una visione globale	24
2.5.1 Relazione fra pratiche ESG e performance operative e di mercato	27
2.5.2 Pratiche ESG e relazioni con il mercato dei capitali	29
2.5.3 ESG: cinque modi per creare valore.....	32
2.5.4 ESG e innovazione sociale: i driver del valore economico secondo Porter	35
2.6 I principali contributi degli autori nella letteratura ESG.....	39
3. Metodologia	43
3.1 Introduzione all'analisi e obiettivi di ricerca	43
3.2 Descrizione delle variabili impiegate.....	47
3.2.1 <i>LIVA (Long-term Investor Value Appropriation)</i>	47
3.2.2 MSCI ESG Ratings	52
3.2.3 Capitalizzazione di mercato (<i>Market Cap</i>)	61
3.2.4 <i>Logaritmo Excess Return</i>	61
3.3 Metodologia impiegata per l'analisi empirica	63
3.3.1 Il campione	63
3.3.2 Metodologia di analisi	65
4. Discussione dei risultati e considerazioni critiche.....	67
5. Conclusioni	72
Bibliografia.....	74
Sitografia	79
Riassunto	82

1. Introduzione

Durante gli anni, sono state diverse le definizioni attribuite al concetto di sviluppo sostenibile, fra le più conosciute e accreditate, rientra sicuramente quella pubblicata dalla Commissione Brundtland del 1987: “per sviluppo sostenibile si intende la capacità di soddisfare la generazione attuale senza compromettere la possibilità di far altrettanto per le generazioni future. Può essere concepito come un processo costante di cambiamento per cui l’utilizzo delle risorse naturali, la direzione degli investimenti, l’orientamento dello sviluppo tecnologico e i cambiamenti istituzionali siano resi coerenti con i bisogni futuri oltre che con gli attuali”.¹

Il concetto di sviluppo sostenibile poggia su tre capisaldi fortemente integrati fra loro: quello ambientale, quello sociale e quello economico. Basti pensare come le attività economiche dell’uomo abbiano giocato un ruolo decisivo nelle problematiche relative al cambiamento climatico e la produzione di emissioni oltre i limiti consentiti, posti a salvaguardia dell’integrità ambientale; o ancora come le disuguaglianze sociali, la povertà, le guerre civili e le dittature abbiano determinato nel corso degli anni grandi flussi migratori e così via.

La sostenibilità pertanto è entrata di diritto fra le priorità di tutte le organizzazioni sovranazionali e i governi locali, attraverso sia azioni collettive che individuali.

Le linee guida sono state tracciate dall’ONU nell’Agenda 2030. Firmata nel 2015 da 193 paesi, si articola in un programma a lungo termine che poggia su 17 obiettivi di sviluppo sostenibile fondati su cinque concetti cardine (rinominati “5P”): persone, prosperità, pace, partnership e pianeta.



Fonte: Nazioni Unite, Obiettivi per lo sviluppo sostenibile

¹ Rapporto Brundtland, Commissione mondiale sull'ambiente e lo sviluppo, 1987

Altrettanto importante è sottolineare l'impegno in chiave ambientale sottoscritto nell'Accordo di Parigi del 2015, con il quale 196 paesi riuniti alla COP 21 si sono impegnati ad adottare misure concrete per mitigare i rischi legati al cambiamento climatico e alle emissioni di gas serra.

Infine va menzionato il "Piano d'azione per la finanza sostenibile", pubblicato dalla Commissione Europea nel 2018 con l'obiettivo di promuovere un sistema finanziario sostenibile da un punto di vista economico, sociale e ambientale e che possa dare attuazione concreta alle direttive contenute nei due grandi accordi precedentemente citati.

La caratteristica principale che accomuna tali grandi progetti è senza dubbio l'integrazione degli obiettivi: le tre dimensioni dello sviluppo (ambientale, economica e sociale) sono profondamente legate fra loro, ad un punto tale che l'impatto di una non va mai considerato in maniera individuale, ma sempre in relazione alle altre dimensioni. Allo stesso tempo è necessario che sia coeso ed integrato l'approccio di tutti gli attori economici ed istituzionali, chiamati in particolare a gettare le fondamenta per una società più sostenibile ed inclusiva, dove i paesi sviluppati facciano da motore trainante per quelli emergenti e in via di sviluppo.

Un ruolo fondamentale in tale scenario è ricoperto dalle imprese. Per prosperare e generare valore in una prospettiva di lungo termine, le aziende al giorno d'oggi sono chiamate ad implementare politiche e strategie che tengano conto necessariamente del benessere e della crescita economico-sociale della propria comunità di riferimento. La massimizzazione dei profitti non è più una strada percorribile a senso unico, ma deve essere affiancata necessariamente dalla costruzione di relazioni bidirezionali con i propri *stakeholder*, soltanto in questo modo le imprese potranno coniugare obiettivi economico-finanziari e socio-ambientali. In parole povere, le imprese sono chiamate ad integrare le questioni ESG nelle proprie attività.

Il termine ESG (acronimo di *Environmental, Social e Governance*) sale alla ribalta nel 2005 quando il segretario generale delle nazioni unite, Kofi Annan, riunendo un gruppo costituito dai maggiori investitori istituzionali dell'epoca, individuò i sei punti nevralgici dei Principi per l'investimento responsabile (PRI) dell'ONU.²

Nati come investimenti di nicchia, nel corso degli anni hanno registrato una crescita esponenziale, fino a toccare la cifra record 35,3 trilioni di dollari nel 2020, nei cinque macro-mercati principali (Canada, Stati Uniti, Giappone, Australasia ed Europa)³. Gli investimenti ESG rientrano nell'ambito della finanza etica e sostenibile, raggruppando tutte quelle forme di investimento che hanno una ricaduta positiva sull'ambiente e sulla società e che siano diretti a realizzare forme di governance ispirate a principi basati sull'etica e l'inclusione.

Sebbene ad oggi non ci sia stato alcun intervento di carattere legislativo che possa definire con chiarezza il perimetro e gli standard degli investimenti ESG, diverse agenzie di *sustainability reporting* come il *Sustainability Accounting Standards Board* (SASB) e la *Global Reporting Initiative* (GRI), hanno

² <https://www.borsaitaliana.it/speciali/fisherinvestments/italia/gli-investimenti-esg.htm>

³ Global Sustainable Investment Alliance Report 2020: (<http://www.gsi-alliance.org/trends-report-2020/>)

predisposto un set di standard che consente alle imprese di rendicontare in maniera chiara l'impatto ambientale e sociale delle proprie iniziative nel campo della sostenibilità. Oltre a ciò è importante ricordare come tali performance siano oggetto di specifiche valutazioni offerte da numerose agenzie di Rating ESG, come la Morgan Stanley Capital International, Sustainalytics e tante altre, che attraverso apposite metriche, offrono un giudizio integrato sulle performance sostenibili delle imprese.

Lo studio che verrà condotto nei seguenti capitoli, si concentrerà principalmente sull'impatto dell'integrazione degli obiettivi ESG nelle strategie aziendali sulla creazione/distruzione di valore per gli investitori nel lungo termine. A tal proposito verrà utilizzata una nuova metrica per la misurazione delle prestazioni nel lungo periodo, la LIVA (*Long-Term Investor Value Appropriation*), introdotta da Wibbens e Siggelkow nel 2019 sullo *Strategic Management Journal*. Per la valutazione delle prestazioni ESG si farà ricorso ai *rating* offerti dalla Morgan Stanley Capital International (MSCI).

L'analisi avrà ad oggetto un campione *cross-sector* di imprese statunitensi nel periodo che va dal 2010 al 2019.

Di seguito si propone la struttura dell'intera trattazione.

Nel capitolo 2 verrà effettuata un'introduzione all'attuale scenario geo-politico ripercorrendo i principali accordi e programmi stipulati nell'ambito della sostenibilità ambientale, sociale ed economica. Si procederà dunque con una rassegna dei principali contributi letterari concernenti i temi della Responsabilità Sociale d'Impresa (RSI), il concetto di valore condiviso e l'integrazione delle tematiche ESG nelle strategie aziendali. Verranno presentati sinteticamente alcuni studi sulla relazione fra performance di sostenibilità e performance economico-finanziaria, utili per introdurre alcuni spunti di riflessione che saranno approfonditi durante l'analisi empirica.

Nel capitolo 3 verranno presentati il campione oggetto del nostro progetto di ricerca, le fonti elaborate per la sua predisposizione, le principali variabili considerate e le metodologie statistiche applicate.

Nel capitolo 4 si passerà alla discussione dei risultati ottenuti, accompagnata da una disamina critica su alcuni punti, oltre a numerosi collegamenti con la letteratura proposta nei capitoli precedenti.

Chiuderà la trattazione il capitolo 5 sulle conclusioni, dove saranno offerti alcuni spunti e suggerimenti per eventuali progetti di ricerca futuri.

2. Rassegna della Letteratura

Nel seguente capitolo, verrà offerta una breve panoramica dei principali atti e accordi in materia di politiche di sostenibilità a livello internazionale, con particolare focus sul Piano d'azione per la Finanza Sostenibile. Si procederà dunque con una rassegna della letteratura, dove verranno analizzati alcuni contributi relativi al tema della RSI e all'importanza delle questioni ESG nelle strategie aziendali.

2.1 Dagli Accordi di Parigi al Piano sulla Finanza Sostenibile: uno scenario geo-politico

“A fronte di una situazione climatica complessa, la politica non può esimersi dal dovere di raccontare la realtà dei fatti. Gli investimenti rappresentano l'arma principale nella lotta al cambiamento climatico”.⁴ Questo il concetto di partenza espresso dal presidente della Repubblica francese Emmanuel Macron alla presentazione dell'Action Plan sulla finanza sostenibile della Commissione Europea, rivolgendosi ai massimi esponenti delle istituzioni europee riunite a Bruxelles.

Attraverso l'adozione nel 2015 dell'accordo di Parigi sui cambiamenti climatici e dell'Agenda 2030 delle Nazioni Unite per lo sviluppo sostenibile⁵, i vertici di tutti i paesi del mondo hanno impresso una svolta in chiave sostenibile al futuro del pianeta e dell'economia globale. L'agenda 2030 si basa su 17 obiettivi interconnessi di sviluppo sostenibile, OSS (in inglese: *Sustainable Development Goals, SDG*), delineati nell'ambito di una strategia per garantire stabilità economica, equità e inclusione sociale, economie resilienti e fiorenti. L'accordo di Parigi, firmato nel dicembre 2015 da 195 paesi rappresenta il primo grande passo verso la sfida al cambiamento climatico con lo scopo prioritario di mantenere l'incremento della temperatura media globale stabilmente al di sotto dei 2°C oltre i livelli pre-industriali, e di contenere tale rialzo a 1,5°C in modo tale da limitare considerevolmente possibili rischi e conseguenze negative legate al riscaldamento globale.

L'Unione Europea, da sempre al centro di progetti destinati ad accogliere le richieste e le esigenze delle generazioni attuali e future, non perde di vista allo stesso tempo la necessità di creare nuovi sbocchi occupazionali e di investimento per alimentare la crescita economica. In cima all'agenda della Commissione per il periodo 2014-2020 sono confluiti numerosi obiettivi climatici ed energetici, compatibili anche con quelli presenti nell'Agenda 2030. Considerate le dinamiche del cambiamento climatico e del depauperamento delle risorse, si rende necessaria un'azione coesa ed unitaria nella direzione di un modello di sviluppo basato sull'economia circolare, a bassa concentrazione di carbonio e focalizzato sull'efficienza energetica.

L'accordo di Parigi è culminato nell'identificazione di tre obiettivi prioritari entro il 2030:

⁴ Citazione elaborata da: Forum per la Finanza Sostenibile, 2018, “*La Commissione UE presenta il Piano d'Azione per la finanza sostenibile*”: (<https://investiresponsabilmente.it/2018/03/23/la-commissione-ue-presenta-suo-piano-dazione-la-finanza-sostenibile/>)

⁵ <https://sustainabledevelopment.un.org/post2015/transformingourworld>

1. Riduzione ad almeno il 40% delle emissioni di gas a effetto serra prendendo come benchmark i parametri registrati nel 1990;
2. Garantire il 32% della totale di consumo energetico attraverso fonti rinnovabili;
3. Ottimizzare l'efficienza energetica di almeno il 32,5 %.

Per il raggiungimento dei parametri sopra elencati, la Commissione Europea ha effettuato una stima che ammonta a € 180 miliardi di investimenti annui oltre a quelli precedentemente stanziati; si ritiene dunque fondamentale l'apporto proveniente dal settore privato.⁶

In questo scenario instabile, un ruolo da protagonista lo riveste il settore finanziario. Il sistema finanziario versa in una fase di transizione che parte dall'esperienza della crisi finanziaria e sfocia verso un'economia più *green*. L'esigenza di indirizzare il capitale privato verso investimenti più sostenibili rappresenta una priorità per l'UE per garantire una crescita economica e una maggiore trasparenza in un'ottica di lungo termine.

Sulla base di queste premesse, verso la fine del 2016, la Commissione Europea ha istituito un gruppo di esperti (*High-Level Expert Group on sustainable finance (HLEG)*) nell'ambito della finanza sostenibile, costituito da 20 profili eterogenei provenienti dalla società civile, dal panorama accademico, dal mondo della finanza e da osservatori delle istituzioni europee e internazionali. Il 31 gennaio 2018 il gruppo di esperti è giunto alla pubblicazione di una relazione finale contenente linee guida per la realizzazione di una strategia finanziaria sostenibile per l'UE⁷. Dal documento si evince la centralità di due tematiche:

1. Potenziare l'apporto della finanza allo sviluppo sostenibile tramite il finanziamento delle iniziative a lungo termine della società;
2. Rafforzare la stabilità finanziaria attraverso l'integrazione dei fattori ambientali, sociali e di governance (ESG) negli schemi decisionali alla base delle scelte di investimento.⁸

Sulla scia delle raccomandazioni esposte dall'HLEG⁹, nel marzo 2018 la Commissione ha pubblicato il Piano d'Azione per finanziare la crescita sostenibile (*Action Plan Financing Sustainable Growth*). Si tratta di un programma dettagliato con interventi specifici da implementare a tappe predefinite, che ruota intorno a tre principi cardine:

- indirizzare i movimenti di capitale verso opzioni sostenibili;

⁶ Commissione Europea, 2018, “Finanza sostenibile: il piano d'azione della Commissione per un'economia più verde e più pulita”, Comunicato stampa 8 marzo 2018, p.1: (https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/IP_18_1404)

⁷ Si veda “*High-Level Expert Group on sustainable finance (HLEG)*” (https://ec.europa.eu/info/publications/180131-sustainable-finance-report_en)

⁸ Commissione Europea, 2018, “Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile”, COM (2018) 97, 8 marzo 2018, p. 1: (<https://bit.ly/2xL9OrF>)

⁹ High-Level Expert Group on Sustainable Finance, 2018, “*Financing a sustainable European economy, Final Report 2018*”: (<https://bit.ly/2DQ91EN>)

- migliorare la gestione dei rischi finanziari prettamente legati alle dinamiche climatiche, all'esaurimento delle risorse, al deterioramento ambientale e alle disomogeneità sociali;
- garantire la trasparenza e promuovere un approccio *long-term oriented* nelle attività finanziarie.¹⁰

Grande soddisfazione per questo traguardo traspariva da importanti vertici delle istituzioni europee. Come riportato dal comunicato stampa della Commissione stessa “Finanza sostenibile: il piano d'azione della Commissione per un'economia più verde e più pulita” dell'8 marzo 2018, diverse sono state le dichiarazioni positive espresse.

Secondo Valdis Dombrovskis, Vicepresidente della Commissione europea e commissario europeo per i servizi finanziari fino all'ottobre del 2020, l'operato dell'HLEG rappresenta il punto di partenza per una serie di riforme da adottare come modello nell'intero panorama internazionale della finanza sostenibile. Il contributo proveniente dal settore finanziario stimabile in 180 miliardi di euro l'anno, è decisivo ai fini della transizione verso un'economia sostenibile e green, nella lotta al cambiamento climatico e alla salvaguardia del pianeta per le generazioni future.

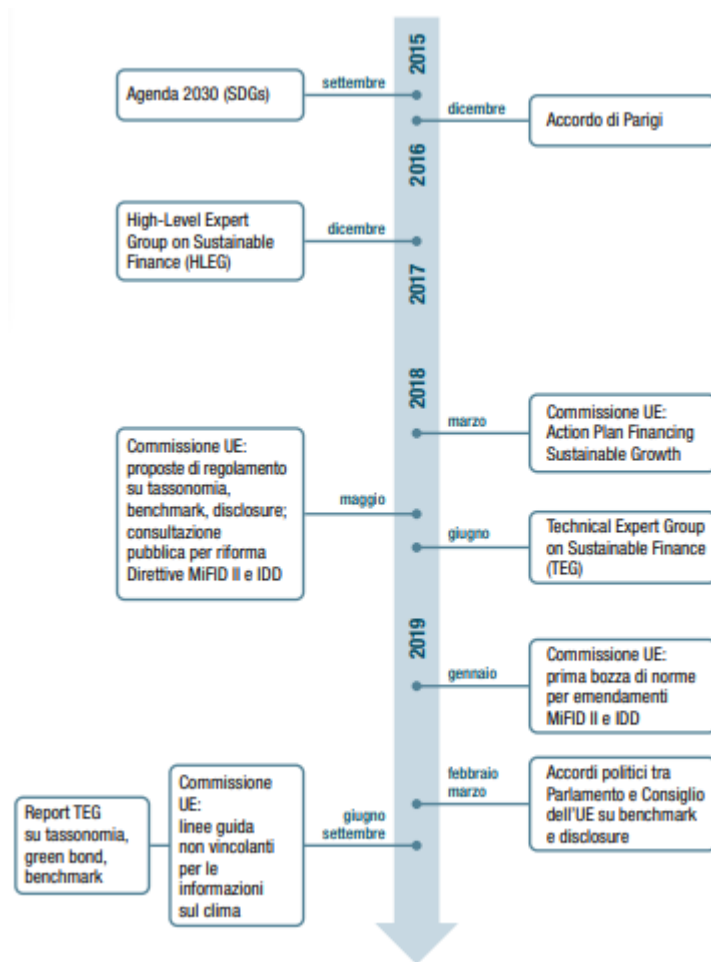
Jyrki Katainen, commissario europeo per il lavoro, la crescita gli investimenti e la competitività fino al novembre 2019, ritiene che l'impegno da parte dell'UE nel raggiungimento degli obiettivi degli accordi di Parigi e più in generale, negli investimenti sostenibili, sia riscontrabile in larga parte nel Fondo europeo per gli investimenti strategici. Analogamente, bisognerebbe stimolare i privati a fare altrettanto, attraverso una serie di incentivi e condizioni favorevoli agli investimenti, con lo scopo di accelerare il passaggio ad un'economia circolare e più green.

Miguel Arias Cañete, Commissario per l'Azione per il clima e l'Energia, sostiene che gli investimenti in energie rinnovabili e il miglioramento dell'efficienza delle risorse debbano essere perseguiti a livello mondiale se si vuol vincere la sfida climatica e ambientale. L'accordo di Parigi e il Piano europeo per la Finanza sostenibile rappresentano le fondamenta di questa missione, col settore finanziario che giocherà un ruolo primario nella transizione alle tecnologie green.¹¹

¹⁰ Forum per la finanza sostenibile, ABI, Assogestioni, 2019, “L'Unione Europea e la finanza sostenibile: Impatti e prospettive per il mercato italiano”, p.12: (<https://finanzasostenibile.it/attivita/luione-europea-e-la-finanza-sostenibile-impatti-e-prospettive-per-il-mercato-italiano/>)

¹¹ Commissione Europea, 2018, “Finanza sostenibile: il piano d'azione della Commissione per un'economia più verde e più pulita”, Comunicato stampa 8 marzo 2018, p.1: (https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/IP_18_1404)

Figura 1: Timeline dagli accordi di Parigi all'evoluzione dell'Action Plan



Fonte: elaborazione del Forum per la finanza Sostenibile¹²

2.1.1 Action Plan Financing Sustainable Growth

Negli ultimi anni, le analisi ambientali, sociali e di governance (ESG) sono diventate un punto focale per governi, istituzioni finanziarie e aziende di tutto il mondo, con l'obiettivo di affrontare il problema sempre più allarmante del cambiamento climatico. L'integrazione di queste tematiche all'interno dei processi decisionali di investimento, sia in ambito pubblico che privato, è imprescindibile.

Accanto alla mitigazione dei rischi ambientali, troviamo questioni sociali come la disuguaglianza, la parità di genere, l'inclusione, la gestione della diversità, l'attenzione alle condizioni di lavoro, il rispetto dei diritti umani, la sostenibilità della *supply chain* e così via. Infine il concetto di *governance*, che abbraccia tutti questi obiettivi nelle politiche aziendali e fa da collante fra gli interessi di ogni *stakeholder* coinvolto. Da una visione incentrata sulla massimizzazione del valore per l'azionista (concentrazione sui risultati di breve periodo), si è passati a un concetto di *corporate governance* che sposta il focus sulle modalità di creazione di

¹² Forum per la finanza sostenibile, ABI, Assogestioni, 2019, "L'Unione Europea e la finanza sostenibile: Impatti e prospettive per il mercato italiano", p.14: (<https://finanzasostenibile.it/attivita/union-europea-e-la-finanza-sostenibile-impatti-e-prospettive-per-il-mercato-italiano/>)

valore nel lungo termine per l'azienda stessa e per i propri *stakeholder*. Un'azienda che garantisce una composizione femminile dei propri ruoli dirigenziali in misura pari o maggiore al 20% o che implementa un piano di retribuzione variabile legato al raggiungimento di *target* ambientali (riduzione delle emissioni, aumento dell'efficienza energetica) sta perseguendo contemporaneamente obiettivi sia in ambito ambientale che sociale.¹³

Il piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile rappresenta il ponte fra la finanza, le impellenze dell'economia globale ed europea e la salvaguardia del pianeta. Nel documento della Commissione viene tracciata una strategia in cui il sistema finanziario favorisca lo sviluppo sostenibile in una triplice direzione: economica, sociale e ambientale. Questa strategia si articola in 10 punti chiave:

1. **“Istituire un sistema unificato a livello dell’UE di classificazione delle attività sostenibili”**: affinché i flussi di capitale vengano indirizzati verso forme di investimento più sostenibili, è necessario che venga concordato e condiviso il significato del termine “sostenibile”. Un passo in avanti in questo senso potrebbe essere rappresentato da un sistema di classificazione unico all'interno dell'UE – si parla di tassonomia – in modo tale da informare e guidare gli investitori sulle attività eco-compatibili che generano un contributo rilevante all'ottenimento dei risultati ESG.
2. **“Creare norme e marchi per prodotti finanziari sostenibili”**: partendo da quella che è la tassonomia delle attività sostenibili, l'obiettivo è estendere l'etichetta “Ecolabel” dai prodotti e servizi di consumo ai prodotti finanziari, in modo tale da agevolare e orientare gli investitori verso forme di investimento *green*. In particolare l'UE sta lavorando sulla definizione di un set di requisiti da soddisfare per il rilascio delle certificazioni di qualità ambientale e dell'etichetta per i prodotti finanziari destinati principalmente agli investitori al dettaglio. Tale sistema garantirebbe elevata affidabilità e fiducia nel mercato finanziario sostenibile. Un esempio in tal senso è fornito dai “*green bond*”, le obbligazioni verdi che permettono alle imprese e più in generale, ad altri attori economici, di reperire fondi in prestito dagli investitori e reinvestirli in progetti e attività sostenibili.
3. **“Promuovere gli investimenti in progetti sostenibili”**: l'esigenza principale è collegata all'iniezione di capitale privato in progetti infrastrutturali sostenibili. Sulla base di dati forniti dall'OCSE, nel 2017 le infrastrutture hanno determinato ben il 60 % delle emissioni di gas serra¹⁴. Le misure messe in campo per promuovere ed incoraggiare progetti sostenibili si identificano nel FEIS (Fondo europeo per gli investimenti strategici) e nel Polo europeo di consulenza sugli investimenti. Il FEIS è il fulcro del piano degli investimenti per l'Europa, il cui fine ultimo è quello di stimolare investimenti privati in settori come l'innovazione, la digitalizzazione, l'istruzione, le infrastrutture etc, avvalendosi anche di finanziamenti pubblici. Il fondo è gestito in maniera separata ed autonoma dalla

¹³ Si veda: Etica SGR, 2019, “*Report di Impatto 2019 di Etica Sgr: i risultati dell'impatto ambientale, sociale e di governance*”: (<https://www.eticasgr.com/storie/approfondimenti/report-di-impatto-2019-etica-sgr>)

¹⁴ OCSE, 2017, Investing in Climate, Investing and Growth,

Banca europea per gli investimenti (BEI)¹⁵ e a partire dalla sua istituzione nel luglio 2015, ha mobilitato investimenti per un ammontare pari a 500 miliardi di euro¹⁶, grazie anche all'estensione del progetto fino al 2020 attraverso il FEIS 2.0.

Il Polo europeo di consulenza sugli investimenti, anch'esso istituito nel luglio 2015 nell'ambito del regolamento¹⁷ relativo al Fondo europeo per gli investimenti strategici e al Portale per i progetti di investimento europei, ha come scopo “fornire consulenza a investitori, promotori di progetti e autorità di gestione pubbliche in materia di individuazione, sviluppo e preparazione dei progetti”¹⁸.

4. **“Integrare la sostenibilità nella consulenza finanziaria”**: secondo uno studio effettuato da Doxa¹⁹ sugli investitori *retail* italiani in collaborazione col Forum della Finanza Sostenibile nel 2017, dal nome “il risparmiatore responsabile”²⁰, si è registrato un forte aumento della consapevolezza nei confronti delle tematiche ESG nelle decisioni di investimento rispetto al 2013. Su un campione di 1000 individui sparsi su tutta la penisola italiana hanno risposto all'indagine risparmiatori privati con investimenti di importo pari ad almeno 1.000 euro. La ricerca in particolare ha messo in risalto due risultati: il primo ci dice che il 40% degli intervistati consideri i fattori ambientali, sociali e di governance fondamentali nel sistema finanziario; il secondo evidenzia come il 38% degli intervistati affermi di allocare le proprie risorse esclusivamente su prodotti suggeriti, evidenziando il forte grado di fiducia verso il proprio consulente finanziario oppure verso gli istituti bancari e assicurativi di appartenenza.

Seppur circoscritta ad un campione della popolazione italiana esiguo, tale indagine mette in mostra la necessità di introdurre considerazioni relative alla sostenibilità nella consulenza finanziaria. Un ruolo primario in chiave sostenibile nel settore finanziario è ricoperto dalle imprese di investimento e dai distributori di assicurazioni. Gli intermediari nella loro attività di consulenza sono chiamati a proporre soluzioni (tecnicamente prodotti assicurativi e strumenti finanziari) compatibili con le esigenze e le richieste del cliente, in termini di propensione al rischio e di finalità dell'investimento. Tuttavia, nella maggior parte dei casi i servizi di consulenza non contemplano le inclinazioni degli

¹⁵ Per ulteriori approfondimenti si veda: (<https://www.consilium.europa.eu/it/policies/investment-plan/strategic-investments-fund/>)

¹⁶ Commissione Europea, 2020, “*Il piano di investimenti per l'Europa supera l'obiettivo di 500 miliardi di € di investimenti prima del previsto*”, Bruxelles, 2 luglio 2020, Comunicato Stampa: (https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/ip_20_1231)

¹⁷ Per approfondimenti: Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea, 1 luglio 2015, “*REGOLAMENTO (UE) 2015/1017 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 25 giugno 2015 relativo al Fondo europeo per gli investimenti strategici, al polo europeo di consulenza sugli investimenti e al portale dei progetti di investimento europei e che modifica i regolamenti (UE) n. 1291/2013 e (UE) n. 1316/2013 – il Fondo europeo per gli investimenti strategici*”: (<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/it/TXT/PDF/?uri=CELEX:32015R1017&from=EN>)

¹⁸ Per maggiori dettagli: (<https://www.consilium.europa.eu/it/policies/investment-plan/investment-advisory-hub/>)

¹⁹ Fondata nel 1946, Doxa è un istituto specializzato in sondaggi d'opinione, ricerche di mercato e analisi statistiche. Clienti nazionali e internazionali si affidano quotidianamente a Doxa, grazie alla sua esperienza in numerosi segmenti di mercato e settori come Finance, Energy & Utilities, Tlc & Mobility, Consumer Goods, Pharma, Retail, Media, Public Affair e B2B. (<https://www.bva-doxa.com/were-bva-doxa/>)

²⁰ Forum per la Finanza Sostenibile, Doxa 2017, “*Il risparmiatore responsabile*”: (<https://www.bva-doxa.com/risparmiatore-responsabile-italia/>)

investitori verso il tema della sostenibilità. Per favorire il processo di integrazione delle tematiche ESG, il punto 4 del Piano d'azione prevede la calendarizzazione nel secondo trimestre del 2018 degli atti delegati delle direttive MiFID e IDD²¹ concernenti rispettivamente il mercato degli strumenti finanziari e la distribuzione assicurativa.

Il 21 aprile 2021, la Commissione Europea ha varato alcuni emendamenti a sei regolamenti delegati delle direttive MiFID II, IDD, UCITS, AIFM e Solvency II col fine di incentivare investimenti sostenibili, sensibilizzare la clientela sulle tematiche precedentemente menzionate, predisporre un'informativa più dettagliata per scelte più ponderate e consapevoli.²²

Come riportato dal Forum per la Finanza Sostenibile, in collaborazione con l'European Financial Planning Association, “i nuovi regolamenti delegati per le direttive MiFID II e IDD – che disciplinano, rispettivamente, la distribuzione di prodotti finanziari e assicurativi a contenuto finanziario (i cosiddetti “*Insurance Based Investment Products – IBIPs*”) – richiedono ai consulenti di tenere in considerazione le preferenze di sostenibilità dei clienti nel corso del processo di profilazione delle loro necessità finanziarie e assicurative e di valutazione di adeguatezza dell'offerta”²³.

5. “**Elaborare indici di riferimento in materia di sostenibilità**”: gli indici di riferimento rivestono una posizione chiave sotto un duplice profilo: nella determinazione del prezzo degli strumenti finanziari; nel tracciamento e nella misurazione delle performance a favore degli investitori. Quelli “tradizionali” non sono considerati coerenti ed affidabili nell'ambito degli investimenti sostenibili in virtù di caratteristiche intrinseche e metodologie applicate. Per mitigare i rischi relativi alla pratica del “*greenwashing*” (una pratica di marketing e comunicazione attraverso la quale le aziende mirano ad apparire “green” agli occhi dell'opinione pubblica, senza intervenire concretamente e in maniera positiva sulla sostenibilità ambientale tramite attività e processi produttivi), è essenziale adottare degli standard trasparenti e condivisi.

Successivamente con la proposta di modifica del Regolamento (UE) 2016/1011 del 24 maggio 2018 da parte della Commissione Europea²⁴, sono state introdotte due nuove tipologie di indici:

²¹ Commissione Europea, 2018, “Finanza sostenibile: il piano d'azione della Commissione per un'economia più verde e più pulita”, Comunicato stampa 8 marzo 2018, p.7: (https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/IP_18_1404)

²² Commissione Europea, 2021, “Tassonomia dell'UE, comunicazione societaria sulla sostenibilità, preferenze di sostenibilità e doveri fiduciari: dirigere i finanziamenti verso il Green Deal europeo”, Bruxelles, 21 aprile 2021 COM (2021) 188 final: (<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52021DC0188&from=EN>)

²³ Forum per la Finanza Sostenibile, European Financial Planning Association, 2021, “La sostenibilità entra nella consulenza, nel dovere fiduciario e nel design dei prodotti finanziari”: (<https://www.efpa-italia.it/la-sostenibilita-entra-nella-consulenza-nel-dovere-fiduciario-e-nel-design-dei-prodotti-finanziari/>)

²⁴ Commissione Europea, 2018, “Proposta di REGOLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO che modifica il regolamento (UE) 2016/1011 per quanto riguarda gli indici di riferimento di basse emissioni di carbonio e gli indici di riferimento di impatto positivo in termini di carbonio”, Bruxelles, 24 maggio 2018: (<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:52018PC0355&from=IT>)

- “*benchmark law-carbon*”: la caratteristica principale è la “decarbonizzazione” degli indici standard, vale a dire l’individuazione di quei titoli correlati a livelli di emissioni di CO₂ più basse;
- “*Positive Carbon Impact Benchmark*”: richiede la cernita di titoli societari dove il grado di emissioni proibite è superiore all’ammontare totale di CO₂ prodotta²⁵.

6. “**Integrare meglio la sostenibilità nei rating e nella ricerca di mercato**”: la disamina delle prestazioni ESG delle imprese e della loro capacità di gestire i rischi correlati alla sostenibilità rappresenta la più grande sfida per le agenzie che forniscono ricerche di mercato. L’importanza dell’accuratezza di tali valutazioni risiede nella rilevanza strategica che le stesse hanno nelle decisioni di allocazione dei capitali da parte degli investitori. La mancanza di norme universalmente condivise per la valutazione delle prestazioni di sostenibilità delle imprese implica una maggiore trasparenza delle procedure e metodologie messe in campo dalle agenzie.

Analogo discorso per le agenzie che forniscono rating creditizio, impegnate nell’erogazione di informazioni sull’affidabilità creditizia di enti privati e pubblici. La commissione pertanto ha invitato l’ESMA (*European Securities and Markets Authority*) a mettere in campo dei provvedimenti, con l’obiettivo di garantire l’integrazione dei criteri di sostenibilità e di rischi collegati a lungo termine nelle metodologie adottate dalle agenzie di rating.

7. “**Chiarire gli obblighi degli investitori istituzionali e dei gestori di attività**”: l’obbligo fiduciario si traduce nelle diverse norme europee che richiedono agli *institutional investor* e ai *fund manager* di operare nell’esclusivo interessi dei propri clienti. Tuttavia è nota la mancanza di chiarezza e coerenza delle norme che impongono a tali soggetti di prendere in considerazione i fattori e i rischi legati alla sostenibilità, nell’ambito delle decisioni sugli investimenti. Il risultato è che spesso gli investitori/beneficiari finali non abbiano tutte le informazioni a disposizione in fase di allocazione dei propri capitali/risparmi. Di conseguenza, l’impatto dei rischi legati alla sostenibilità sulle performance di lungo termine degli investimenti è stimato in maniera non del tutto corretta. La proposta di modifica della Direttiva (UE) 2016/2341 da parte della commissione ha portato l’ESMA nel dicembre 2018 all’emanazione di un *Consultation Paper*²⁶. Tale documento si basa sull’“incorporazione e la valutazione del rischio di sostenibilità nel *framework* regolamentare AIFMD e UCITS”²⁷.

²⁵ Commissione Europea, 2018, “*Proposta di regolamento per quanto riguarda gli indici di riferimento di basse emissioni di carbonio e gli indici di riferimento di impatto positivo in termini di carbonio*”, cit., art. 1, 1.

²⁶ ESMA, 2018, “*Consultation Paper on integrating sustainability risks and factors in MiFID II*”, 19 dicembre 2018: (https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2018-esma35-43-1210-_ipisc_cp_mifid_ii_sustainability.pdf)

²⁷ PwC, 2019, “*Finanza Sostenibile: l’evoluzione del quadro normativo europeo per favorire la transizione alla green economy e gli impatti per gli Intermediari Finanziari*”, p. 27: (<https://www.pwc.com/it/it/industries/banking-capital-markets/fs-top-trends/docs/toptrends-finanza-sostenibile.pdf>)

8. **“Integrare la sostenibilità nei requisiti prudenziali”**: per velocizzare il passaggio ad un’economia più sostenibile si rende indispensabile il contributo da parte di banche, assicurazioni e fondi pensione, che rappresentano il serbatoio primario di finanziamenti esterni per l’economia europea. Particolare attenzione tuttavia va prestata ai rischi collegati ad uno sviluppo economico non sostenibile per tali soggetti. Si stima che circa la metà degli attivi delle banche appartenenti alla zona euro²⁸ possano essere suscettibili all’evoluzione del clima e presentare pertanto un tasso di rischio maggiore. L’obiettivo della Commissione è quello di “esaminare le possibili modalità di integrazione dei rischi correlati a fattori climatici e ambientali nei modelli di gestione dei rischi degli enti e ponderare eventualmente i requisiti patrimoniali delle banche nell’ambito del regolamento e della direttiva sui requisiti patrimoniali”²⁹.
9. **“Rafforzare la comunicazione in materia di sostenibilità e la regolamentazione contabile”**: il *reporting* aziendale nell’ambito delle politiche sostenibili adottate consente agli investitori di valutare l’attitudine dell’impresa a generare valore aggiunto e l’esposizione ai rischi correlati al tema della sostenibilità. In virtù della Direttiva UE del 2018 in materia di comunicazione di informazioni di natura non finanziaria, gli enti di interesse pubblico sono chiamati a divulgare dati e info relativi al paradigma ESG e la gestione dei rischi. Tuttavia la direttiva stessa non disciplina le modalità e il contenuto delle informazioni da rendere disponibili alle parti interessate, lasciando pertanto grandi margini di autonomia e flessibilità alle società. L’obiettivo prefissato per il futuro è quello di ottenere un giusto equilibrio fra flessibilità e standardizzazione nella divulgazione dell’informativa societaria di carattere non finanziario. I principali ambiti su cui intervenire, secondo la Commissione, riguardano i principi contabili, in particolare l’IFRS 9 relativo agli strumenti finanziari; il timore è legato all’impatto che tale norma possa avere sugli investimenti nel lungo termine.
10. **“Promuovere un governo societario sostenibile e attenuare la visione a breve termine nei mercati dei capitali”**: il governo societario rappresenta il ponte per il passaggio ad un’economia più sostenibile. Attraverso l’integrazione dei fattori ESG nelle strategie aziendali, un’impresa può mitigare i rischi ai quali è esposta, dare un impulso a modelli imprenditoriali innovativi, creare nuovi posti di lavoro e aumentare il grado di competitività sul mercato. Tale operazione, sebbene abbia riflessi positivi nel lungo termine, nel breve genera una serie di costi che, abbinati alle pressioni provenienti dai mercati dei capitali, spostano il focus del *management* verso un orizzonte temporale più prossimo. Questa “miopia” porta a dar maggior peso alle prestazioni finanziari del breve termine a scapito delle opportunità e dei rischi correlati al tema della sostenibilità.

²⁸ Battiston et al.; per un’analisi bibliografica più esaustiva, cfr. anche ESRB (2016) Too late, too sudden: (https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/asc/Reports_ASC_6_1602.pdf)

²⁹ Commissione Europea, 2018, “Piano d’azione per finanziare la crescita sostenibile”, COM (2018) 97, 8 marzo 2018, p. 10: (<https://bit.ly/2xL9OrF>)

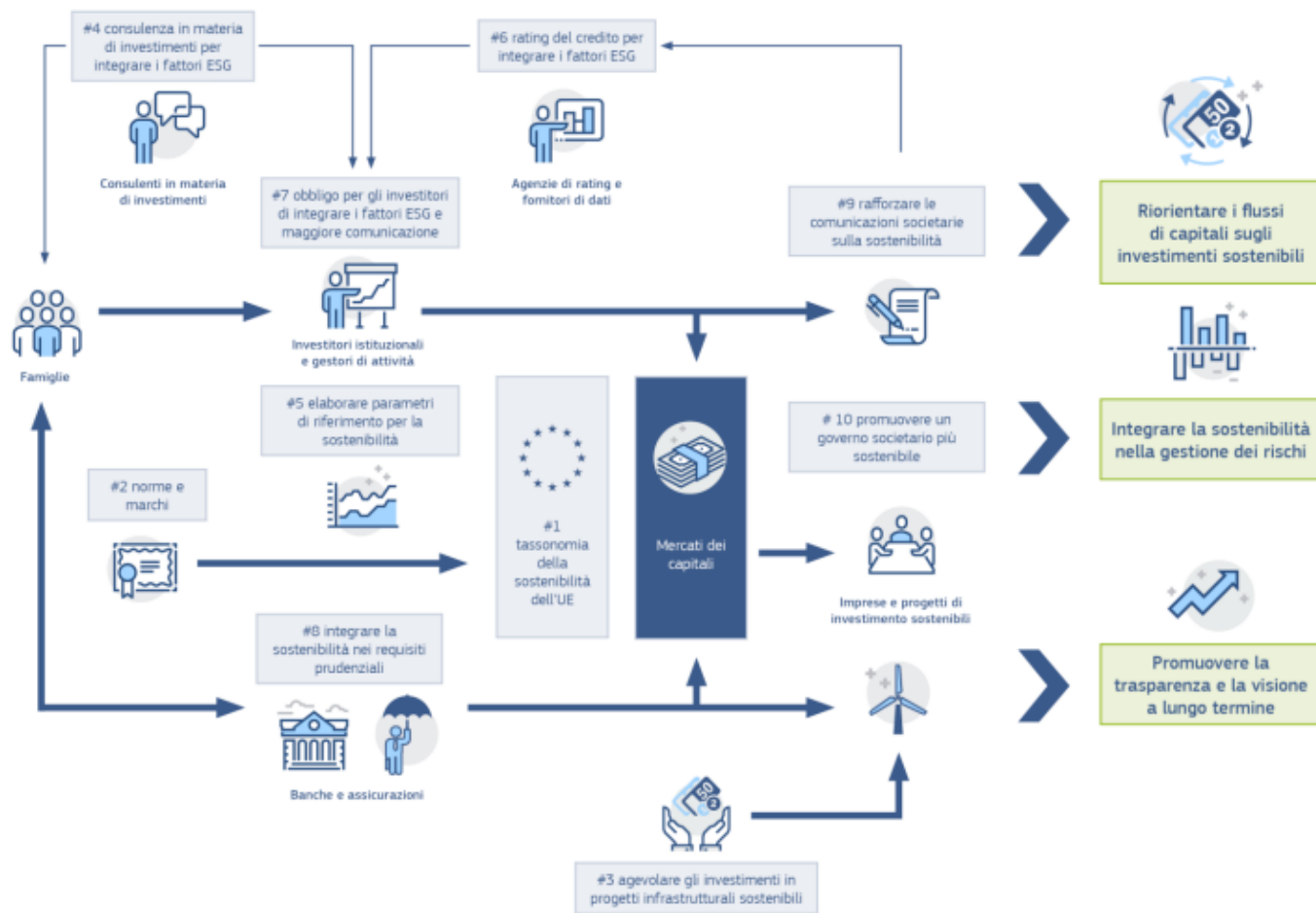
La Commissione ha pertanto incaricato la società EY (Ernst & Young) di realizzare uno studio col fine di individuare le cause dello “*short termism*” nella *governance* aziendale e individuare possibili soluzioni. Il report finale pubblicato nel luglio 2020, dal nome “*Study on directors’ duties and sustainable corporate governance*”, concerne alcuni temi che toccano il diritto societario e la *corporate governance*, raggruppati attorno a sette *driver* di problemi chiave che spaziano dai doveri degli amministratori alla loro applicazione, dalla composizione alla remunerazione del consiglio di amministrazione, dalla sostenibilità nelle strategie aziendali allo *stakeholder engagement*³⁰.

Partendo dalle direttive contenute in tale documento, sempre la Commissione nel luglio 2020 ha pubblicato una proposta di direttiva dal titolo “*Sustainable corporate governance*”, sottoposta a consultazione pubblica dal 26 ottobre 2020 all’ 8 febbraio 2021 e in attesa di adozione. Tale iniziativa “intende migliorare il quadro normativo dell'UE in materia di diritto delle società e governo societario. Consentirebbe alle imprese di concentrarsi sulla creazione di valore sostenibile a lungo termine piuttosto che sui benefici a breve termine. Punta ad allineare meglio gli interessi delle imprese, dei loro azionisti, dei loro gestori, delle parti interessate e della società. Aiuterebbe le imprese a gestire meglio le questioni legate alla sostenibilità nelle loro attività e catene di valore per quanto riguarda i diritti sociali e umani, i cambiamenti climatici, l'ambiente, ecc”³¹.

³⁰ EY, 2020, “*Study on directors’ duties and sustainable corporate governance*”, luglio 2020: (<https://op.europa.eu/it/publication-detail/-/publication/e47928a2-d20b-11ea-adf7-01aa75ed71a1/language-en#>)

³¹ Commissione Europea, 2020, Proposta di Direttiva “*Sustainable corporate governance*”, luglio 2020: (https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Governo-societario-sostenibile_it)

Figura 2: I 10 punti del Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile



Fonte: Commissione Europea, 2018, "Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile"

2.2 Dalla *shareholder* alla *stakeholder* view: il ruolo dell'impresa nell'ecosistema

Nel settembre 1970, l'economista e premio Nobel statunitense Milton Friedman, attraverso un articolo pubblicato sulle pagine del *New York Times*, dal nome “*The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits*”, gettò le basi per quella che oggi è riconosciuta come “teoria degli *shareholder*”, il cui focus era incentrato sulla creazione di valore per gli azionisti e la massimizzazione dei profitti. Friedman riteneva infatti che l'unica responsabilità sociale a carico dell'azienda fosse proprio quella di aumentare i profitti. In realtà il concetto di responsabilità è imputabile soltanto alle persone e presumibilmente, gli individui ritenuti responsabili sono uomini d'affari, azionisti o dirigenti d'azienda. Questi ultimi, in un sistema basato sulla proprietà privata e libero mercato, hanno il dovere di condurre l'azienda in conformità agli interessi del proprio datore di lavoro (prevalentemente di carattere economico), nel perimetro delle regole fondamentali della società, sia di carattere normativo che etico. Nelle aziende *business-for-profits* il fine ultimo non può che essere la creazione di valore per gli azionisti; in caso contrario, in presenza di un obiettivo finale diverso come la fruizione di determinati servizi, ci troveremmo di fronte a tipologie di istituzioni diverse come ad esempio scuole oppure ospedali.

Naturalmente, il management aziendale è costituito da persone che possono avere una responsabilità verso altre entità che potremmo definire “responsabilità sociali”: quali sarebbero le conseguenze? Se tale affermazione non è considerata puramente retorica, significa che il manager potrebbe non agire nell'interesse degli azionisti. Ad esempio, astenendosi dall'aumentare i prezzi per raggiungere lo scopo sociale di prevenire l'inflazione, nonostante l'aumento sarebbe stato significativo dal punto di vista economico per l'azienda; o ancora ridurre l'inquinamento e le emissioni al di sotto di livelli che rientrino nella sfera di interesse dell'azienda o che siano richiesti dalla legge, per contribuire all'obiettivo sociale di tutela dell'ambiente. In questi casi i dirigenti opererebbero seguendo un fine sociale e generale attraverso risorse non proprie, cagionando un danno economico agli azionisti nella misura in cui il perseguimento di altri obiettivi riduca il rendimento degli azionisti³².

Secondo Friedman, “esiste una sola responsabilità sociale dell'impresa: usare le sue risorse e impegnarsi in attività volte ad aumentare i suoi profitti restando entro le regole del gioco, vale a dire, impegnandosi in una concorrenza aperta e libera senza inganni o frodi”³³.

La teoria di Friedman, che è stata anche indicata come “minimalismo morale” (Freeman e Werhane 2005), ha piantato le radici per un'ampia letteratura inerente all'etica degli affari, riguardante il significato di responsabilità sociale e l'inclusione del tema all'interno delle scelte effettuate dai soggetti economici. La schiera di critici del pensiero dell'economista newyorkese riteneva fortemente che la visione della

³² Friedman. M, 1970, “*The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits*,” *New York Times Magazine*, 13 settembre 1970

³³ Friedman. M, 1962, “*Capitalism and Freedom*”. Chicago University Press, Chicago.

massimizzazione dei profitti dovesse essere allargata dalla creazione di valore per gli azionisti alla creazione di benefici sociali per l'intera collettività.

Nonostante la *shareholder theory* avesse riscosso parecchio consenso, tanto da diventare centrale anche in alcune rivisitazioni e ampliamenti di successo come la “Teoria dell’Agenzia” (Jensen e Meckling, 1976), nel 1984, un professore statunitense di *business administration* di nome Edward Freeman realizzò un libro dal titolo “*Strategic Management: A Stakeholder Approach*”. L’opera segna un punto di rottura col passato, spostando il focus dell’impresa dagli azionisti ad una platea più vasta di soggetti che lo stesso autore identifica per la prima volta con il termine *stakeholder*³⁴: “soggetti il cui contributo si rivela essenziale per la sopravvivenza stessa dell’impresa (azionisti, dipendenti, clienti ecc.) e in senso lato, qualsiasi soggetto identificabile che possa influenzare o essere influenzato dall’attività messa in essere dall’impresa per il raggiungimento degli obiettivi aziendali”. In un’accezione più moderna, il termine viene allargato anche a soggetti potenziali portatori d’interessi, definiti come “persone o gruppi che possono vantare pretese, titoli di proprietà, diritti, o interessi, in relazione ad un’impresa e alle sue attività, passate, presenti e future” (Clarkson, 1995).

La *stakeholder theory* si fonda sui principi della responsabilità sociale e ambientale: l’impresa per creare valore necessita di rendere sostenibile l’intero sistema all’interno del quale è inserita, sistema che è imprescindibile per la sopravvivenza stessa. Da un’ottica di soggetti “passivi” si passa ad una concezione di *stakeholders* “attivi”, i quali contribuiscono ai processi di co-creazione del valore mettendo in campo infrastrutture, competenze, know-how, richiedendo al contempo una giusta remunerazione dall’impresa per il dispiego di risorse. Il compito del management pertanto è quello di porsi domande relativamente alle modalità di gestione dell’azienda, capire come e quali relazioni instaurare con i propri interlocutori e sviluppare un senso di comunità che possa ispirare e guidare tutti i soggetti coinvolti verso gli obiettivi prefissati. Diventa cruciale quindi la capacità di mettere in piedi delle strategie che possano coniugare gli interessi economici con quelli sociali ed ambientali: operare in questa triplice direzione consente una risposta concreta alle varie pressioni esercitate dagli stakeholder, ma soprattutto, garantisce legittimazione all’attività dell’impresa, non incappando in perdite di reputazione, costi sociali e calo del valore per gli azionisti (Boccardelli e Fontana, 2015).

In definitiva, la teoria elaborata da Freeman mette in risalto la questione della RSI, in controtendenza con il modello liberale promosso da Friedman. La prima consente di valutare la performance d’impresa da un duplice punto di vista: quello del contributo sociale delle attività economiche e quello della realizzazione dei profitti, fondamentale ai fini dello sviluppo e della crescita aziendale. Il presupposto attorno al quale ruota la teoria è la relazione bidirezionale fra imprese e stakeholder: un’impresa genera valore a beneficio dei propri

³⁴ Freeman R.E, 1984, “*Strategic Management: A Stakeholder Approach*”, Cambridge University Press.

portatori d'interesse nella misura in cui questi contribuiscono all'attività aziendale. Instaurando un rapporto vantaggioso per entrambi si creano le premesse per una crescita lineare e sostenibile.

2.3 L'evoluzione del concetto di Responsabilità Sociale d'Impresa (RSI)

Il concetto di Responsabilità Sociale d'Impresa è uno dei più dibattuti degli ultimi decenni, seppur non sia stata ancora data una definizione universalmente condivisa. La letteratura ne fa risalire l'origine al 1953, quando Bowen nella sua opera "*Social Responsibilities of the Businessman*" affermò per la prima volta che "la RSI può essere considerata come un dovere da parte degli uomini d'affare di propendere verso soluzioni, pratiche e decisioni che abbiano come riferimento il benessere collettivo e i valori sociali".³⁵

Successivamente Keith Davis nel 1960 sostenne che la responsabilità sociale fosse riscontrabile nelle azioni realizzate dagli uomini d'affari che non hanno una correlazione diretta con un interesse economico; più tardi William Frederick affermerà che la RSI richiede all'uomo d'affari di prendere in considerazione il risvolto sociale nell'ambito delle proprie operazioni di carattere economico messe in essere (citati in Carroll 1999, p. 271).³⁶

In questa prima fase è possibile osservare come il concetto venga associato alla figura del *business man* e non a quello di impresa; con Clarence C. Walton per la prima volta nel libro "*Corporate Social Responsibilities*" (1967)³⁷, viene menzionato il legame fra impresa e società e la necessità che gli attori economici prendano come riferimento questo binomio nelle proprie attività (citato in Carroll 1999, p. 272).³⁸ Col passare degli anni, il tema viene ulteriormente approfondito, sottolineando come un'impresa non possa essere ritenuta socialmente responsabile attenendosi al minimo della normativa prevista (Davis, 1973). Il contributo di Davis è stato importante per aver individuato la "volontarietà" come uno degli elementi cardine della RSI.³⁹

Sullo stesso filone prosegue Pogutz (2007), offrendo un riassunto degli elementi chiave della RSI:

- Oltrepassare la normativa: un comportamento socialmente responsabile è ritenuto tale soltanto quando le imprese ottengono risultati con le proprie azioni che vanno oltre quanto richiesto dalle normative vigenti;
- Stretto legame con la sostenibilità: il concetto di RSI è fortemente correlato a quello di "sviluppo sostenibile" e alla teoria della "*Triple Bottom Line*" (Elkington, 1997). Secondo tale approccio, per valutare le *performance* di un'impresa è necessario adottare una "prospettiva multilivello"; ciò

³⁵ Bowen H.R., 1953, "*Social Responsibilities of the Businessman*", University of Iowa Press, Iowa City

³⁶ Questa parte della trattazione è stata elaborata a partire da Assoneb (Associazione Nazionale Enciclopedia della Banca e della Borsa), 2009, "Responsabilità Sociale d'Impresa": (https://www.bankpedia.org/termine.php?c_id=22060)

³⁷ Walton C.C., 1967, "*Corporate social responsibilities*", Wadsworth, Belmont.

³⁸ Carroll A.B., 1999, "*Corporate Social Responsibility: Evolution of a Definitional Construct*", Business Society 38 (3):268-95. (<http://bas.sagepub.com/cgi/content/abstract/38/3/268>).

³⁹ Davis K., 1973, "*The case for and against business assumption of social responsibilities*"

significa guardare alla qualità dei rapporti instaurati con i propri stakeholder, dal triplice punto di vista economico, ambientale e sociale;

- Volontarietà: l'impegno a favore della RSI rientra nella discrezionalità di qualsiasi impresa.

Operare coerentemente con i principi della RSI “richiede saper gestire e ottimizzare l'impatto e le conseguenze sociali (dinamica sociale) e ambientali (dinamica ambientale) generati dal business aziendale, senza perdere di vista il driver della creazione di valore (dinamica economica) per tutti gli stakeholder con cui l'impresa costruisce relazioni”⁴⁰

2.4 Filantropia strategica e RSI come leva del vantaggio competitivo

Affermava la Commissione Europea nel 2011 in un documento intitolato “*Strategia rinnovata dell'UE per il periodo 2011-14 in materia di responsabilità sociale delle imprese*” che “incorporare la RSI nella strategia di *corporate* rappresenta per ogni impresa un requisito primario per aumentare il proprio *appeal* e la propria posizione competitiva sul mercato. Attraverso un approccio integrato è possibile ottenere benefici in termini di accesso i mercati dei capitali e alle linee di credito, di *risk management*, di gestione del capitale umano, di ottimizzazione dei costi e di abilità innovativa. Una forte proposta sociale, ambientale ed economica, stimola il contributo apportato da attori interni e da *partner* esterni, permettendo all'impresa di adattarsi a contesti in continuo cambiamento e di rispondere in maniera aderente e tempestiva alle aspettative della società. Soltanto in questo modo è possibile aumentare la propria legittimazione nell'ecosistema e sfruttare occasioni di crescita e di espansione”.⁴¹

La responsabilità sociale d'impresa va ben oltre le considerazioni di carattere economico e legale, coinvolgendo anche la sfera etica e filantropica. Interessanti sono i contributi della letteratura in questa direzione che ci offrono nuove chiavi di lettura del fenomeno.

Il concetto di filantropia in ambito aziendale si sviluppa come vera e propria attività strategica a partire dal XX secolo; secondo Porter e Kramer (2002) veniva utilizzata come strumento di pubblicità e pubbliche relazioni per incrementare la visibilità dell'azienda e del brand. Seppur si concretizzasse in azioni ed opere destinate a cause meritevoli di sostegno e dirette alla realizzazione del benessere sociale e collettivo, il fine ultimo era quello di ottenere ritorni nella prospettiva dell'immagine e della reputazione aziendale.

Per Friedman (1970) tuttavia, tale concezione mal si sposava con l'obiettivo di massimizzazione dei profitti, in quanto avrebbe vincolato parzialmente l'autonoma gestione dei fondi da parte degli azionisti; affermava pertanto “laddove si rendesse necessario riconoscere delle donazioni, queste andrebbero fatte dagli azionisti singolarmente e non dall'impresa”.

⁴⁰ Verde M., 2017, “*Responsabilità sociale di impresa tra teoria e prassi. Il bilancio sociale come processo di costruzione di senso*”, Giappichelli Editore, aprile 2017

⁴¹ Commissione Europea, 2011, “*Strategia rinnovata dell'UE per il periodo 2011-14 in materia di responsabilità sociale delle imprese*”, Bruxelles, 25 ottobre 2011, COM (2011) 681 definitivo, p.4

Secondo un articolo comparso sul New York Times nel novembre 2017, la filantropia genera invece benefici sull'impresa. Le imprese al giorno d'oggi sono accomunate dal desiderio di apparire agli occhi dei propri dipendenti e dei propri clienti come soggetti non soltanto *profit-oriented*, ma anche interessati a tutto ciò che li circonda. Sono pertanto alla ricerca di strumenti e metodi che consentano di valutare l'impatto delle iniziative filantropiche. Un esempio è Subaru che, con un numero considerevole di dipendenti impegnati in attività di volontariato (spaziano dalla costruzione di alloggi per bisognosi nella città di Camden a pochi minuti dal quartier generale dell'azienda, all'assemblaggio di sedie a rotelle), ha optato per l'adozione di un software per tracciare le ore dedicate ad attività ad impatto sociale. Per un'azienda come la loro, apparire come una realtà affidabile, inclusiva e aperta alle cause sociali, aiuta ad attirare capitale umano. E garantisce anche un apporto alla campagna di marketing. Secondo Kevin McDearis, vicepresidente e chief products officer di Blackbaud (società fornitrice di software per la misurazione di sforzi filantropici), per restare competitivi sul mercato, le persone non si lasceranno più attirare soltanto dall'offerta economicamente vantaggiosa, ma guarderanno a quelle proposte che li inseriranno i progetti più ampi che possano rispecchiare anche i propri valori".⁴²

In ogni caso, rendere redditizio un approccio filantropico sembra una strada percorribile. Sempre Porter e Kramer (2002) affermavano la possibilità di convogliare sforzi sociali e caritatevoli nella direzione per migliorare il proprio contesto competitivo. Superare il concetto secondo cui obiettivi sociali ed economici non siano compatibili, rappresenta la principale sfida ma anche una condizione di sopravvivenza per le imprese nel proprio *business environment*.

Boccardelli e Fontana (2015) nel libro "*Corporate Strategy: una prospettiva organizzativa e finanziaria per la crescita*", illustrano alcune modalità attraverso le quali la sostenibilità e la responsabilità sociale possono generare un vantaggio competitivo. In particolare viene analizzato l'impatto sulla riduzione dei costi, la gestione dei rischi, il rafforzamento del capitale immateriale e lo sviluppo di partnership strategiche.

- Riduzione dei costi: un forte *commitment* nell'ambito della sostenibilità e della responsabilità sociale deve essere necessariamente accompagnato da ingenti investimenti per l'acquisizione di tecnologie ad alta efficienza e bassi consumi, reingegnerizzazione dei processi produttivi, acquisto di materiali *eco-friendly* e così via. Tali sforzi economici produrranno i propri effetti soltanto in un'ottica di lungo termine; si richiede pertanto un cambiamento nella visione strategica da parte del management, nella consapevolezza che l'adozione di processi e tecnologie più performanti possano portare ad una notevole riduzione dei costi di produzione. Un aumento della qualità dei prodotti collocati sui mercati inoltre determina una riduzione dei cosiddetti "costi di qualità": ciò determina una drastica diminuzione dei costi relativi agli sfridi, prodotti difettosi, scarti oltre a un calo delle spese della fase

⁴² Paul Sullivannov, 2017, "*Firms Learn That as They Help Charities, They Also Help Their Brands*", The New York Times, 6 novembre 2017

post-vendita per eventuali sostituzioni, riparazioni e garanzie in essere.⁴³ Un esempio virtuoso di integrazione della RSI nella strategia aziendale è stato fornito da WalMart. Attraverso la riduzione dell'imballaggio applicato ai giocattoli è riuscita ottenere risultati nella triplice direzione economica, sociale ed ambientale.⁴⁴

La RSI può anche essere collegata ad un aumento del proprio grado di competitività: mettere in piedi un network di relazioni positive e fruttuose con gli stakeholder locali può garantire all'impresa vantaggi in termini fiscali e di riduzione delle regolamentazioni applicate, per il semplice fatto che l'azienda venga percepita come membro legittimato della comunità. Inoltre un impegno in ambito ambientale come ad esempio il mantenimento di livelli di inquinamento e di emissioni al di sotto dei parametri previsti dalla normativa di riferimento, può indurre le istituzioni a ritoccare allo stesso livello tali standard, garantendo all'impresa proattiva un vantaggio da *first mover* nei confronti dei *competitors* costretti ad adeguarsi.⁴⁵

- Gestione dei rischi: il rischio non è altro che “la probabilità di un esito negativo” (Rescher, 1983), mentre la sua gestione rappresenta quel “processo di comprensione circa la natura di futuri eventi incerti e di generazione di piani costruttivi per mitigarne gli effetti laddove questi costituiscano una minaccia o per trarne vantaggio laddove questi costituiscano un’opportunità” (Taplin e Schymyck, 2005). La RSI è strettamente correlata al concetto di rischio, perché soltanto attraverso la costruzione di rapporti duraturi e di fiducia con i propri stakeholder un’impresa può accedere ad informazioni cruciali circa le variabili economiche, sociali e politiche che possono potenzialmente avere ripercussioni sui risultati aziendali. La responsabilità sociale è identificabile anche in forme diverse, come nell’attenzione da parte delle imprese di garantire elevati standard di sicurezza sul luogo di lavoro, interesse per il benessere dei propri dipendenti, etc. Il tutto tradotto in un minor rischio di infortuni sul lavoro e conseguente diminuzione dei costi per premi assicurativi, minor rischio di scioperi e rallentamenti della catena produttiva.

L’interazione e l’ascolto costante di tutti i soggetti che prendono parte alla vita aziendale, uniti a un sistema di reportistica e di monitoraggio affidabile, permettono alle imprese di instaurare un circolo virtuoso che consente di ridurre al minimo i rischi ai quali la stessa è esposta.

- Rafforzamento del capitale immateriale: gli interventi di RSI, come accennato in precedenza, producono i propri benefici nel lungo termine, in particolare sugli *intangible assets* a disposizione di un’impresa, che potranno rappresentare una valida fonte di vantaggio competitivo. Secondo Albinger e Freeman (2000) un impegno verso la sostenibilità e la responsabilità sociale si traduce in un maggiore forza attrattiva di talenti, capacità di trattenerli, minore *turnover* e di conseguenza minori

⁴³ G. B. Sprinkle, L. A. Maines, “The benefits and costs of corporate social responsibility”, 2010

⁴⁴ Wal-Mart, “Wal-Mart to reduce packaging”, 2006

⁴⁵ Si veda: K. Bradsher, A. C. Revkin, 2001, “A pre-emptive strike on global warming; many companies cut gas emissions to head off tougher regulations”

costi di formazione e reclutamento.

I valori sociali e ambientali che guidano l'azione del management invece, sono diretti a sviluppare una cultura innovativa, basata su legami di fiducia e fitte reti di relazioni con tutti gli stakeholder. La creazione di canali comunicativi sia formali che informali facilitano il trasferimento di informazioni, dati e conoscenze, indispensabili anche per alimentare la capacità dell'impresa di innovare nell'ambito dei prodotti e servizi offerti e dei processi interni (Thomson e Heron, 2006). Infine il perseguimento di scopi sociali, di attività finalizzate al conseguimento del benessere della comunità di riferimento, generano ottimi ritorni in termini di visibilità, immagine del brand e più in generale di reputazione aziendale. La *good reputation* garantisce, in larga parte della casistica, un insieme di vantaggi come la possibilità di applicare un *premium price* sui propri prodotti riconosciuto dai consumatori (attenti sempre più alle dinamiche sociali ed ambientali), accedere con più facilità al credito negoziando condizioni contrattuali favorevoli e ottenere livelli di *rating* più elevati.⁴⁶

- Sviluppo di partnership strategiche: ogni impresa trova la propria ragion d'essere nell'ecosistema all'interno del quale è inserita. La sua capacità di sopravvivenza e ancor di più, la sua capacità di emergere in contesti altamente competitivi è strettamente legata alla qualità dei rapporti e delle relazioni che riesce a instaurare con tutti gli interlocutori sociali. Il vantaggio competitivo di un'impresa “deriva dalla sua capacità di legarsi alle altre imprese o agli altri attori, a bilanciare con questi i propri punti di forza e di debolezza. Allineare gli obiettivi economici a quelli sociali e ambientali in sinergia con altre parti incrementa il valore creato, sia per le imprese che per l'ecosistema” (Boccardelli e Fontana, 2015).⁴⁷

⁴⁶ Hooghiemstra R., 2000, “*Corporate communication and impression management-new perspectives why companies engage in corporate social reporting*”

⁴⁷ L'intero paragrafo è stato tratto da: Boccardelli P., Fontana F., 2015, “*Corporate strategy: una prospettiva organizzativa e finanziaria per la crescita*”, Capitolo 4, Editore Ulrico Hoepli, Milano

2.5 Criteri ESG: una visione globale

Il tema della responsabilità sociale è legato ai fattori ESG (*Environmental, Social, Governance*).

L'integrazione delle *good practices* in ambito sociale, ambientale e di *governance* rappresenta una prerogativa per tutti gli attori economici nell'ottica di creazione di valore condiviso nel lungo termine. Come anticipato già nella parte introduttiva del capitolo, il tema ESG è stato fortemente incentivato dai *policymaker*: dapprima l'ONU con gli SDGs (2015), successivamente sempre le Nazioni Unite con gli Accordi di Parigi (2015), dunque la Commissione Europea con il Piano per la Finanza Sostenibile (2018) e infine il *Green Deal* europeo (2019).

La rilevanza tematica è stata sottolineata anche dalla *Business Roundtable*, associazione no-profit costituita dai CEO delle più importanti aziende americane, in un manifesto del 2019 che recita: “gli amministratori delegati lavorano per generare profitti e restituire valore agli azionisti, ma le aziende gestite in maniera virtuosa fanno di più. Mettono il cliente al primo posto e investono nei propri dipendenti e nelle comunità. Alla fine, è il modo più promettente per costruire valore a lungo termine”⁴⁸.

Larry Fink, CEO del più grande fondo di investimento mondiale “*BlackRock*”, nella lettera “*Net zero: a fiduciary approach*” (2021), sottolinea come l'integrazione dei fattori ESG nelle decisioni di investimento rappresenti la strada da intraprendere per gli investitori che puntano a portafogli che garantiscano rendimenti più elevati in una prospettiva temporale lunga e rischi inferiori.⁴⁹ Lo stesso fondo, ha condotto una ricerca (*Sustainability goes Mainstream*, 2020)⁵⁰ che ha evidenziato quale dei tre fattori fosse attualmente quello più trainante e le prospettive future. La *survey*, che ha impegnato 425 investitori di 27 paesi in rappresentanza di 25 trilioni di dollari di investimenti, esprime una netta propensione per il fattore *Environmental*, destinato a passare dall'88 all'89% nel raggio di 3-5 anni; il fattore *Social* si attesta intorno al 50% e si stima un incremento dal 52% al 58% mentre per la *Governance* si osserva un calo dal 60% al 53%.⁵¹

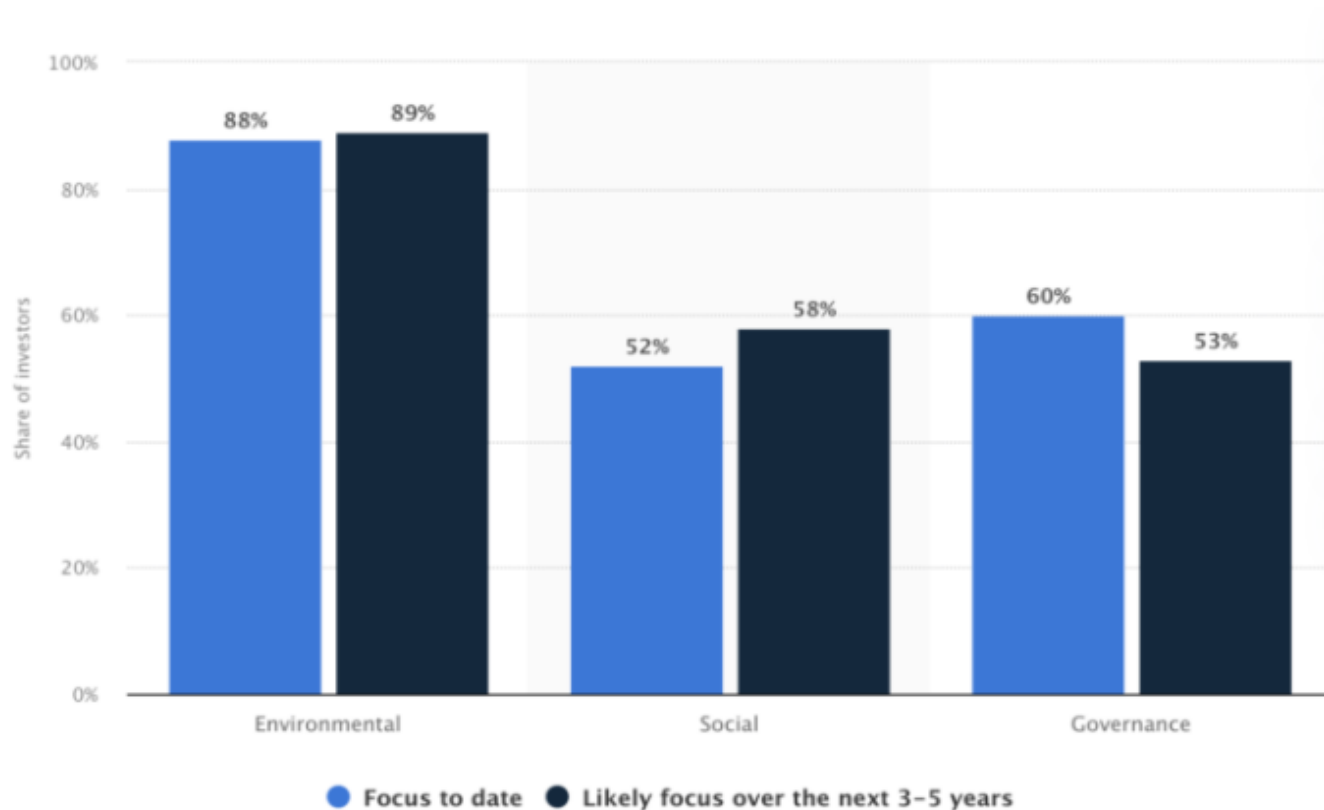
⁴⁸ Business Roundtable, 2019, “*Business Roundtable Redefines the Purpose of a Corporation to Promote ‘An Economy That Serves All Americans’*”, 19 agosto 2019: (<https://www.businessroundtable.org/business-roundtable-redefines-the-purpose-of-a-corporation-to-promote-an-economy-that-serves-all-americans>)

⁴⁹ BlackRock, 2021, “*Net zero: a fiduciary approach*”: (<https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/blackrock-client-letter>)

⁵⁰ BlackRock, 2020, “*Sustainability goes Mainstream*”: (<https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/blackrock-sustainability-survey.pdf>)

⁵¹ L'analisi dei dati della survey condotta da BlackRock è tratta da: Mauro Bellini, 2021, “*ESG: tutto quello che c'è da sapere per orientarsi su Environmental, Social, Governance*”, ESG 360. Nework Digital 360 è una testata specializzata nei temi dell'ESG. (<https://www.esg360.it/environmental/esg-tutto-quello-che-ce-da-sapere-per-orientarsi-su-environmental-social-governance/>)

Figura 3: Il peso dei singoli fattori ESG nelle scelte di investimento



Fonte: Statista. Dati tratti dalla ricerca *Sustainability goes mainstream*; 2020 Sustainable investing survey di BlackRock

Attraverso i criteri ESG è possibile identificare una categoria di scelte finanziarie comunemente indicate come investimenti sostenibili. La finalità di tale tipologia di investimenti è quella di coniugare il ritorno economico (a favore degli investitori), con quello socio-ambientale (con ricadute positive per l'intero ecosistema). Il vantaggio che ci servono tali criteri è dato dalla possibilità di misurare il reale contributo offerto dalle aziende alla causa, il grado di integrazione della sostenibilità nelle pratiche e nelle strategie aziendali, il legame con le performance economico-finanziarie.

Ciò è reso possibile dal "Rating ESG" (oppure "Rating di sostenibilità"), vale a dire "un giudizio sintetico che attesta la solidità di un emittente, di un titolo o di un fondo da una prospettiva puramente ambientale, sociale e di governance. Non va a sostituire il Rating tradizionale, bensì lo integra attraverso ulteriori dati e ed informazioni col fine di offrire un set di dati sempre più completo per decisioni più accurate e consapevoli".⁵² I punteggi ESG sviluppati da diverse agenzie sulla base di un determinato set di dati (approfondiremo questo aspetto nel capitolo successivo) possono variare in base alle metodologie di misurazione adottate. Un articolo del *Mit Sloan School of Management* ha evidenziato come le valutazioni fornite da alcune importanti agenzie di rating (KLD, RobecoSAM, Sustainalytics, Video-Eiris, Asset4 e

⁵² Cerved Know, 2020, "Cos'è il Rating ESG o Rating di sostenibilità?". Cerved Rating Agency è un'agenzia di rating italiana (appartenente a Cerved Group S.p.A).specializzata nella valutazione del merito di credito di imprese non finanziarie e registrata quale agenzia di rating europea.

MSCI) siano correlate fra loro al 61% soltanto. Basti pensare che i rating relativi al credito elaborati da Moody's e S&P mostrano una correlazione al 99%.⁵³

Tale situazione potrebbe generare confusione negli investitori e si andrebbe ad aggiungere alla già citata mancanza di una chiara tassonomia per classificare le attività di tipo sostenibile. Ad oggi non è possibile riscontrare una strategia universalmente condivisa per gli investimenti ESG, ma è possibile elencarne alcune fra le più diffuse (Bernow et al., 2017)⁵⁴:

- *Screening*: si basa sull'esclusione di determinati settori/aree (ad esempio armi, tabacco, alcool) in quanto tali forme di investimento sono ritenute non etiche e non compatibili agli standard ESG. Si tratta di una strategia diffusa perché facilmente applicabile;
- *General ESG Integration*: è una strategia costruita sull'assegnazione di un Rating ESG in base a determinati parametri; questi vengono poi affiancati a quelli di carattere prettamente economico-finanziario utilizzati tradizionalmente dagli analisti. Richiede la partecipazione di un team esperto per la ricerca e l'elaborazione dei dati;
- *Best-in-class*: contrariamente allo screening, non effettua alcuna esclusione, semplicemente prende in considerazione le imprese che hanno registrato performance più elevate con riferimento ai criteri ESG;
- *Investimenti tematici*: richiede la focalizzazione su specifici investimenti legati ad alcune tematiche come la governance, il *sourcing*, i *carbon free* ecc.
- *Engagement*: si tratta di un approccio che fa leva sulla capacità di persuasione dell'investitore tramite le proprie quote di influenzare, nelle sedi opportune, le decisioni aziendali, col fine di renderle sempre più aderenti alle questioni ESG.⁵⁵

La preoccupazione del mercato nei confronti delle tematiche ambientali, sociali e di governance è data dal numero, in forte aumento, di imprese impegnate nella divulgazione di informazioni di natura non finanziaria attraverso documenti come bilanci sociali o l'informativa ESG. Un importante studio condotto da *Breckinridge Capital Advisor* e *MIT Sloan School of Management*⁵⁶ nel 2016 è giunto a due conclusioni rilevanti: la prima è una corrispondenza fra rating ESG elevati e spread più bassi e stabili sul mercato per le obbligazioni societarie; la seconda è strettamente correlata alla prima. Le agenzie di rating attribuiscono le proprie valutazioni sulla base di dati ed informazioni di carattere non finanziario che le aziende rilasciano. La divulgazione di documenti sulle attività sostenibili realizzate consente l'ottenimento di punteggi ESG più

⁵³Berg F., Kölbel J.F., Rigobon R., 2020, "Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings", (MIT) - Sloan School of Management, 17 maggio 2020

⁵⁴ Bernow, S., Klempner, B. & Magnin C., 2017, "From 'why' to 'why not': Sustainable investing as the new normal", McKinsey&Company

⁵⁵ Sandrin, G., 2018, "La mutazione degli investimenti sostenibili", Citywire

⁵⁶ Clubb R., Takahashi Y., Tiburzio P., 2016, "Evaluating the Relationship Between ESG and Corporate Fixed Income", Breckinridge Capital Advisor & MIT Sloan School of Management

elevati. Tale trasparenza sembra anche tutelare gli investitori contro i rischi di flessione sul mercato, a testimonianza del fatto che i criteri ESG vengono percepiti come uno standard di qualità. La letteratura negli ultimi anni ci ha fornito spunti parecchio interessanti, chiavi di lettura diverse del fenomeno e risultati non sempre unidirezionali.

2.5.1 Relazione fra pratiche ESG e performance operative e di mercato

Un primo filone si è concentrato principalmente sull'integrazione dei fattori ESG nelle pratiche aziendali e il nesso con le performance di mercato conseguite. Eccles et al. (2014) hanno elaborato uno studio su un campione di 180 aziende americane, 90 delle quali classificate come "High Sustainability" per aver adottato politiche ESG, le restanti indicate come "Low Sustainability", per non essere state altrettanto virtuose sotto questo profilo. Analizzando dati dal 1993 al 2009, il primo gruppo di imprese ha registrato performance di mercato e operative nettamente superiori. Bassa sostenibilità significa modelli di governance incentrati sulla massimizzazione del profitto e considerazione delle questioni sociali e ambientali come semplici esternalità. Al contrario le imprese sostenibili non solo prestano attenzione alle esternalità, ma si distinguono per meccanismi di governance che coinvolgono direttamente il *board* sui temi ESG e prevedono piani di retribuzione dei dirigenti legati anche ad obiettivi di sostenibilità; livelli più alti di *engagement* degli stakeholder e meccanismi più evidenti ed efficaci per segnalarlo; più orientamento a lungo termine nelle comunicazioni esterne dirette agli investitori; maggiore attenzione alle misure non finanziarie per la *retention* dei dipendenti ed enfasi sugli standard ambientali e sociali per la selezione, il monitoraggio e la misurazione delle prestazioni lungo la *supply chain*; maggiore *commitment* nella divulgazione di informazioni e dati di carattere economico-finanziario. Risultato di tali azioni è stata una *sovraperformance* sia in termini di mercato azionario che di indicatori economici. Gli autori aprono anche all'estensione della propria ricerca ad altri contesti, come paesi diversi oppure all'interno del settore finanziario e tra diverse tipologie di imprese. L'obiettivo sarebbe quello di verificare i risultati ottenuti su un campione di imprese che hanno implementato politiche ambientali e sociali più recenti. La difficoltà di tale studio risiederebbe nella distinzione fra aziende che si limitano ad imitare un piano di sostenibilità altrui, e quelle che mettono in atto un approccio più strategico. Vengono indicate dunque quattro aree verso cui orientare gli studi futuri. La prima area è data da una comprensione più approfondita delle condizioni in cui le aziende decidono di incorporare le tematiche ESG nel proprio *business model*. La seconda area è relativa alla modalità di integrazione di tale tematiche; due imprese nelle stesse condizioni potrebbero avere una velocità e una misura diversa nel farlo. La terza area si focalizza sui diversi meccanismi secondo i quali i risultati di tale studio potrebbero variare da paese a paese. Ci si concentra pertanto sulle variabili, politiche, istituzionali e culturali che impatteranno sul comportamento aziendale in materia di sostenibilità; ciò potrà portare a performance ESG superiori o inferiori del campione statunitense analizzato. La quarta area è relativa all'allocazione delle risorse interne e a come queste potrebbero portare a performance superiori rispetto a

quelle ottenute dalle imprese “High Sustainability”. La domanda è: “Ad esempio, è meno probabile che queste imprese riducano gli investimenti in R&S, licenzino dipendenti e consolidino i fornitori in cicli di rallentamento economico?”. In effetti relativamente a tali caratteristiche, nonostante i punteggi delle imprese ad alta sostenibilità siano migliori di quelli della controparte, i valori assoluti sono piuttosto bassi. Ciò fa sorgere un ulteriore interrogativo: qual è il grado ottimale di adozione delle politiche ESG? Poiché le politiche di sostenibilità richiedono compromessi finanziari e non, è bene che questi siano chiari per un corretto processo decisionale.⁵⁷

Auer e Schuhmacher (2016)⁵⁸ e Khan et al. (2016)⁵⁹ invece, sostengono che le pratiche orientate ai fattori ESG producono conseguenze differenti a seconda delle aree di business su cui impattano, in proporzione a quanto ogni singolo fattore possa incidere sul valore aziendale.

Da un punto di vista dei fondi di investimento, non vi sono chiare evidenze a supporto della tesi secondo cui i fondi a stampo ESG ottengano rendimenti maggiori rispetto ai fondi tradizionali a gestione attiva. Prove empiriche interessanti sono state fornite da uno studio condotto da Nofsinger e Varma (2014). Rispetto ai fondi comuni convenzionali abbinati, i fondi comuni ESG sovra-performano durante i periodi di crisi. Questo smorzamento del rischio a ribasso si traduce però in una sotto-performance nei periodi normali in assenza di crisi. Tale modello di rendimento asimmetrico, particolarmente apprezzato da investitori che cercano riparo dal rischio di ribasso, è guidato dai fondi comuni d’investimento che si basano sulle tematiche ambientali, sociali e di governance e utilizzano strategie di screening positivo. I modelli osservati sono attribuiti ai fattori ESG dei fondi e non alle differenze nella gestione dei portafogli oppure alle caratteristiche delle aziende inserite nei portafogli. Gli autori ritengono che la responsabilità sociale delle imprese sia il fattore determinante associato a un livello di rischio inferiore nei periodi di crisi dei mercati. Moskowitz (2000) e Glode (2011) affermano che mentre i fondi d’investimento attivi tendono in maniera incondizionata a sottoperformare, rappresentano però una grande opportunità per gli investitori siccome offrono rendimenti superiori nei periodi di crisi economica. Dall’analisi effettuata, è emerso che prendendo in considerazione un campione di fondi SRI e i corrispondenti fondi convenzionali nell’arco di tempo 2000-2011, gli alfa (introdotto da Jensen, misura il rendimento incrementale o extrarendimento che un fondo di investimento ha prodotto rispetto alla redditività che avrebbe dovuto offrire sulla base del suo livello di rischio sistemico)⁶⁰ sono per entrambi negativi in maniera non significativa e non diversi fra loro nel complesso. In periodi non di crisi, i fondi convenzionali superano quelli SRI di 0,67-0,95% annualizzato, a seconda del modello di fattore utilizzato. Nei periodi di crisi tuttavia, i fondi SRI sovraperformano di 1,61-1,70%. Tale andamento è

⁵⁷ Eccles, R.G., Ioannou, I. & G. Serafeim, 2014, “*The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance*”, Management Science, 60 (11), pp. 2835-2857.

⁵⁸ Auer, B. R., Schuhmacher, F., 2016, “*Do socially (ir)responsible investments pay? New evidence from international ESG data*”, The Quarterly Review of Economics & Finance, 59, pp. 51-62.

⁵⁹ Khan, M., Serafeim, G. & A. Yoon, 2016, “*Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality*”, The Accounting Review, 91 (6), pp. 1697-1724.

⁶⁰ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/alfa-di-jensen.html>

trainato dai fattori ESG. In particolare sono i fondi ESG che utilizzano una strategia di screening positivo (individuazione di attributi desiderati anziché assenza di quelli indesiderati) a guidare questo modello di rendimento asimmetrico e ad essere associati ad alfa positivi durante periodi turbolenti di mercato. Vengono comparate anche diverse misure di portafoglio: livello di *turnover*, numero di azioni in portafoglio e allocazione dei titoli difensivi. Nessuna di queste giustifica il rendimento asimmetrico. Infine si analizzano anche le caratteristiche delle aziende presenti in entrambe le tipologie di fondi: quelli SRI, mediamente, detengono imprese più giovani e di dimensioni inferiori, più redditizie e meno esposte alla volatilità dei rendimenti. Tuttavia, l'evidenza empirica suggerisce ancora una volta che i driver delle sovraperformance in tempi di crisi sono rappresentati dai fattori di sostenibilità ambientale, sociale e di governance.⁶¹

2.5.2 Pratiche ESG e relazioni con il mercato dei capitali

Una seconda corrente letteraria ha spostato la lente d'ingrandimento sulle relazioni intercorrenti fra pratiche ESG e accesso al mercato del capitale. Uno spunto interessante proviene da El Ghouli et al. (2011) il cui studio ha dimostrato gli effetti della CSR (*Corporate Social Responsibility* o RSI) sul costo del capitale azionario per un vasto numero di imprese statunitensi. Partendo da un campione di 12.915 imprese con un anno di lavoro dal 1992 al 2007, si è scoperto che quelle con punteggi più elevati di CSR ottengono finanziamenti azionari a condizioni più economiche. I risultati empirici mostrano tuttavia che non tutte le sei dimensioni dell'indice di performance sociale KLD sono collegate al costo del capitale proprio; mentre gli investimenti in CSR nelle politiche ambientali, relazioni con i dipendenti e strategie di prodotto contribuiscono ad abbassare il costo del capitale proprio delle aziende, le azioni messe in essere nel campo delle relazioni comunitarie, dei diritti umani e delle diversità non portano agli stessi risultati. Inoltre la partecipazione in due industrie "peccaminose", nello specifico l'industria del tabacco e quella dell'energia nucleare, produce l'effetto contrario, distruggendo valore attraverso l'aumento del costo del capitale stesso. Ciò dimostra alcune teorie che la letteratura in passato aveva già dimostrato: le aziende con pratiche socialmente responsabili hanno una valutazione più alta ed un rischio più basso.

Lo studio offre anche alcuni suggerimenti. In primis, i risultati conseguiti dovrebbero spronare il management a perseguire attività di CSR e aumentare gli investimenti sostenibili nelle aree che consentono di ridurre il costo del capitale e aumentare il valore aziendale. In seconda battuta, data l'inclinazione degli analisti di borsa e dei media a prendere sempre più in considerazione le notizie e i dati "virtuosi", le imprese dovrebbero aumentare il proprio *commitment* nella divulgazione delle informazioni relative alla loro attività in ambito di CSR al pubblico. Così facendo ne gioverebbero reputazione e immagine aziendale presso la propria platea di *stakeholder*, con evidenti vantaggi nell'allargamento del capitale azionario a soggetti terzi. In terzo luogo, i risultati ottenuti dall'indagine criticano fortemente una pratica diffusa fra i consulenti

⁶¹ Nofsinger, J. & A. Varma, 2014, "Socially responsible funds and market crises", *Journal of Banking & Finance*, 48, pp. 180-193.

finanziatori e consigliata agli investitori, che consiste nel puntare su imprese a bassa CSR, ottenere alti rendimenti e utilizzare parte dei profitti conseguiti in attività filantropiche. Come osserva un investitore socialmente responsabile, “se i tuoi investimenti causano danni e cerchi di alleviare quel danno contribuendo con i tuoi profitti, non fai di più, e probabilmente di meno, che negare te stesso” (Statman, 2008).

Secondo gli autori, tale studio può anche essere esteso attraverso un campione globale di imprese. Salaber (2007) ritiene che la percezione da parte degli investitori delle aziende con un consistente o scarso impegno in tema di CSR, sia plasmata dalla cultura e dalla religione di un paese. Da qui nasce un interesse nel comprendere le differenze *cross-country* e *cross-culture* nel binomio CSR-costo del capitale.⁶²

Sulla stessa linea di pensiero troviamo Ashish Lodh, vice presidente di MSCI Research, che in uno studio pubblicato il 25 febbraio 2020 dal titolo “*ESG and the cost of capital*” è giunto a tre conclusioni importanti.

- la prima evidenza che le aziende con punteggi ESG più elevati hanno riportato costi di capitale inferiori rispetto alle imprese con punteggi più scarsi. L’analisi è stata condotta sia nei mercati sviluppati sia in quelli emergenti per un periodo che va dal dicembre 2015 al novembre 2019. Il costo del capitale proprio e il costo del capitale di debito hanno seguito la stessa relazione;
- Le aziende che si sono viste assegnare punteggi ESG più bassi, hanno messo in luce legami più forti con il costo del capitale rispetto a quelle con punteggi più elevati. Nei mercati sviluppati, aziende che hanno migliorato il loro rating ESG MSCI sono riuscite a ridurre il costo del capitale;
- Il management potrebbe considerare il forte legame in essere fra una corretta gestione dei rischi ESG rilevanti dal punto di vista finanziario e gli interessi degli investitori.

Nel corso degli ultimi anni si è notato un forte balzo dell’integrazione delle questioni ambientali, sociali e di governance nei portafogli e si è visto allo stesso tempo che il passaggio ad un’economia a basse emissioni di carbonio, può portare ad una riallocazione dei capitali nel corso del tempo.

Per l’analisi sono stati ottenuti i punteggi ESG MSCI mensili rettificati per settore che sono alla base dei rating ESG MSCI, dopo di che sono state classificate le società dell’indice MSCI World (caratterizzato da componenti appartenenti a mercati sviluppati) e MSCI Emerging Markets (MSCI EM) in due serie di punteggi ESG, ciascuna avente lo stesso numero di società. Nell’indice MSCI World, il costo medio del capitale del quintile con il rating ESG più elevato era del 6,16%, rispetto al 6,55% del quintile con il rating ESG più basso: lo spread era ancora più elevato per MSCI EM. Precedentemente si è verificato che le società con un alto rating ESG sono meno esposte ai rischi sistematico (rischio relativo all’intero andamento del mercato o di un settore) rispetto alle società con punteggi bassi. Tale risultato risulta aderente alla teoria del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), dove un rischio sistematico basso (il beta) determina un minor costo del capitale. Inoltre si è constatato che il costo medio del debito delle società con rating ESG elevato è inferiore a quello delle società con rating ESG bassi. Ciò è spiegato dal fattore “G”, lo standard di *corporate*

⁶² El Ghoul, S., Guedhami, O., Kwok, C.C.Y. & D. R. Mishra, 2011, “Does corporate social responsibility affect the cost of capital?”, *Journal of Banking & Finance*, 35, pp. 2388-2406.

governance, che riduce il rischio di default aziendale che a sua volta ha un effetto diretto sul costo del debito.⁶³

Figura 4: I punteggi ESG sono correlati al costo del capitale per le imprese



Le medie mensili sono state riportate nel periodo che va dal 31 dicembre 2015 al 29 novembre 2019. Il numero medio di società nell'indice MSCI World e nell'indice MSCI Emerging Markets nel periodo di analisi è stato rispettivamente di 1.552 e 960.

Fonte: Lodh A, 2020, "ESG and the cost of capital", MSCI Research

⁶³ Lodh A, 2020, "ESG and the cost of capital", MSCI Research: (<https://www.msci.com/www/blog-posts/esg-and-the-cost-of-capital/01726513589>)

2.5.3 ESG: cinque modi per creare valore

Witold Henisz, Tim Koller e Robin Nuttall⁶⁴, nel 2019 realizzarono un articolo intitolato “*Five ways that ESG creates value*”, pubblicato sulla rivista *McKinsey Quarterly* nel novembre dello stesso anno. Come si evince chiaramente dal titolo, il focus è sulle aziende virtuose, che includono le tematiche ESG nelle strategie di corporate prestando attenzione alle richieste provenienti dall’ecosistema, e il loro legame con la capacità di creare valore nel lungo termine. Nello studio vengono individuate cinque modalità diverse secondo cui, una chiara e forte proposta ESG si collega al flusso di cassa: crescita top line, riduzione di costi, minore esposizione agli interventi legali e normativi, aumento della produttività da parte dei dipendenti e ottimizzazione degli investimenti.

Una valida strategia che fa perno sulla sostenibilità ambientale, sociale e di governance offre l’opportunità all’impresa di allargare il proprio business in mercati diversi da quelli presidiati e favorire una crescita top-line. La creazione di rapporti di fiducia e collaborazione con la comunità, gli enti locali e più in generale gli stakeholder di riferimento, favorisce la legittimazione dell’impresa nell’ecosistema e l’ottenimento delle approvazioni e delle licenze per accedere a nuove possibilità di crescita. Un esempio lampante è dato dal settore minerario. Uno studio recente ha dimostrato come condotte improntate ai criteri ESG abbiano garantito un vantaggio competitivo ad alcune aziende nell’attività di estrazione dell’oro. Un forte *commitment* in ambito sociale, ambientale e di governance e la produzione di *spillover* positivi (creazione di posti di lavoro, introduzione di nuove tecnologie, coerenza con gli obiettivi politici e sociali delle entità locali) ha garantito a determinate aziende una maggiore facilità nell’estrazione della risorsa naturale senza incorrere in ritardi operativi o allungamenti della pianificazione.⁶⁵

Anche da parte dei consumatori la tematica della sostenibilità è altrettanto importante. Sempre la ricerca realizzata dalla McKinsey ha evidenziato che in una *survey* condotta su consumatori appartenenti a più settori come quello automotive, quello edile, quello dell’elettronica e così via, più del 70% degli intervistati si è dichiarato disponibile a sostenere un costo ulteriore del 5% per un prodotto green che offre le stesse performance di un prodotto simile, ma non eco-compatibile. Tali dati trovano riscontro anche nell’aumento delle vendite: nel 2012, quando la Nike lanciò il proprio nuovo modello sportivo “*Flyknit*”, l’intento principale era quello di ridurre i rifiuti generati; la scarpa fu progettata in maniera totalmente differente dagli altri modelli precedenti, con l’intera parte superiore lavorata a maglia da un unico filo di materiale. Ciò consentì all’azienda statunitense non solo di ottenere il target *zero-waste*, ma anche di raggiungere standard tecnici capaci di garantire prestazioni di altissimo livello, pari se non superiori a quelli offerti dalla concorrenza. Il successo fu anche commerciale: si stima che i ricavi generati da tale modello ammontino a

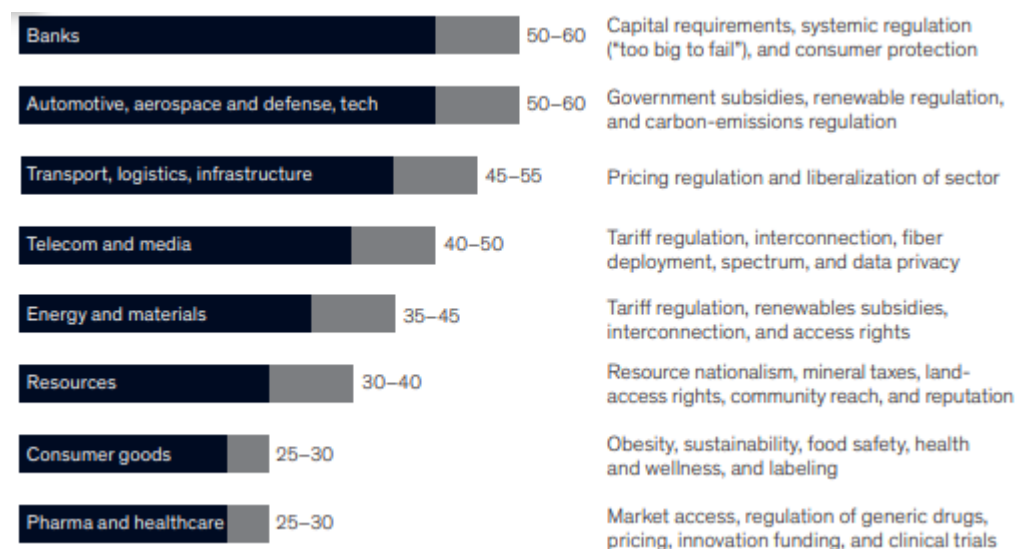
⁶⁴ Tim Koller è un partner dell’ufficio di Stamford della McKinsey e Robin Nuttall è partner dell’ufficio di Londra. Witold Henisz è professore alla Wharton School dell’Università della Pennsylvania

⁶⁵ Sinziana Dorobantu, Witold J. Henisz, and Lite J. Narthey, “*Spinning gold: The financial returns to stakeholder engagement*”, *Strategic Management Journal*, December 2014, Volume 35, Number 12, pp. 1727–48, onlinelibrary.wiley.com.

oltre 1 miliardo di dollari.⁶⁶ L'adozione di criteri ESG, soprattutto nell'ambito delle tecnologie di produzione e nelle modalità di approvvigionamento, può determinare significative riduzioni delle spese operative che, a detta della McKinsey, possono influenzare i profitti operativi fino al 60%. In particolare è stata individuata una correlazione fra efficienza delle risorse e performance finanziarie. 3M, azienda leader nella produzione di dispositivi di protezione individuale, adesivi, abrasivi, isolanti ecc., nel 1975 ha implementato il programma "3P" (*Pollution Prevention Pays*) per prevenire l'inquinamento attraverso la riprogettazione dei cicli produttivi, delle attrezzature, dei prodotti e una politica di riciclo e riutilizzo degli scarti di fabbrica. Tale soluzione ha consentito all'impresa di ottenere un risparmio di oltre 1 miliardo di dollari in 33 anni.⁶⁷ La Coca-Cola HBC Italia nel 2017 ha provveduto all'installazione negli stabilimenti di Nogara, Oricola e Marcanise di impianti di cogenerazione ad alta efficienza che consentiranno la produzione simultanea di energia elettrica, termica calda e fredda. Ciò avrà considerevoli impatti su diversi fronti: garantirà una diminuzione dei costi di fornitura, una riduzione delle emissioni e un risparmio di energia primaria con conseguenti benefici sui costi operativi.⁶⁸

L'adozione di politiche di sostenibilità offre all'azienda maggior libertà strategica e meno vincoli normativi. È stato appurato come l'integrazione dei fattori ESG riduca eventuali azioni ostili e incentivi il sostegno da parte delle autorità governative. La posta in gioco in questi casi è molto elevata, basti pensare soltanto che un terzo dei profitti aziendali può essere influenzato dall'intervento statale. Di seguito uno schema illustrativo di come l'intervento governativo e la regolamentazione in vigore possono influenzare l'EBITDA delle imprese nei vari settori:

Figura 5: quota dei profitti aziendali influenzata dalla normativa e dall'intervento statale



Fonte: Henisz W., Koller T., Nuttall R., 2019, "Five ways that ESG creates value", McKinsey Quarterly

⁶⁶ Tratto da: Porter M.E., Serafeim G., Kramer M., 2019, "Where ESG fails?", Institutional Investor, 16 ottobre 2019

⁶⁷ Economist Intelligence Unit, Corporate Citizenship: Profiting From Sustainable Business (London: The Economist, 2008)

⁶⁸ Coca-Cola HBC Italia, 2017, Rapporto di Sostenibilità 2017, 14° edizione

Così come per i consumatori, un forte orientamento ESG è in grado di influenzare ed attrarre capitale umano qualificato. Il perseguimento di obiettivi sociali e ambientali accanto a quelli economico-finanziari stimola la motivazione e la produttività dei dipendenti, nonché il loro senso di appartenenza ad un'entità che incarna valori e ideali nei quali gli stessi si rispecchiano. Inoltre ad una soddisfazione maggiore dei dipendenti corrisponde un rendimento maggiore per gli azionisti. In uno studio condotto da Alex Edmans, professore allo London Business School, è emerso che le società inserite nella lista delle “*100 Best Companies to Work For*” stilata da Fortune, hanno conseguito dal 2,3% al 3,8% in più di rendimenti annui azionari rispetto alle altre società in un intervallo temporale che va dal 1984 al 2011. Ciò ha confermato quanto ipotizzato precedentemente: in concordanza con la teoria sulla gestione delle risorse umane, la soddisfazione sul luogo di lavoro è associata alla creazione di valore a lungo termine; la CSR è uno strumento idoneo a migliorare i rendimenti azionari; il mercato azionario non consente la piena valorizzazione degli *intangible assets*, sarebbe opportuno pertanto tutelare gli investitori dai prezzi delle azioni a breve termine e incentivare una *long-run growth*.⁶⁹

Infine una forte proposta ESG può dirigere gli investimenti verso opportunità più *green* e sostenibili nel lungo periodo (come le energie rinnovabili) e che garantiscano ritorni più elevati. Allo stesso tempo può distogliere anche capitali da investimenti che potrebbero rivelarsi rischiosi a causa delle difficoltà ambientali e climatiche che stiamo attraversando (il riferimento è in particolare alle compagnie petrolifere).⁷⁰

⁶⁹ Alex Edmans, “*The link between job satisfaction and firm value, with implications for corporate social responsibility*” Academy of Management Perspectives, November 2012, Volume 26, Number 4, pp. 1–9, journals.aom.org.

⁷⁰ Il paragrafo è stato tratto da : Henisz W., Koller T., Nuttall R., 2019, “Five ways that ESG creates value”, McKinsey Quarterly

Figura 6: Legame fra proposta ESG e creazione/distruzione di valore

	Strong ESG proposition (examples)	Weak ESG proposition (examples)
Top-line growth	Attract B2B and B2C customers with more sustainable products Achieve better access to resources through stronger community and government relations	Lose customers through poor sustainability practices (eg, human rights, supply chain) or a perception of unsustainable/unsafe products Lose access to resources (including from operational shutdowns) as a result of poor community and labor relations
Cost reductions	Lower energy consumption Reduce water intake	Generate unnecessary waste and pay correspondingly higher waste-disposal costs Expend more in packaging costs
Regulatory and legal interventions	Achieve greater strategic freedom through deregulation Earn subsidies and government support	Suffer restrictions on advertising and point of sale Incur fines, penalties, and enforcement actions
Productivity uplift	Boost employee motivation Attract talent through greater social credibility	Deal with "social stigma," which restricts talent pool Lose talent as a result of weak purpose
Investment and asset optimization	Enhance investment returns by better allocating capital for the long term (eg, more sustainable plant and equipment) Avoid investments that may not pay off because of longer-term environmental issues	Suffer stranded assets as a result of premature write-downs Fall behind competitors that have invested to be less "energy hungry"

Fonte: Henisz W., Koller T., Nuttall R., 2019, "Five ways that ESG creates value", McKinsey Quarterly

2.5.4 ESG e innovazione sociale: i driver del valore economico secondo Porter

Una critica al paradigma ESG, o meglio ancora, un monito agli investitori e ai manager, proviene da Michael Porter in un articolo pubblicato nel novembre 2019 sulla rivista *"Institutional Investor"*, dal titolo *"Where ESG Fails"*. L'accademico statunitense, coadiuvato da George Serafeim e Mark Kramer, anche loro docenti presso l'Harvard Business School, ritiene che le aziende non abbiano compreso a pieno le opportunità derivanti dagli investimenti ESG (oppure a impatto sociale) perdendo di vista quelli che sono i veri *driver* del valore economico. Soltanto integrando il concetto di valore condiviso all'interno della strategia aziendale, un'impresa può garantire ai propri azionisti rendimenti elevati. Attraverso l'innovazione sociale è possibile coniugare valore sociale (contribuendo al benessere di una comunità di riferimento) e creazione del vantaggio competitivo (necessario per il conseguimento di performance economiche superiori a quelle dei competitors).

Porter sottolinea come l'idea comunemente diffusa che associa elevati rating ESG ad alti rendimenti azionari, a prescindere dalla materialità delle metriche ESG adottate e del loro legame con la strategia competitiva, sia errata. Nessuno studio è mai riuscito a provare che le aziende incluse nel *Dow Jones Sustainability Index* riescano a garantire degli alfa agli investitori. Guardando invece alle aziende incluse nella lista *Change The World* a cura di *Fortune* dal 2015 al 2017, si registrano sovraperformance rispetto

all'indice azionario mondiale MSCI mediamente pari al 3,9% nell'anno dopo la pubblicazione. È altrettanto interessante osservare come le aziende dell'elenco *Fortune* non raggiungano allo stesso tempo però i vertici delle classifiche ESG nei rispettivi settori. Quello che sta accadendo è che la classe manageriale troppo spesso guarda alla sostenibilità come un mero strumento per rafforzare la reputazione e l'immagine aziendale, mirando soltanto a migliorare le relazioni con i propri stakeholder; gli investitori allo stesso tempo guardano ai fattori ESG come uno strumento per ridurre i rischi normativi o di reputazione delle società nei loro portafogli. In questo modo si perde soltanto il nesso fra impatto sociale e creazione di valore economico.

Negli ultimi anni le tematiche ESG si sono molto avvicinate a quello che è il lato economico delle scelte aziendali. Le dinamiche sociali, ambientali e di governance possono avere influenza sui risultati finanziari. Ad oggi le valutazioni ESG, sia quelle fornite dalle società di rating sia quelle che emergono dai rapporti di sostenibilità, o le linee guida della *Global Reporting Initiative*, sono sempre più specifiche e dettagliate. Tuttavia resta un problema irrisolto: il giudizio che viene fornito è un giudizio complessivo, basato su una media ponderata dei vari indicatori utilizzati; in questo modo viene meno il concetto di materialità, vale a dire non viene data rilevanza maggiore agli indicatori relativi alle aree in cui l'attività aziendale ha un impatto più forte. Facendo un salto indietro agli anni del crack finanziario del 2008, l'attribuzione di punteggi ESG positivi alle banche in tema di emissioni di carbonio (assolutamente non materiali per la performance economica in questo caso) e la mancata considerazione della concessione di mutui *subprime* senza garanzie, hanno determinato risvolti sociali e finanziari disastrosi.

Un passo in avanti è stato fatto grazie al Sustainability Accounting Standards Board attraverso l'introduzione di standard settoriali che garantissero una relazione chiara fra impatto sociale e performance economica. Ciò ha consentito ad uno studio di dimostrare come la convergenza degli sforzi aziendali su questioni sociali e ambientali materiali sia alla base di sovraperformance di mercato, con alfa che variavano dal 3% al 6% annuo (Yoon, Khan e Serafeim 2017).⁷¹ L'inquadrimento di tali fattori da un punto di vista aziendale e non esclusivamente sociale, può influenzare il rendimento per gli azionisti.

Nonostante i miglioramenti nelle metriche ESG, la diffusione delle *best practices* settoriali e la convergenza dei fattori materiali nelle stesse, rendono impossibile attribuire un vantaggio competitivo ad una singola azienda. L'aumento degli standard operativi e di efficienza all'interno di una settore livella il posizionamento competitivo delle imprese.

Altro punto debole deriva dal fatto che spesso le aziende mettono in mostra i risultati dei loro sforzi in ambito sociale e ambientale in cerca di legittimazione, ma nascondono i ritorni economici agli investitori, che di conseguenza ignorano come l'innovazione sociale sia un pilastro della creazione di valore economico.

⁷¹ Yoon A., Khan M., Serafeim G., 2017, "*ESG and Alpha: The Role of Materiality*", Causeway: (<https://www.causewaycap.com/insight/esg-and-alpha-the-role-of-materiality/>)

Maggior attenzione viene anche suggerita nel *reporting*: molto spazio viene lasciato all'integrazione fra performance sociali e finanziarie, ma poca considerazione viene prestata a quei fattori sociali che fungono da *drivers* del vantaggio competitivo. È quanto accaduto a SAP, leader nella produzione di software gestionali, capace di correlare fattori ESG con *profit and loss* conseguiti, senza tuttavia indicare come tali fattori trainassero la strategia competitiva.

Porter riconosce dunque che il modo più potente per integrare innovazione sociale e valore economico è la strategia di corporate. Il caso Discovery che ci offre è sicuramente fra i più emblematici. Si tratta di una compagnia assicurativa sudafricana sulla vita e sulla salute che ha come scopo quello di rendere le persone più sane. La sua visione, nonché fonte del suo successo, è stata l'integrazione della *mission* nella strategia e nelle *operations*; inserendo nell'assicurazione sanitaria un sofisticato meccanismo di incentivi economici per i clienti ad adottare comportamenti più sani, ha spinto gli assicurati a migliorare il proprio stile di vita e raggiungere gli obiettivi settimanali prefissati dalla compagnia, monitorati da apposite *app* e *devices* indossabili di fitness. I risultati hanno confermato che tali incentivi incoraggiano comportamenti *healthy*, riducendo i costi sanitari e allungando l'aspettativa di vita. Grazie al proprio modello di business, Discovery può offrire prodotti assicurativi a prezzi più bassi e, in virtù dell'esperienza e dell'unicità del proprio modello, può godere di un vantaggio competitivo sostenibile nel lungo termine. L'azienda sudafricana è la prova di come una strategia fondata sulla creazione di valore condiviso e una proposta di valore distintiva che fornisca un valore aggiunto al cliente (differenziazione) o benefici di efficienze operative (costi minori), si traducano in una performance economica superiore.

Gli autori concordano sul fatto che il concetto di valore condiviso possa ripartire la strategia aziendale su tre livelli:

1. “creare nuovi prodotti che rispondono a bisogni sociali emergenti o aprono segmenti di clienti attualmente non serviti”;
2. “migliorare la produttività nella catena del valore, sia trovando nuove efficienze sia aumentando la produttività dei dipendenti e dei fornitori”;
3. “investire per migliorare l'ambiente aziendale o il cluster industriale nelle regioni in cui l'azienda opera”

Nella letteratura sono molte le imprese virtuose riuscite nell'intento di creare valore condiviso: pensiamo alla Nike con la scarpa “Flyknit”, BHP nel settore minerario, Becton Dickinson nell'ambito dei dispositivi medici e così via. Tutte sono state accomunate da un unico fattore: performance economiche superiori ai competitors. Il connubio fra innovazione sociale e vantaggio competitivo trascende il semplice paradigma ESG e getta le basi per la crescita e la redditività nel lungo periodo.

Si ritiene necessario al contempo anche un *shift* mentale da parte degli investitori: comprendere a fondo il concetto di valore condiviso come base logica degli investimenti è importante per non spingere il *management* a perseguire obiettivi ESG non materiali per la performance aziendale o il progresso sociale.

Sarà compito delle aziende dunque differenziare la propria comunicazione a seconda del tipo di *stakeholder* al quale sarà indirizzato il messaggio: per gli investitori sono auspicabili forme comunicative sempre più mirate e ad hoc in modo da evidenziare il legame fra innovazione sociale, vantaggio competitivo e valore economico.

Porter ritiene fondamentale questo passaggio: educare gli investitori a distinguere le imprese che creano effettivamente valore condiviso attraverso un forte impatto sociale da quelle attente solo all'immagine e alla reputazione attraverso pratiche ESG. Lo scopo finale dell'investimento è quello di impegnare risorse su progetti diretti al soddisfacimento di bisogni sociali e che allo stesso tempo garantiscano profitti; non più soltanto le imprese, il concetto di responsabilità sociale deve toccare necessariamente anche gli azionisti. “Investire su aziende che contribuiscono alla crescita della società in maniera profittevole e disinvestire da quelle che non fanno altrettanto, sarà la premessa per la nascita di un circolo virtuoso diretto al miglioramento delle condizioni degli stakeholder e dell'intero ecosistema”.⁷²

⁷² L'intero paragrafo è stato elaborato a partire da: Porter M.E., Serafeim G., Kramer M., 2019, “Where ESG fails?”, Institutional Investor, 16 ottobre 2019

2.6 I principali contributi degli autori nella letteratura ESG

La seguente tabella effettua una breve rassegna della letteratura degli ultimi anni in materia di performance sociali, ambientali e di governance. Verranno sinteticamente illustrati i contributi offerti dagli autori in merito all'associazione fra condotte ESG e performance operative e di mercato.

Autore	Anno	Indicatore	Contributo
Schauten e van Dijk	2011	Costo del debito	Partendo da un dataset di 542 emissioni obbligazionarie di grandi imprese europee fra il 2001 e il 2009, gli autori esaminano l'impatto della governance societaria sul costo del debito per le imprese. Scomponendo la componente "G" in diversi indicatori che vengono raggruppati in quattro categorie (diritti degli azionisti, difesa contro le scalate ostili, struttura e funzionamento del CdA, informativa e divulgazione societaria), è possibile notare come all'assegnazione di rating elevati per la variabile "G" corrisponda un minor costo per le obbligazioni emesse.
Nofsinger e Varma	2013	CAPM Alpha; FF3 Alpha; Carhart 4-Factor Alpha	Partendo da un campione di 240 fondi statunitensi SRI abbinati a fondi convenzionali, si nota come i primi ottengano rendimenti di mercato superiori in periodi di crisi e inferiori in periodi normali rispetto ai secondi. Questo modello asimmetrico, apprezzato da investitori prudenti, si basa sull'effetto positivo dell'integrazione dei fattori ESG nelle politiche aziendali e sull'adozione di strategie di screening positivo per la

			scelta dei titoli da inserire nel portafoglio.
Eccles et Al.	2014	Indicatori di mercato; Indicatori di performance (ROE e ROA)	In un paniere di 180 aziende americane (90 ad "alta" e 90 a "bassa" sostenibilità), vediamo come nell'intervallo di tempo dal 1993 al 2009, le prime che hanno implementato politiche ESG più forti abbiano sperimentato rendimenti contabili e di mercato più elevati.
Clark, Feiner e Viehs	2015	Indicatori di mercato (costo del debito, costo del capitale proprio, Q di Tobin, valore azionario); Indicatori di performance (ROA)	In un meta-studio condotto dall'università di Oxford in collaborazione con l'Arabesque Asset Management, è stata effettuata una rassegna della letteratura ESG degli ultimi 30 anni, evidenziando come una forte performance in termini ambientali, sociali e di governance determini la riduzione del costo del capitale di debito e del capitale proprio, un aumento delle performance operative e del valore di mercato delle azioni.
Giudici e Bonaventura	2018	Indicatori di mercato (Earnings per share, dividend yield); Indicatori di performance (volumi di fatturato, variazione	Analizzando l'indice Stoxx Europe 600 formato da 600 titoli azionari ad alta, media e bassa capitalizzazione di imprese sparse in 17 paesi europei, in un intervallo di tempo che va dal 2012 al 2017, si è dimostrato che le aziende con rating ESG più elevati conseguono performance di mercato più elevate. Queste ultime vengono elaborate a partire da una serie di indicatori come: variazione P/E;

		marginalità operativa, <i>leverage effect</i> , tax effect)	variazione volume di fatturato; variazione marginalità operativa; leverage effect; tax effect; dividend yield.
Eliwa et Al.	2019	Indicatori di mercato (costo del debito)	Esaminando un campione di 6.018 imprese appartenenti a diversi settori in 15 paesi dell'UE, si è dimostrata una correlazione negativa fra performance ESG e costo del debito. Ciò significa che in presenza di proposte ESG valide, si osserva una riduzione del costo del debito (tassi di interesse). Gli istituti di credito integrano le informazioni sulle prestazioni ESG delle imprese nella determinazione del rischio delle stesse e nei modelli decisionali di concessione dei finanziamenti.
Henisz et Al.	2019	Volumi di fatturato; riduzione dei costi; minore esposizione ad interventi legali e normativi; ottimizzazione investimenti; produttività dipendenti.	Secondo gli autori, una chiara e forte proposta ESG genera benefici all'azienda da diversi punti di vista. In particolare favorisce la crescita <i>top-line</i> , riduce i costi di produzione ed approvvigionamento, riduce l'esposizione dell'azienda a controversie legali, migliora la produttività dei dipendenti, ottimizza il flusso degli investimenti.
Razak et Al.	2020	Indicatori di mercato: CDS	Esaminando un campione di 2.094 aziende sparse prevalentemente fra

		o <i>Credit Default Swap</i>	Stati uniti, Giappone, Francia e Regno Unito dal 2013-2016, abbiamo osservato come prestazioni elevate in ambito ESG siano correlate a <i>spread</i> più bassi per i <i>Credit Default Swap</i> (CDS), utilizzati come misura del rischio di credito basato sul mercato. Le variabili della sostenibilità che maggiormente impattano sul rischio di credito sono: cambiamento climatico, utilizzo delle risorse naturali, capitale umano e corporate governance.
Lodh	2020	Indicatori di mercato: (costo del debito, rischio sistematico o beta)	Uno studio effettuato dalla <i>Morgan Stanley Capital International</i>, mostra come all'interno di due panieri (MSCI World e MSCI Emerging Markets) rispettivamente costituiti da imprese appartenenti a mercati consolidati e imprese appartenenti a mercati emergenti, le imprese che ottengono un Rating ESG elevato possano beneficiare di un costo del debito inferiore e un'esposizione al rischio sistematico (beta) minore rispetto alle imprese con punteggi ESG più bassi.

3. Metodologia

3.1 Introduzione all'analisi e obiettivi di ricerca

Partendo dal contributo fornito dagli autori sopra elencati e dalla teoria di Porter relativa al binomio innovazione sociale e creazione di valore condiviso, svilupperemo un'analisi empirica che ci permetterà di conoscere la relazione che sussiste fra *long-term value creation* e rating di sostenibilità. Andremo nello specifico ad indagare l'impatto delle pratiche sostenibili sulle prestazioni economiche e finanziarie delle imprese, al fine di comprendere quali determinanti del paradigma ESG contribuiscono alla generazione di flussi di cassa nel tempo e che ruolo giocano altre grandezze coinvolte come la capitalizzazione di mercato e il rendimento in eccesso.

La sostenibilità rappresenta una delle tendenze più significative nell'ambito dei mercati finanziari negli ultimi decenni. Sia gli investitori, attraverso gli investimenti sostenibili e socialmente responsabili (SRI), che le imprese, attraverso la Corporate Social Responsibility (CSR), dimostrano una sempre più profonda convinzione dell'importanza odierna di integrare le tematiche ESG nelle proprie decisioni di allocazione dei capitali. Per capire meglio la dimensione del fenomeno di cui stiamo discutendo, secondo la Global Sustainable Investment Alliance (GSIA) gli investimenti sostenibili al 2020 hanno toccato la quota record di 35,3 trilioni di dollari, con un rialzo del 15% rispetto al 2018 e addirittura del 55% rispetto al 2016.⁷³ Come suggerito nella letteratura da Porter e Serafeim, le performance positive sia in ambito finanziario che sociale, possono essere conseguite soltanto quando un'impresa riesce virtuosamente a integrare il concetto di valore condiviso nelle strategie aziendali; per valore condiviso si intende la capacità delle aziende di investire su progetti diretti al soddisfacimento di bisogni sociali e allo stesso tempo redditizi per l'impresa. Tale obiettivo richiede però un *screening* preliminare diretto ad evidenziare le componenti chiave di sostenibilità in relazione al *business* aziendale; intuibile come per un'azienda dell'industria petrolchimica siano più rilevanti le emissioni di anidride carbonica e sostanze tossiche rispetto ad un'azienda operante nell'industria dei servizi finanziari. La seguente tabella offre una panoramica generale su quelle che possono essere le questioni materiali in tema di sostenibilità per ogni singolo fattore del paradigma:

⁷³ Global Sustainable Investment Alliance Report 2020: (<http://www.gsi-alliance.org/trends-report-2020/>)

Figura 7: selezione di alcune questioni ESG materiali per ogni fattore del paradigma⁷⁴

ENVIRONMENTAL ("E")	SOCIAL ("S")	GOVERNANCE ("G")
Biodiversity/land use	Community relations	Accountability
Carbon emissions	Controversial business	Anti-takeover measures
Climate change risks	Customer relations/product	Board structure/size
Energy usage	Diversity issues	Bribery and corruption
Raw material sourcing	Employee relations	CEO duality
Regulatory/legal risks	Health and safety	Executive compensation schemes
Supply chain management	Human capital management	Ownership structure
Waste and recycling	Human rights	Shareholder rights
Water management	Responsible marketing and R&D	Transparency
Weather events	Union relationships	Voting procedures

Elaborazione: University of Oxford & Arabesque Partners

L'analisi che condurremo avrà il pregio di utilizzare degli ESG Rating ponderati secondo la materialità di ciascuna questione per ogni tipologia di settore, attribuendo quindi un peso maggiore a quei fattori più influenti sui rischi e sulle opportunità a cui le imprese vanno incontro. Analizzeremo questo aspetto nel dettaglio nel successivo paragrafo.

Il dibattito sulla relazione fra performance di sostenibilità e performance economiche-finanziarie e di mercato è presente nella letteratura sin dai tempi delle teorie di Friedman e Freeman, e successivamente ripreso da numerosi autori. Il filo conduttore che lega i contributi letterari nell'ultimo ventennio è rappresentato dall'utilizzo dei tradizionali indicatori contabili di performance come il ROA e il ROE, oppure indicatori di mercato come il TSR, come variabili dipendenti in funzione dei rating di sostenibilità delle aziende.

Il contributo innovativo del nostro studio si basa invece sull'introduzione di una misura molto recente nella letteratura delle performance aziendali, nota come LIVA (Long-term Investor Value Appropriation); si tratta di un indicatore di creazione/distruzione del valore per gli investitori nel lungo termine, comparso per la prima volta sullo *Strategic Management Journal* nel novembre 2019 ad opera di P.D. Wibbens, professore di Strategie d'azienda presso l'INSEAD Business School e N. Siggelkow, docente presso la Wharton School of the University of Pennsylvania.⁷⁵

A differenza dei classici indicatori contabili, caratterizzati da una prevalente proiezione sul breve termine, inficiati dalle politiche contabili e fiscali del management e inadeguati per catturare il valore realmente

⁷⁴ I dati inseriti provengono da diverse fonti: MSCI (2013), UBS (2013), Bonini e Goerner (2011), Sustainability Accounting Standard Board (2013), Global Reporting Initiative (2013).

⁷⁵ Wibbens P.D., Siggelkow N., 2019, "Introducing LIVA to measure long-term firm performance", *Strategic Management Journal*

prodotto nel lungo termine, la LIVA utilizza i dati relativi al prezzo delle azioni per cogliere il valore creato o distrutto da un'azienda per l'intera base di investitori. Applicando la formula del Valore Attuale Netto (VAN), è possibile stimare il valore di un progetto di investimento partendo dai flussi di cassa attesi; la LIVA impiega invece i dati storici per calcolare l'effettivo valore generato da un'impresa per i propri investitori.

Altra peculiarità è relativa al fatto che si tratta di una dimensione assoluta della performance, espressa in termini monetari. Ciò comporta alcuni vantaggi soprattutto quando la performance viene adoperata come variabile dipendente nelle regressioni (ed è quello che faremo esattamente nel nostro caso). I risultati in tal caso saranno influenzati principalmente dalle piccole imprese. Questo avviene data la maggior numerosità di queste rispetto alle imprese di grandi dimensioni e per la varianza delle misure di rapporto, molto più grandi nel caso sempre delle piccole imprese. Applicando la LIVA, tale problematica verrebbe scongiurata, in quanto le dimensioni assolute riflettono la grandezza economica e le regressioni potrebbero essere guidate sia dalla performance delle piccole, sia dalla performance delle grandi imprese, a seconda di quali in aggregato hanno la dimensione e la varianza maggiori.

Gli autori offrono numerosi suggerimenti sugli ambiti di applicazione della LIVA: i grandi eventi straordinari come le operazioni di M&A per valutare la convenienza economica delle stesse; gli studi intersettoriali per superare i limiti posti dalle diverse convenzioni contabili adottate, essendo la LIVA una misura estranea ai principi contabili; i cambiamenti nella politica economica, ad esempio per verificare nel tempo l'impatto sui risultati aziendali dovuto all'introduzione di leggi a tutela della proprietà intellettuale; le innovazioni di prodotto e processo, al fine di comprendere in che misura possano creare delle differenze significative a livello di redditività fra imprese dello stesso settore o quali siano i driver del valore per determinate *industry*.

Nel nostro studio, effettueremo un'associazione sperimentale: andremo a testare l'impatto delle performance di sostenibilità sulla creazione/distruzione di valore nel lungo termine. Finora il tema delle prestazioni in ambito ESG è stato sempre osservato in relazione a differenti punti di vista: è stato correlato alla riduzione del costo del debito (Eliwa et Al., 2019) (Schauten e van Dijk, 2011), ai rendimenti contabili (Eccles et Al., 2014), al rischio di credito basato sul mercato (Razak et Al., 2020), agli indicatori di mercato (Lodh, 2020) (Giudici e Bonaventura, 2018), alla produttività dei dipendenti, al grado di innovazione e all'esposizione alle controversie legali (Henisz et Al. 2019).

L'obiettivo finale di questa ricerca, come anticipato nella parte introduttiva, è quello di definire in che modo impatta l'integrazione degli obiettivi ESG nelle strategie aziendali sulla performance di lungo termine; scendendo più nello specifico, indagheremo su una possibile correlazione fra l'assimilazione delle tematiche ambientali, sociali e di governance e la creazione/distruzione di ricchezza monetaria per la categoria degli investitori, da parte delle aziende.

La scelta di adottare la LIVA come misura della performance di lungo termine e i Rating ESG come indicatori delle performance in materia di sostenibilità da parte delle imprese, nasce da alcuni presupposti ben chiari. Agire in modo sostenibile significa spostare il focus della creazione di valore per gli azionisti alla creazione di valore per l'intera comunità di riferimento dell'impresa e, di conseguenza, per l'intera classe di *stakeholder*. Privilegiare un approccio a breve termine, orientato all'aumento dei profitti anche a scapito di alcune categorie di portatori d'interessi (fornitori, dipendenti e clienti), può rivelarsi controproducente nel lungo periodo, determinando un deterioramento progressivo delle performance aziendali. Le misure che abbiamo introdotto, sono perfettamente in grado di cogliere la grandezza dei fenomeni descritti e possono rappresentare un valido strumento a disposizione del management per comprendere la bontà delle scelte strategiche effettuate e i punti di debolezza su cui intervenire, per non compromettere la capacità dell'azienda di generare flussi di cassa futuri.

Le variabili principali del nostro studio, individuate nella LIVA come misura della performance aziendale di lungo termine e i Rating ESG come misura delle prestazioni in chiave sostenibile delle imprese, troveranno ampia descrizione nei paragrafi seguenti della trattazione, dove verranno illustrate le modalità di impiego, di calcolo e i relativi vantaggi e svantaggi nella loro adozione. Seguirà una breve introduzione anche delle due variabili di controllo rappresentate dalla capitalizzazione di mercato e i rendimenti di mercato in eccesso. Nell'ultimo paragrafo verranno presentate le caratteristiche del campione utilizzato e le fonti dal quale questo è stato ricavato; si procederà dunque con una spiegazione del modello di regressione prescelto e un'esposizione dei risultati emersi dall'analisi.

3.2 Descrizione delle variabili impiegate

3.2.1 LIVA (*Long-term Investor Value Appropriation*)

La LIVA, acronimo di *Long-term Investor Value Appropriation*, rappresenta una nuova misura della performance aziendale nel lungo termine. Introdotta da Wibbens e Siggelkow, rappresenta il ponte tra la teoria della massimizzazione del valore aziendale come obiettivo del management e l'evidenza empirica della misurazione della performance aziendale attraverso indici a breve termine come il ROA (*Return on Assets*).

Un'analisi condotta dallo *Strategic Management Journal* (SMJ), rivela che l'utilizzo di indici contabili per la misurazione delle performance d'impresa (ad esempio il rendimento annuale o trimestrale delle attività), non riesce a catturare la creazione di valore nel lungo termine e quantificare la massimizzazione del valore aziendale.

La letteratura evidenzia invece alcune distorsioni: secondo Fisher e McGowan (1983)⁷⁶, è possibile notare come alcune aziende che abbiano creato valore economico per i propri investitori allo stesso tempo abbiano registrato un ritorno sul capitale (ROC) inferiore al costo dello stesso e viceversa; Levinthal e Wu (2010)⁷⁷ ha dimostrato invece come alcuni progetti a VAN positivo possano addirittura condurre ad una diminuzione del ROC aziendale.

La LIVA nasce appunto per colmare questo gap e quantificare la reale creazione/distruzione di valore in termini monetari per gli investitori. In particolare è interessante esaminare il rapporto esistente fra questo nuovo indicatore di performance aziendale nel lungo periodo e le tradizionali misure di performance come il *Total Shareholder Return* (TRS), il profitto economico (EP), il *Return on Capital* (ROC) e il *Return on Assets* (ROA).

Definizione e applicazione nella letteratura

Come potremmo definire la LIVA? Con lo scopo di formulare una misura che sia compatibile con il concetto teorico di massimizzazione del valore, potremmo definire la LIVA come il Valore Attuale Netto (VAN) dei rendimenti passati. Nello specifico rappresenterebbe la somma attualizzata dell'eccesso di rendimento assoluto del mercato azionario e, nel lungo termine, andrebbe a coincidere con la somma scontata dei profitti economici calcolati a partire dai documenti di bilancio. L'equivalenza nel lungo periodo è dovuta al fatto che il *gap* nel breve fra rendimenti azionari e profitti contabili tende ad assottigliarsi fino a sparire considerando un orizzonte temporale più ampio, a patto che entrambe le misure vengano correttamente attualizzate. Ciò

⁷⁶ Fisher F.M. & McGowan J.J., 1983, "On the Misuse of Accounting Rates of Return to Infer Monopoly Profits", *The American Economic Review*, 73(1), 82–97

⁷⁷ Levinthal, D. A. & Wu, B., (2010), "Opportunity costs and non-scale free capabilities: Profit maximization, corporate scope, and profit margins", *Strategic Management Journal*, 31(7), 780–801.

che avviene, utilizzando uno o l'altro indicatore, è semplicemente lo spostamento dei profitti avanti o indietro nel tempo, senza che questo possa incidere sul valore totale nel lungo termine.

Alcuni studi condotti mostrano come la LIVA presenti alcuni vantaggi significativi in specifici contesti di applicazione rispetto a misure classiche come il ROA, il TSR e CAR.

Sebbene esistano parecchi modi per misurare la performance aziendale, i criteri di misurazione basati su indicatori contabili sono largamente i più diffusi nella letteratura. In un'analisi condotta dagli autori del paper sugli studi pubblicati dallo *Strategic Management Journal*, si evidenzia una netta propensione verso l'adozione del ROA come misura della performance finanziaria e, in numerosi casi, anche come variabile dipendente. La ragione è da individuare nella facilità di calcolo di tale indice, oltre all'affidabilità mostrata per l'impiego nel corso degli anni. Ciononostante, tale pratica non è risultata esente da critiche. L'obiettivo delle aziende dovrebbe essere quello di massimizzare il valore aziendale in termini di dimensioni assolute e non i rendimenti in termini di rapporti (Levinthal e Wu, 2010). Wiseman (2009) invece, ritiene che l'applicazione del ROA nelle regressioni possa veicolare correlazioni spurie, a differenza invece di misure assolute. Altri studi richiamano differenti soluzioni come l'EBITDA (*earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*), espressione assoluta del reddito prodotto dalla gestione operativa, oppure il TSR, dato dal rendimento delle azioni più l'apprezzamento delle stesse, considerando anche i dividendi reinvestiti.

Sulla valutazione degli investimenti c'è una convergenza unanime verso l'adozione del VAN (o NPV. *Net Present Value*), secondo il quale un investimento va effettuato nel caso in cui mostri un rendimento superiore al costo del capitale e pertanto generi nuova ricchezza.

Da un punto di vista tecnico il VAN è definito come la sommatoria dei flussi di cassa attesi (CF, *cash flows*) generati da un investimento, attualizzati per il costo del capitale “*r*”.

$$NPV = \sum_t \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

Effettuando una proiezione nel lungo termine, è possibile pertanto valutare il successo delle decisioni strategiche, garantendo una visione globale della reale creazione/distruzione di valore per gli investitori.

Metodologie di calcolo

Per formalizzare l'equazione della LIVA, andremo a stimare *ex post* tutti i flussi di cassa attualizzati da e per gli investitori nell'intervallo di tempo che va da $t = 0$ a $t = T$. Supponiamo pertanto che gli investitori al tempo $t = 0$ investano una somma pari a V_0 , ossia il valore dell'azienda in quel preciso momento; dopo di che, nei successivi periodi t questi ricevano dei flussi di cassa prodotti dalla gestione aziendale FCF_t ; al tempo T invece, provvedano ad alienare l'azienda al suo valore di mercato V_T . I Free Cash Flows sono flussi monetari diretti a tutti gli investitori, quindi titolari di capitale proprio e di debito, e corrisponde al flusso di

cassa delle operazioni al netto delle spese di capitale. Sommando i flussi di cassa al tempo $t = T$, scontati ad un costo del capitale pari ad r otteniamo:

$$(1) \quad LIVA = V_T - V_0(1+r)^T + \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1+r)^{t-T}}.$$

Se si considerano il valore iniziale e il valore finale uguali all'*enterprise value* (vale a dire il valore di mercato dell'*equity* più il valore contabile del debito), si avrà:

$$(2) \quad LIVA = \sum_{t=1}^T \frac{ER_t MC_{t-1}}{(1+r)^{t-T}}.$$

ER_t rappresenta l'eccesso di rendimento, dunque il TSR che va oltre il costo del capitale nel periodo t , mentre MC_{t-1} indica la capitalizzazione di mercato, vale a dire il valore di mercato di tutte le azioni, all'inizio del periodo t . In definitiva la LIVA può essere misurata come la somma scontata di tutti gli eccessi di rendimento assoluti per gli azionisti in un determinato intervallo temporale.

Finora abbiamo inquadrato la LIVA soltanto da un punto di vista di mercato, in particolare evidenziando la relazione esistente con il rendimento per gli azionisti; parecchie riflessioni possono essere ricavate anche adottando una prospettiva che parte dai rendimenti contabili. Le due tipologie di indicatori sono fortemente legate siccome l'appropriazione di denaro da parte degli azionisti, attraverso i dividendi e anche il riacquisto di azioni proprie, dipende dai profitti operativi conseguiti dalle imprese.

Si potrebbe definire la LIVA attraverso la seguente equazione:

$$(3) \quad LIVA = [EV_T - BV_T] - [EV_0 - BV_0](1+r)^T + \sum_{t=1}^T \frac{EP_t}{(1+r)^{t-T}}.$$

Analizzandola, EV_T è il valore di mercato mentre BV_T il valore contabili degli *asset* operativi. Il profitto economico viene calcolato come risultato operativo al netto delle imposte per tutti i finanziatori (NOPAT, *Net Operating Profit After Taxes*) meno il costo del capitale per il valore contabile delle attività dell'azienda.

$$(4) \quad EP_t = NOPAT_t - r BV_{t-1} = (ROC_t - r) BV_{t-1}.$$

Da quest'ultima equazione si evince la relazione fra il ROC al netto delle tasse e l'EP. Sostituendo si ottiene:

$$(5) \quad LIVA = [EV_T - BV_T] - [EV_0 - BV_0](1+r)^T + \sum_{t=1}^T \frac{(ROC_t - r) BV_{t-1}}{(1+r)^{t-T}}.$$

Osservando le equazioni (2) e (5) notiamo come le somme effettuate siano analoghe. Prima la sommatoria veniva effettuata sui rendimenti di mercato al di sopra del costo del capitale per il valore di mercato dell'*equity*; adesso invece otteniamo la somma sui rendimenti contabili sopra il costo del capitale per il valore contabile degli *asset*.

Se proiettassimo invece le equazioni (1), (3), (5) sull'intera vita di un'azienda, siccome prima della costituzione dell'azienda stessa e successivamente alla sua liquidazione per una qualsiasi ragione il valore contabile e di mercato è pari a 0, avremmo:

(6)

$$LIVA = \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1+r)^{t-T}} = \sum_{t=1}^T \frac{ER_t MC_{t-1}}{(1+r)^{t-T}} = \sum_{t=1}^T \frac{EP_t}{(1+r)^{t-T}} = \sum_{t=1}^T \frac{(ROC_t - r)BV_{t-1}}{(1+r)^{t-T}}.$$

In definitiva, la LIVA lungo l'intero ciclo di vita aziendale è pari ad una serie di misure: alla somma dei flussi di cassa scontati, alla somma degli eccessi di rendimento scontati (assoluti), alla somma del profitto economico scontato e alla somma degli eccessi di rendimento contabile per il valore contabile.

Vantaggi e svantaggi

Alcuni studi condotti mostrano come la LIVA presenti alcuni vantaggi significativi in specifici contesti di applicazione rispetto a misure classiche come il ROA, il TSR e il ROC. Nel seguente paragrafo riassumeremo pregi e difetti di questa nuova misura di recente introduzione rispetto ad indicatori consolidati nella letteratura manageriale, in particolare quelli espressivi dei risultati nel breve termine:

La LIVA aumenta attraverso investimenti a VAN positivo: abbiamo visto precedentemente come la LIVA possa essere considerata un indicatore assoluto che misura la creazione/distruzione di valore aziendale nel lungo termine, una sorta quindi di VAN ex post delle strategie aziendali nel corso degli anni. È pertanto una conseguenza che gli investimenti a VAN positivo contribuiscano all'aumento dell'indicatore stesso.

Abbiamo messo inoltre approssimato la LIVA con i profitti economici scontati, a patto che il valore contabile rappresenti in modo veritiero il valore di mercato degli investimenti effettuati dall'inizio alla fine dell'intervallo di tempo considerato. Traendo spunto dalla letteratura invece, si è potuto constatare come tali proprietà non appartengano ad altri indicatori contabili. In particolare è stato dimostrato come investimenti dal VAN positivo possano abbassare il ROC e come questo possa scendere al di sotto del costo del capitale nonostante l'azienda produca valore economico.

Corretta rappresentazione dei risultati dei processi di fusioni e acquisizioni (M&A), spin-off o anche fallimenti: la LIVA può inquadrare al meglio le singole componenti determinanti la creazione/distruzione di valore, favorendo un'analisi più dettagliata delle singole entità aziendali che vi hanno preso parte.

Capacità di misurare il reale impatto economico: siccome la LIVA è una “absolute-size measure”, i top performer sono aziende con impatti economici importanti. Tale dato si scontra con quello delle aziende che ottengono risultati migliori in termini di ROA e TSR; questo è dovuto al fatto che soltanto una base azionaria ridotta consente di ottenere performance eccellenti in termini di misure di rapporto rispetto alla dimensione.

Facile scomposizione nelle sue determinanti: la possibilità di scomporre la LIVA nelle sue determinanti consente di comprendere la qualità delle mosse strategiche del management oltre ad offrire intuizioni e spunti per eventuali aggiustamenti tecnici.

Identificazione della performance a livello settoriale: quando l'aggregazione o la scomposizione della performance aziendale rappresenta il fulcro dello studio, la LIVA si dimostra adeguata per effettuare dei calcoli sulla performance aggregata a livello settoriale o scomporre la performance complessiva aziendale nelle sue componenti essenziali.

Ci sono anche alcuni limiti da evidenziare:

La LIVA è strettamente legata alle dinamiche del mercato azionario: essendo basata su dati desunti dal mercato azionario, è fortemente condizionata dalle aspettative degli investitori circa l'andamento futuro, con il rischio che qualora queste si verificassero errate potrebbero alterarne il significato. Analogo discorso per il *Total Shareholder Return* e l'*excess return*, trattandosi di misure anche esse ancorate a dati di borsa.

Problematica che invece non si riscontra nell'ambito di misure contabili come il ROC e il profitto economico; parliamo di indicatori indipendenti dalle vicende e dalle oscillazioni dei mercati azionari.

Conoscenza e diffusione limitata: trattandosi di un indicatore di performance di recente introduzione, manca di reputazione e conoscenza, e quindi di affidabilità maturata negli anni, nell'ambito della letteratura sul calcolo delle performance aziendali. In ogni caso, parecchi studi fra cui quelli elencati nel sottoparagrafo 2, hanno evidenziato i vantaggi derivanti dall'applicazione di tale misura rispetto agli indicatori tradizionali, soprattutto nelle regressioni, rispetto all'impiego di misure relative.

3.2.2 MSCI ESG Ratings

La *Morgan Stanley Capital International* (MSCI) è una società statunitense leader nel settore dei servizi finanziari che, grazie un'esperienza di oltre 50 anni, mette a disposizione della comunità globale degli investitori dati, informazioni, tecnologie e competenze per orientarli al meglio nei processi decisionali di investimento. Attraverso l'analisi dettagliata dei fattori chiave di rischio e rendimento, assicura la costruzione di portafogli sempre più performanti garantendo sempre la massima trasparenza.

L'ampio panorama dei servizi offerti comprende diversi indici di mercato, fra questi evidenziamo quelli legati alle questioni ESG. Il mercato degli investimenti ESG sta crescendo in maniera esponenziale negli ultimi anni e sempre più investitori integrano le questioni ambientali, sociali e di governance nelle politiche di allocazione dei capitali. Le origini dell'area "*MSCI ESG Investing*" risalgono al 1972, col primo indice lanciato nel 1990; a partire dal 1999 le valutazioni ESG delle società vengono effettuate secondo la teoria della materialità (valutazione delle opportunità e dei rischi secondo fattori rilevanti per ogni specifico settore). Ad oggi opera con una clientela che conta oltre 1700 clienti fra cui fondi pensione, banche, assicuratori, gestori patrimoniali e così via.⁷⁸

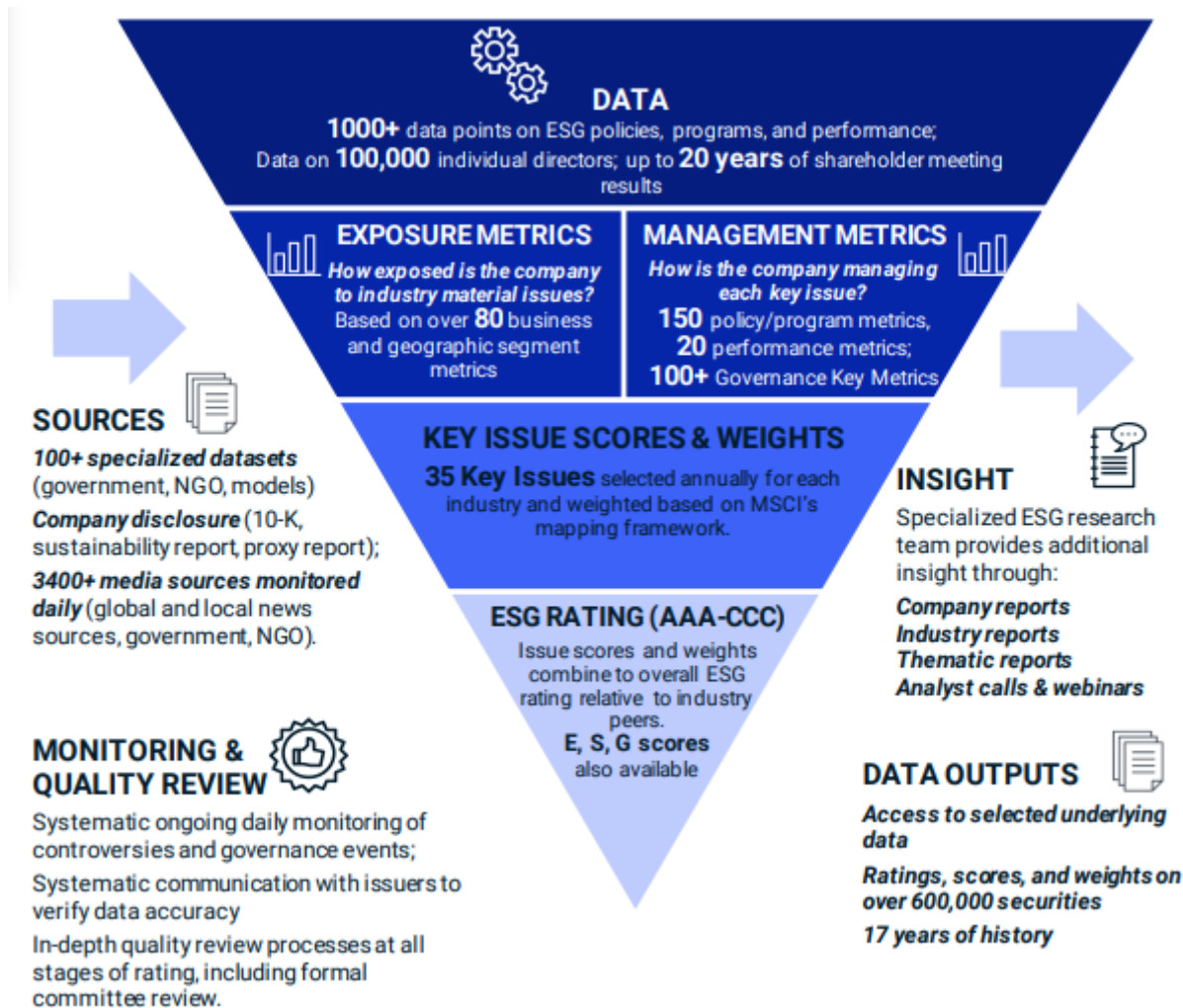
Gli *ESG Ratings* nascono con l'obiettivo di fornire agli investitori istituzionali uno strumento di integrazione ESG realizzato appositamente per supportare la mitigazione dei rischi ESG e contribuire alla creazione di valore nel lungo termine, "evidenziando quei rischi e quelle opportunità che non potrebbero essere individuati dalle tradizionali analisi finanziarie"⁷⁹

Potendo contare sul contributo di 200 analisti esperti addetti alla valutazione di 35 *Key Issues* ESG e al supporto dell'intelligenza artificiale, la MSCI ha elaborato una metodologia capace di misurare il grado di resilienza delle imprese ai vari rischi in ambito sociale, ambientale e di governance nel lungo periodo. Sulla base dei dati e delle informazioni processati, viene attribuito ad ogni singola azienda un punteggio (*rating*) che si muove all'interno di un *range* che va da "AAA" a "CCC", in base all'esposizione di ogni impresa ai rischi materiali di settori (individuati in un'apposita "Materiality Map") e alla capacità delle stesse di saperli gestire rispetto ai propri competitors diretti.

⁷⁸ Per approfondimenti, si consulti il sito: (<https://www.msci.com/our-solutions/esg-investing>)

⁷⁹ Citazione di E. Moen, Managing Director MSCI ESG Research: (<https://www.msci.com/our-solutions/esg-investing/esg-ratings>)

Figura 8: ESG Rating Framework e panoramica del processo di elaborazione dei punteggi



Fonte: MSCI, 2020, *ESG Ratings Methodology*

Il concetto di “Materiality”

Il modello MSCI ESG Ratings è stato strutturato in maniera tale da rispondere ad una serie di quesiti cardine come:

- Quali possono essere considerati i rischi e le opportunità principali connessi ad un’azienda e al suo specifico settore di appartenenza?
- In che misura un’azienda è esposta a tali rischi ed opportunità?
- Secondo quali modalità l’azienda li gestisce e li affronta?
- Come sarebbe possibile inquadrare la condotta generale dell’impresa in relazione anche ai propri competitors di settore?

I rischi e le opportunità a cui vanno incontro le aziende possono avere un peso ed una dinamica differente a seconda del tipo di attività svolta dalle stesse. Ecco perché è stato introdotto il concetto di materialità.

Un rischio è considerato materiale per un settore, nel momento in cui si ritiene probabile che le aziende appartenenti a quel determinato settore possano essere chiamate a sopportare un costo relativo al rischio stesso (es. introduzione di una norma ambientale che vieta la trivellazione dei fondali marini a tot. km dalla

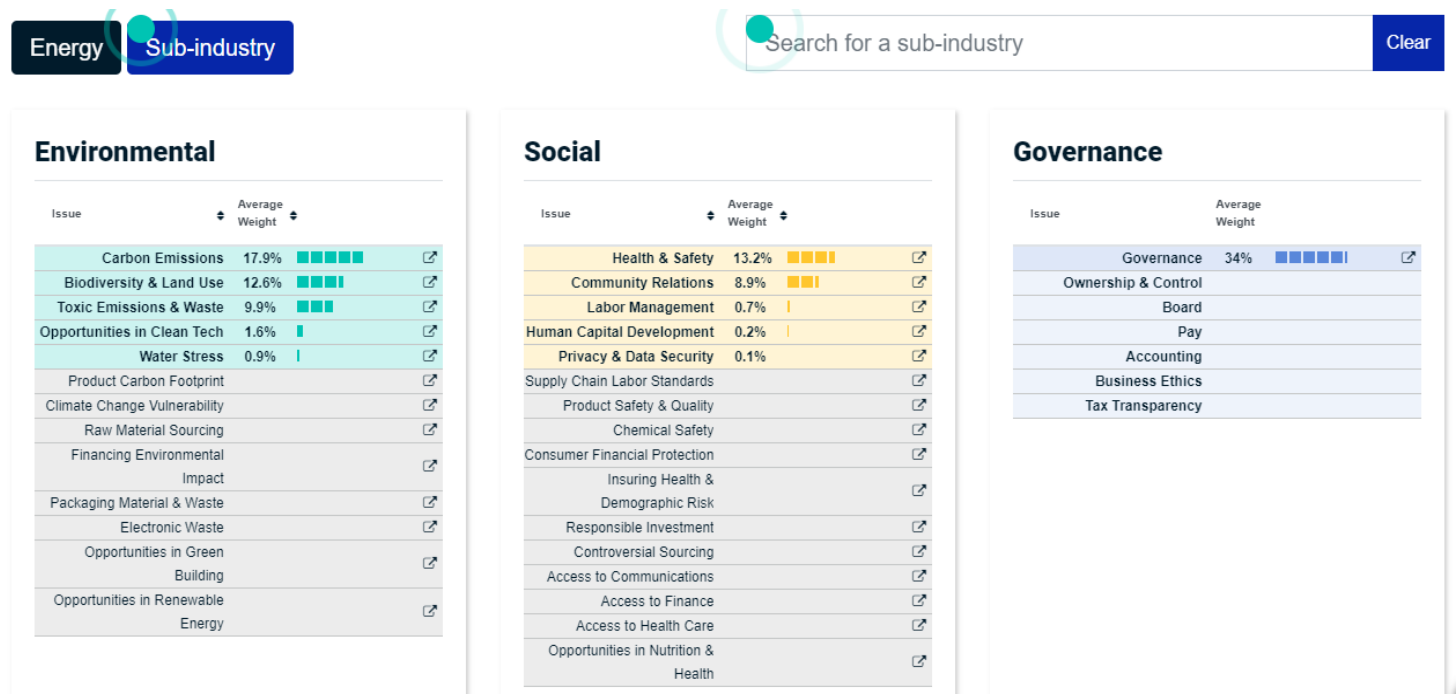
costa e richiede pertanto uno spostamento delle piattaforme a distanze consentite dalla nuova legge). Allo stesso tempo un'opportunità può essere considerata materiale quando le aziende appartenenti ad un determinato settore possano ricavarne un vantaggio: (es. la scoperta di una nuova tecnologia di riciclo della plastica nell'industria dello smaltimento dei rifiuti).

L'intera impalcatura degli ESG Ratings si fonda sulla *Materiality Map*, un modello elaborato per identificare i fattori materiali per ogni tipologia di settore individuata dalla *Global Industry Classification Standard* (GICS). La base per l'*ESG Industry Materiality Map* è una valutazione specifica del settore e dei principali rischi e opportunità ESG, in tal modo l'incidenza di ogni singolo fattore viene opportunamente ponderata; i pesi riportati all'interno della mappa rappresentano il peso medio dei *Key Issues* (che possiamo identificare anche come questioni sostenibili chiave) per le aziende di quel settore. Questi vengono calcolati a partire da una combinazione di elementi: il primo, è determinato dal contributo di ciascun settore alle principali esternalità connesse alla questione rispetto alle altre *industry*; il secondo, coincide con l'intervallo temporale all'interno del quale può verificarsi tale esternalità.

Il modello messo a punto dalla MSCI si caratterizza per dinamicità, ricalibrando costantemente le questioni chiave e i pesi ponderati per settore, sulla base di regolari ricerche e studi sui trend in atto e dialoghi diretti con la clientela; inoltre ha il pregio di cogliere alcuni elementi influenti sul rischio connesso ad un settore, come le linee di business, i processi produttivi implementati, le aree geografiche di appartenenza che non vengono catturati correttamente attraverso le classificazioni generali di settore. Tutto ciò conduce ad una migliore precisione ed accuratezza nelle metriche, effettuando delle distinzioni sugli stessi *Key Issues* anche fra aziende presenti nello stesso raggruppamento.⁸⁰

⁸⁰ Per maggiori informazioni, si consulti: (<https://www.msci.com/our-solutions/esg-investing/esg-ratings/materiality-map>)

Figura 9: esempio di “Materiality Map” per il settore Energy



Fonte: MSCI, 2020, ESG Industry Materiality Map

Costruzione dell’ESG Rating

Gli ESG Ratings poggiano quindi su 35 Key Issues suddivisi in 3 macro-aree (Environmental-Social-Governance) e 10 tematiche, opportunamente ponderati secondo le metriche prima esposte:

Figura 10: schema delle questioni chiave di sostenibilità ripartite secondo i tre pilastri ESG

3 Pillars	10 Themes	35 ESG Key Issues	
Environment	Climate Change	Carbon Emissions Product Carbon Footprint	Financing Environmental Impact Climate Change Vulnerability
	Natural Capital	Water Stress Biodiversity & Land Use	Raw Material Sourcing
	Pollution & Waste	Toxic Emissions & Waste Packaging Material & Waste	Electronic Waste
	Environmental Opportunities	Opportunities in Clean Tech Opportunities in Green Building	Opportunities in Renewable Energy
Social	Human Capital	Labor Management Health & Safety	Human Capital Development Supply Chain Labor Standards
	Product Liability	Product Safety & Quality Chemical Safety Financial Product Safety	Privacy & Data Security Responsible Investment Health & Demographic Risk
	Stakeholder Opposition	Controversial Sourcing Community Relations	
	Social Opportunities	Access to Communications Access to Finance	Access to Health Care Opportunities in Nutrition & Health
Governance*	Corporate Governance	Ownership & Control Board	Pay Accounting
	Corporate Behavior	Business Ethics Tax Transparency	

Fonte: MSCI, 2020, ESG Industry Materiality Map

Il punteggio finale ESG si ricava dalla media ponderata di ogni *Key Issue Score* e successivamente viene normalizzato rispetto all'*ESG Rating Industry*; una volta effettuata tale operazione si ottiene un punteggio che, attraverso una tabella di conversione (che in seguito vedremo), viene tramutato in un rating che va da AAA a CCC. Si tratta in ogni caso di valutazioni relative, rapportate a quelle dei competitors appartenenti alla stessa *Industry*. Ogni questione sostenibile chiave viene valutata intorno al 5-30% del rating totale ESG; il peso è misurato tenendo conto dell'impatto socio-ambientale positivo o negativo e il lasso temporale nel quale il rischio o l'opportunità si possono verificare. Un *Key Issue* considerato imminente e a forte impatto può essere valutato con un peso tre volte maggiore rispetto ad uno a basso impatto e a lungo termine, secondo il seguente schema:

Figura 11: Framework per l'impostazione dei pesi dei singoli Key Issue

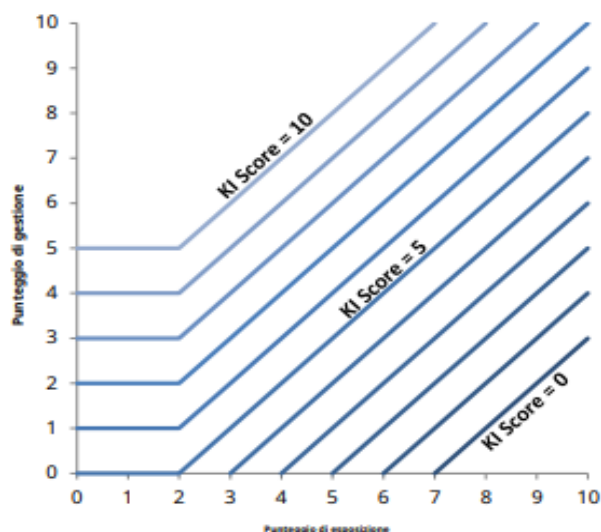
		Expected Time frame for Risk/Opportunity to Materialize	
		Short-Term (<2 years)	Long-Term (5+ years)
Level of Contribution to Environmental or Social Impact	Industry is <u>major</u> contributor to impact	Highest Weight	
	Industry is <u>minor</u> contributor to impact		Lowest Weight

Fonte: MSCI, 2020, *ESG Rating Methodology*

Valutazione Rischi

Per comprendere la capacità di un'azienda di fronteggiare i rischi materiali del settore, è essenziale studiare le strategie di *Risk Management* messe in atto e il suo grado di esposizione: il modello realizzato dalla MSCI contempla entrambe le questioni. Ai fini di un *Key Issue* elevato, i due fattori devono essere proporzionati. Sebbene i rischi vengano attribuiti soltanto a livello settoriale, l'esposizione di ogni singola società può variare in funzione di una serie di fattori singolari come la natura del *core business*, l'*output* generato, le *operations*, i contratti di *outsourcing* e i rapporti con le autorità governative. L'esposizione al rischio è espressa da un punteggio che può variare da 0 (in caso di assenza di esposizione) a 10 (massima esposizione). Pesano sul punteggio finale anche le strategie e le prestazioni conseguite in passato, sempre nell'ambito della gestione del rischio. Per quanto riguarda le controversie avvenute negli ultimi tre anni, queste comportano una diminuzione del punteggio complessivo del management su ogni questione critica. Il management viene valutato all'interno di un range che va da 0 (mancanza totale di *commitment* della direzione) a 10 (forte contributo alla mitigazione dei rischi).

Figura 12: grafico sulla combinazione delle determinanti del rischio: esposizione e gestione

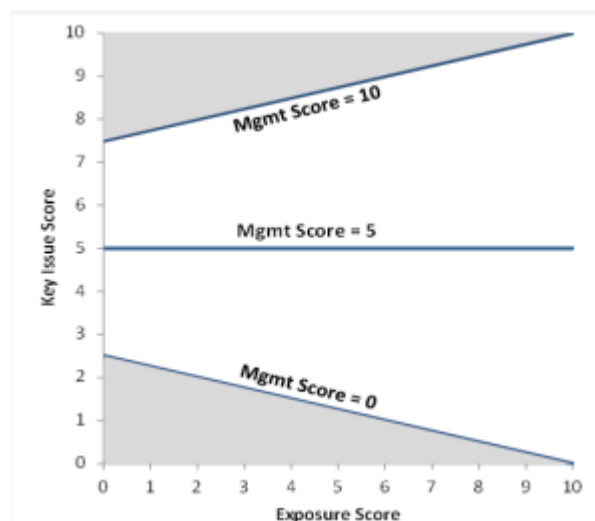


Fonte: MSCI, 2020, *ESG Rating Methodology*

Valutazione opportunità

I criteri utilizzati per la valutazione delle opportunità si discostano leggermente da quelli impiegati per la valutazione dei rischi. I parametri di riferimento restano l'esposizione e la gestione, ma nel primo caso si intende l'importanza, il peso specifico dell'opportunità in relazione alle attività aziendali e alla loro collocazione geografica; nel secondo caso si fa riferimento alla capacità del management di saper cogliere le opportunità che nel corso del tempo si presentano. Il punteggio è sempre espresso su una scala da 0 a 10: in caso di esposizione limitata, il valore del Key Issue si attesta su valori medi; in caso di esposizione elevata si possono toccare punteggi più bassi o più elevati.

Figura 13: grafico sulla combinazione delle determinanti delle opportunità: esposizione e gestione



Fonte: MSCI, 2020. *ESG Rating Methodology*

Controversie

Secondo gli ESG *Rating* le controversie possono essere indicatori di problemi intrinseci di gestione del rischio per un'azienda. Nel calcolo del valore del *Key Issue*, la presenza di un caso di controversia ritenuto da un'analista probabile portatore di rischi materiali futuri, determina una deduzione dal punteggio più elevata rispetto ad un caso correlato ad una performance recente ma che sia slegato da eventuali dinamiche future. Tecnicamente la controversia rappresenta una situazione in essere scaturita dalle attività aziendali o dai suoi output che può cagionare un impatto ambientale, sociale o di governance non positivo. Per definire la gravità dell'impatto di ogni singola controversia sui fattori ESG, la MSCI ha elaborato un Framework che illustreremo nella tabella seguente:

Figura 14: Framework per la valutazione dell'impatto delle controversie

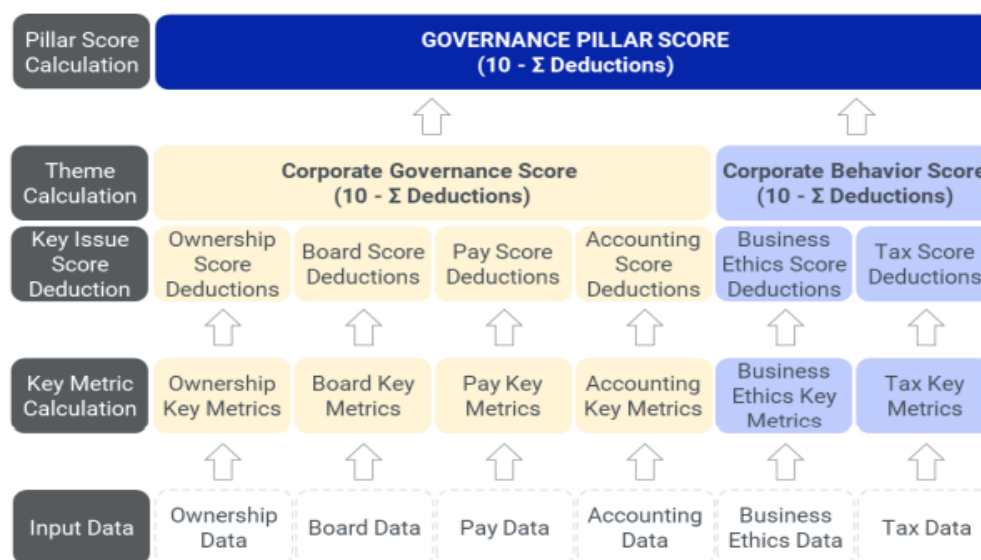
Scale of Impact	Nature of Impact			
	Egregious	Serious	Medium	Minimal
Extremely Widespread	Very Severe	Very Severe	Severe	Moderate
Extensive	Very Severe	Severe	Moderate	Moderate
Limited	Severe	Moderate	Minor	Minor
Low	Moderate	Moderate	Minor	Minor

Fonte: MSCI, 2020. *ESG Rating Methodology*

Governance Score

Il punteggio per il fattore Governance è espresso in maniera assoluta su una scala da 0 a 10. Partendo dal valore più alto, vengono dedotti punti in base a determinate metriche.

Figura 15: Determinazione punteggio Governance

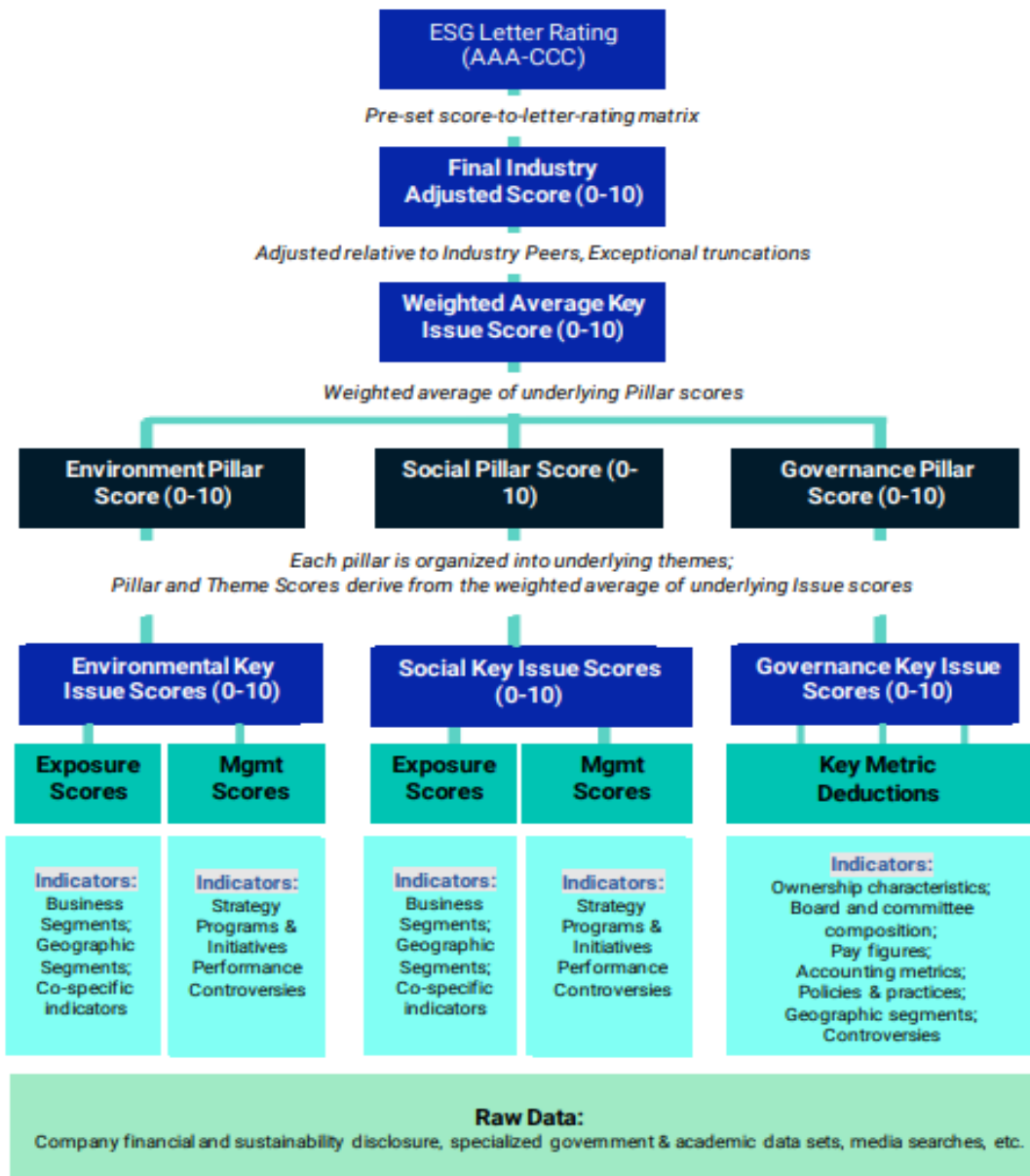


Fonte: MSCI, 2020, *ESG Rating Methodology*

Determinazione dell'ESG Rating

La determinazione del Rating ESG finale avviene sulla base di una media ponderata dei singoli Key Issues materiali a livello di sottosettore GICS (espresso da 8 cifre). I pesi vengono rivisitati al termine di ogni anno solare per tener conto di eventuali variazioni a livello di fattori chiave. La corporate governance invece è considerata a prescindere materiale e per tanto ponderata per qualsiasi tipo di settore. Di seguito lo schema che evidenzia la scala gerarchica nella definizione dell'ESG *Final Score*:

Figura 16: Scala gerarchica dell'ESG *Final Score*



Fonte: MSCI, 2020, ESG Rating Methodology

Concentrandoci sui primi due elementi della scala gerarchica, il *Final Industry Adjusted Score* è ottenuto attraverso la media ponderata dei singoli fattori ESG (Environmental, Social e Governance Pillar Score), aggiustata per la valutazione media dei competitors operanti nello stesso settore. A partire da novembre

2020, in seguito a delle modifiche apportate nella metodologia di calcolo, sono stati introdotti nuovi criteri per la definizione dei valori massimi e minimi di riferimento per ogni settore:

- Il valore di riferimento più alto ("punteggio massimo del settore") cade tra il 95° e il 100° percentile dei punteggi medi ponderati dei problemi chiave (*weighted average key issue scores*, WAKIS) all'interno di un settore di rating ESG.
- Il valore di riferimento più basso ("punteggio minimo del settore") è compreso tra lo 0° e il 5° percentile dei punteggi medi ponderati modellati delle questioni chiave (*weighted average key issue scores*, WAKIS) all'interno di un settore di rating ESG.

I percentili vengono calcolati partendo dall'intero panorama di aziende per le quali sono disponibili ESG Ratings, che include circa 5600 società a capitalizzazione bassa e società private non appartenenti all'indice MSCI ACWI.

L'*Industry Adjusted Score* viene successivamente tramutato in *ESG Letter Rating* attraverso un'apposita tabella di conversione. Le performance nell'ambito della sostenibilità realizzate dalle singole imprese non devono mai essere interpretate in senso assoluto, bensì relativo in quanto commisurate e normalizzate in funzione delle prestazioni delle altre imprese del settore di riferimento.

Figura 17: tabella di conversione del *Final Industry Adjusted Score* in *ESG Letter Rating*

Letter Rating	Leader/Laggard	Final Industry-Adjusted Score
AAA	LEADER	8.571 - 10
AA	LEADER	7.143 - 8.751
A	AVERAGE	5.714 - 7.143
BBB	AVERAGE	4.286 - 5.714
BB	AVERAGE	2.857 - 4.286
B	LAGGARD	1.429 - 2.857
CCC	LAGGARD	0 - 1.429

Fonte: MSCI, 2020, *ESG Rating Methodology*, (elaborazione autore)

3.2.3 Capitalizzazione di mercato (*Market Cap*)

La capitalizzazione di mercato (*Market Cap*), indicata anche con il termine di capitalizzazione borsistica o capitalizzazione azionaria, non è altro che il valore delle azioni in circolazione sul mercato, per una data azienda, in una determinata epoca.⁸¹ Il calcolo richiede una serie di passaggi preliminari come l'individuazione del mercato sul quale avvengono gli scambi delle azioni di quella specifica azienda, la conoscenza del valore attuale nel momento in cui si decide di effettuare il calcolo (sappiamo bene come il valore delle azioni può fluttuare da un giorno all'altro) e infine il numero di azioni collocate sul mercato azionario. Nella determinazione del numero totale delle azioni, si prendono in considerazione sia quelle quotate sul mercato che (definite "flottante"), sia quelle che non rappresentano elemento di scambio perché ad esempio assegnate ai dirigenti o ai governi.

Sulla base di tale premesse il calcolo viene effettuato moltiplicando la quantità numerica delle azioni in circolazione per il prezzo corrente di mercato di ciascuna di esse. Essa sarà pari alla somma del valore riportato dalla Borsa per tutti quei titoli che costituiscono il capitale sociale. Il valore di mercato delle azioni può discostarsi in maniera rilevante o meno dal valore nominale. Considerato il fatto che le azioni in circolazione sono soggette ad un continuo processo di acquisto e vendita sui mercati di riferimento, è possibile ipotizzare la capitalizzazione azionaria come *proxy* dell'opinione degli investitori sul patrimonio netto di un'azienda.

La capitalizzazione è in grado di fornire informazioni soltanto in merito al valore patrimoniale di una società, senza fornire indicazioni in merito alla composizione del capitale e alle modalità di ripartizione fra *equity* e debito. Per una valutazione più mirata in tal caso si fa riferimento al valore dell'impresa (*enterprise value*).⁸²

3.2.4 Logaritmo Excess Return

Il rendimento in eccesso (o *excess return*) rappresenta il rendimento ottenuto da un investitore che va oltre quello di una proxy. Esso viene ricavato andando a sottrarre il rendimento effettivamente conseguito dalla percentuale di rendimento totale conseguita in un altro investimento. L'*excess return* può essere calcolato impiegando come *benchmark* un'operazione a tasso privo di rischio (*risk-free rate*), oppure un investimento paragonabile in termini di caratteristiche (sia di rischio che di rendimento).⁸³

Nella nostra trattazione il rendimento in eccesso sarà espresso in termini di *Total Shareholder Return* (TSR) oltre il costo del capitale.

⁸¹ Borsa Italiana, Glossario Finanziario: (<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/capitalizzazione.html>)

⁸² Investopedia, Market Capitalization: (<https://www.investopedia.com/terms/m/marketcapitalization.asp>)

⁸³ Investopedia, Excess Return: (<https://www.investopedia.com/terms/e/excessreturn.asp>)

Il TSR è un indicatore di performance finanziaria dei titoli azionari, sia nel tempo che nello spazio. Esso combina le due modalità secondo cui un investitore può trarre profitto da un titolo: il guadagno derivante dall'apprezzamento delle azioni nel tempo (*capital gain*) e i flussi di dividendi garantiti da queste.

La formula comunemente applicata è la seguente:

$$\text{TSR (\%)} = \frac{(P1 - P0) + D}{P0}$$

- P1 = prezzo finale delle azioni al termine dell'anno 1

- P0 = prezzo iniziale delle azioni

- D = dividendi riconosciuti durante l'anno

La modalità più semplice ed immediata per il calcolo dell'*excess return* è quella che si basa sulla differenza tra il TSR aziendale e i rendimenti di mercato ponderati in base al valore. Potrebbero essere applicati anche altri metodi più articolati e complessi, come il Capital Asset Pricing Model (CAPM), il modello a tre fattori di Fama & French (1993) o il modello a quattro fattori di Carhart (1997).

Preferiamo in ogni caso attenerci al primo per garantire una disamina chiara e meno soggetta ad errori e influenze derivanti da particolari scelte metodologiche.

La variabile finale che andremo a prendere in considerazione durante la nostra analisi sarà la seguente:

$$\text{Logaritmo dell'eccesso di ritorno} = [\log(1 + \text{company TSR}) - \log(1 + \text{market TSR})]$$

3.3 Metodologia impiegata per l'analisi empirica

Sulla base delle premesse elaborate precedentemente, nel seguente capitolo illustreremo in che modo è stato ricavato il campione sul quale condurremo l'analisi, la sua composizione e le caratteristiche qualitative e quantitative. Dunque procederemo con l'esposizione delle metodologie statistiche applicate nell'analisi empirica per dare riscontro agli obiettivi di ricerca alla base dell'intero studio.

3.3.1 Il campione

Passaggi preliminari per l'individuazione del campione

Avendo posto come obiettivo di ricerca l'impatto delle prestazioni ESG sulla creazione/distruzione di valore nel lungo termine, abbiamo individuato nella LIVA la misura ideale da utilizzare come *proxy* delle performance nel lungo periodo delle imprese. I dati occorrenti sono stati ricavati da un database pubblicato dall'autore stesso della nuova metrica di lungo termine su *Github*, una piattaforma di *hosting web* che facilita lo sviluppo collaborativo di software, particolarmente adatta per tutti quei progetti in cui è richiesto un costante *update* delle modifiche e dei contributi provenienti dalle parti coinvolte⁸⁴. La sua struttura consente l'interazione a distanza fra più professionisti che possono apportare nuovi dati e informazioni per lo sviluppo di specifici progetti, su cui gli ideatori/sviluppatori mantengono comunque il controllo.

I dati LIVA elaborati dal Professore P.D. Wibbens dell'INSEAD Business School sono stati desunti da *Compustat*, una banca dati a carattere finanziario, statistico e di mercato su indici, società, e industrie sia attivi che non attivi e diffusi su tutto il globo, gestita dalla *Standard & Poor's Global Market Intelligence*.⁸⁵ Il database, che trae prettamente dati e informazioni dai documenti della SEC (*Securities and Exchange Commission*), ma che integra con report, analisi e presentazioni proprie, offre un'ampia gamma di informazioni (dati sui prezzi, sugli utili, sulle partecipazioni, sui rating creditizi e tanto altro) utili ad una vasta platea composta da investitori, economisti, ricercatori, accademici e vari professionisti del mercato finanziario. Il grado di copertura delle fonti comprende 112 paesi, 56.000 aziende, 88.000 titoli e il 98% della capitalizzazione di mercato mondiale (dati aggiornati al dicembre 2020).⁸⁶

Tornando al Database LIVA (lo definiremo così convenzionalmente per poterlo distinguere da quello inerente ai rating di sostenibilità), si è potuto usufruire di serie di dati relativi all'intervallo temporale 2005-2019 per aziende statunitensi, senza discriminazioni in base al settore o al *market cap*. Le variabili presenti che andremo ad estrapolare ai fini della nostra analisi sono:

- *LIVA*: espressa in 000,000,000 USD

⁸⁴ Per maggiori informazioni si consulti il sito: (<https://www.fastweb.it/web-e-digital/che-cos-e-e-come-funziona-github/>)

⁸⁵ Per maggiori informazioni si consulti il sito: (<https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/?product=compustat-research-insight>)

⁸⁶ A. Hayes, 2020, Investopedia: (<https://www.investopedia.com/terms/c/compustat.asp>)

- *Logaritmo dell'eccesso di ritorno*: $[\log(1 + \text{company TSR}) - \log(1 + \text{market TSR})]$
- *Capitalizzazione di mercato (inizio anno di riferimento)*: espressa in 000,000,000 USD
- *Capitalizzazione di mercato (termine anno di riferimento)*: 000,000,000 USD

Ci tornerà utile anche il codice GICS (*Global Industry Classification Standard*) che classifica le imprese sulla base della *industry* di appartenenza, per capire la distribuzione del campione fra i vari settori e trarne alcuni spunti a sostegno della nostra analisi.

In merito alle performance in ambito ESG, attraverso l'accesso alle banche dati messe a disposizione dalla Biblioteca Luiss per i progetti di ricerca, siamo riusciti a ottenere gli ESG Rating elaborati dalla Morgan Stanley Capital International (di cui si è ampiamente discusso prima) dal 2007 al 2019. Gli *score* conseguiti nell'ambito dei tre fattori ESG rappresenteranno la *proxy* della performance complessiva in ambito sostenibile delle imprese del nostro campione. A tal proposito, andiamo ad estrarre dal Database ESG le seguenti variabili:

- *Punteggio ESG aggiustato per il settore*: rappresenta il punteggio finale conseguito da un'azienda sulla base della ponderazione dei singoli punteggi conseguiti distintamente nei tre fattori ESG. Il risultato finale viene normalizzato in base alle performance delle imprese appartenenti allo stesso settore. Indica quanto un'impresa sia stata caparbia nella gestione dei rischi e delle opportunità materiali rispetto ai propri concorrenti.
- *Punteggio fattore "Ambientale"*: rappresenta il punteggio medio ponderato in relazione alla gestione e all'esposizione ai rischi e alle opportunità materiali in ambito ambientale.
- *Punteggio fattore "Sociale"*: rappresenta il punteggio medio ponderato in relazione alla gestione e all'esposizione ai rischi e alle opportunità materiali in ambito sociale.
- *Punteggio fattore "Governance"*: rappresenta il punteggio medio ponderato in relazione alla gestione e all'esposizione ai rischi e alle opportunità materiali in ambito di governance.

Definizione del campione

Una volta definite le fonti della nostra analisi (il Database LIVA e il Database ESG) illustriamo in che modo siamo riusciti a definire il nostro campione. I due database impiegano codici identificativi differenti (*Gvkey* per la LIVA e *Issuer Ticker* per gli ESG). Si è resa necessaria pertanto un'operazione volta a convertire il *Gvkey*⁸⁷ delle aziende nel database LIVA in *Issuer Ticker*⁸⁸, al fine di rendere possibile l'associazione delle variabili alle rispettive imprese. Il risultato finale è stata la creazione di un database perfettamente integrato. Considerata la quantità limitata di dati a nostra disposizione per gli anni fino al 2009, si è dovuto restringere

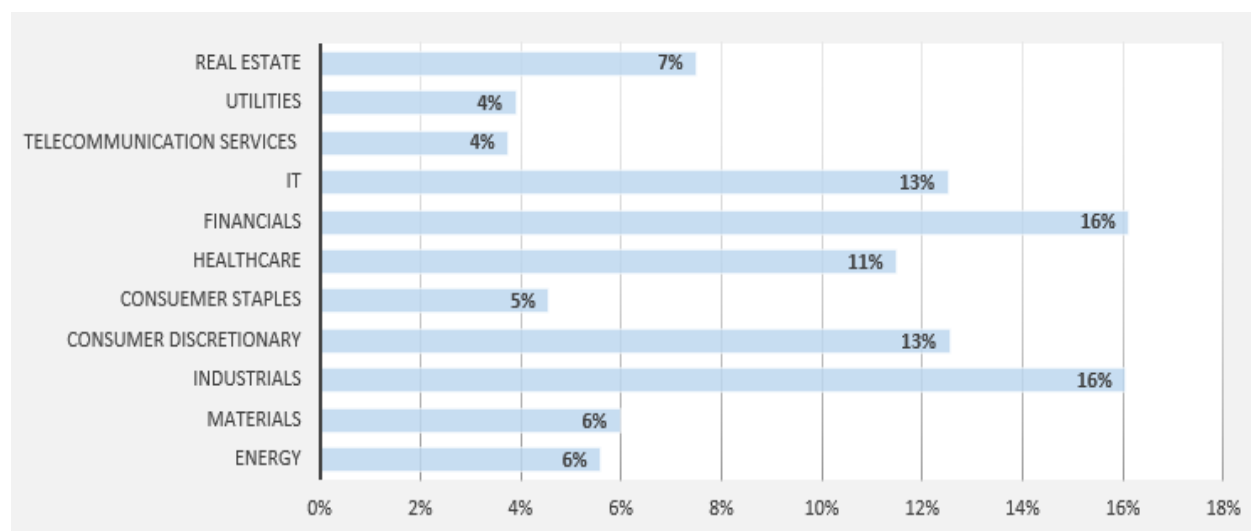
⁸⁷ Il GVKEY (oppure *Global Company Key*) è un codice univoco a sei cifre assegnato a ciascuna azienda nel database Capital IQ Compustat.

⁸⁸ L'*Issuer Ticker* o simbolo azionario è un'abbreviazione utilizzata per identificare in modo univoco le azioni quotate in borsa di un determinato titolo su un determinato mercato azionario.

l'analisi sull'intervallo temporale che parte dal 2010 e termina nel 2019 (periodo minimo affinché si possano ottenere risultati significativi in merito all'applicazione della LIVA).

Il campione finale pertanto è rappresentato da 12.948 osservazioni di imprese statunitensi quotate. La sua caratteristica principale è l'eterogeneità, avendo preso in considerazione imprese “*cross-sector*” senza effettuare distinzione a seconda delle dimensioni del fatturato, della capitalizzazione di mercato o dell'età. L'immagine seguente illustrerà la distribuzione settoriale del campione secondo la classificazione GICS:

Figura 18: Distribuzione settoriale del campione analizzato



Fonte: elaborazione dei dati su excel

Si evince dal grafico una prevalenza, seppur lieve, dei settori “*Industrials*” e “*Financials*”, seguiti dal “*IT*” e “*Consumer Discretionary*”. In ogni caso il campione può essere ritenuto ben rappresentativo di tutte le tipologie di settore.

3.3.2 Metodologia di analisi

Definito il campione, andremo ad effettuare un'analisi *panel data* (basata su due dimensioni: quella spaziale “*cross-sector*” e quella temporale, rappresentata dall'intervallo di tempo dal 2010 al 2019) tramite il software STATA 12.

La tecnica della regressione lineare ci permette di prevedere il valore che assumerà una variabile in funzione del valore di un'altra (o altre variabili). La variabile di cui vogliamo prevedere l'andamento prenderà il nome di variabile dipendente (nel nostro caso la LIVA, utilizzata come *proxy* della performance di lungo termine); la variabile (o le variabili) utilizzate per prevedere il valore dell'altra, prendono il nome di variabili indipendenti (nel caso nostro gli indicatori ESG, che fungono da *proxy* delle prestazioni in materia di sostenibilità).

L'obiettivo dell'analisi è quello di comprendere un'eventuale associazione fra la creazione di valore per gli investitori nel lungo periodo e le performance ESG delle imprese statunitensi.

Nel modello si è provveduto a considerare anche due variabili di controllo (la capitalizzazione di mercato delle imprese e il logaritmo dell'eccesso di ritorno sul rendimento di mercato). L'importanza di tali variabili risiede nell'influenza che queste possono esercitare sulla relazione che andiamo a testare; la loro assenza potrebbe condurre infatti a risultati errati o fuorvianti.

4. Discussione dei risultati e considerazioni critiche

Alla luce dell'analisi di regressione effettuata, nel seguente paragrafo illustreremo i risultati emersi. Un approfondimento verrà in particolare offerto per le relazioni valutate significative, vale a dire quelle che hanno mostrato un *p value* inferiore a 0.05.

Risultati ottenuti dall'analisi di regressione effettuata su STATA 12

LIVA	Coef.	Std. Err	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
Punteggio fattore "ambientale"	.2424618	.1029106	2.36	0.018	.0407606	.444163 *
Punteggio fattore "governance"	-.0807821	.091391	-0.88	0.377	-.259905	.0983409
Punteggio fattore "sociale"	-.1504774	.1280285	-1.18	0.240	-.4014086	.1004538
Capitalizzazione di mercato (termine anno di riferimento)	.1196808	.0052602	22.75	0.000	.109371	.1299907 *
Capitalizzazione di mercato (inizio anno di riferimento)	.1351866	.0053192	25.41	0.000	.1247611	.1456121 *
ESG Score normalizzato per il settore	.6165179	.1177528	5.24	0.000	.3857266	.8473092 *
Industry	1.284.597	.6274019	2.05	0.041	.0549115	2.514.282 *
ESG Rating	-1.465.494	8.347.164	-0.18	0.861	-1.782.563	1.489.465
Logaritmo eccessi di ritorno	.8382269	.0028872	290.32	0.000	.832568	.8438858 *

* relazioni significative con *p value* < 0.05

Ponendo la LIVA come variabile dipendente e gli indicatori ESG (lo score normalizzato per il settore e il punteggio dei singoli fattori individualmente considerati) come variabili indipendenti della nostra *panel analysis*, dalla tabella sopra esposta si evince chiaramente la presenza di alcune relazioni significative positive.

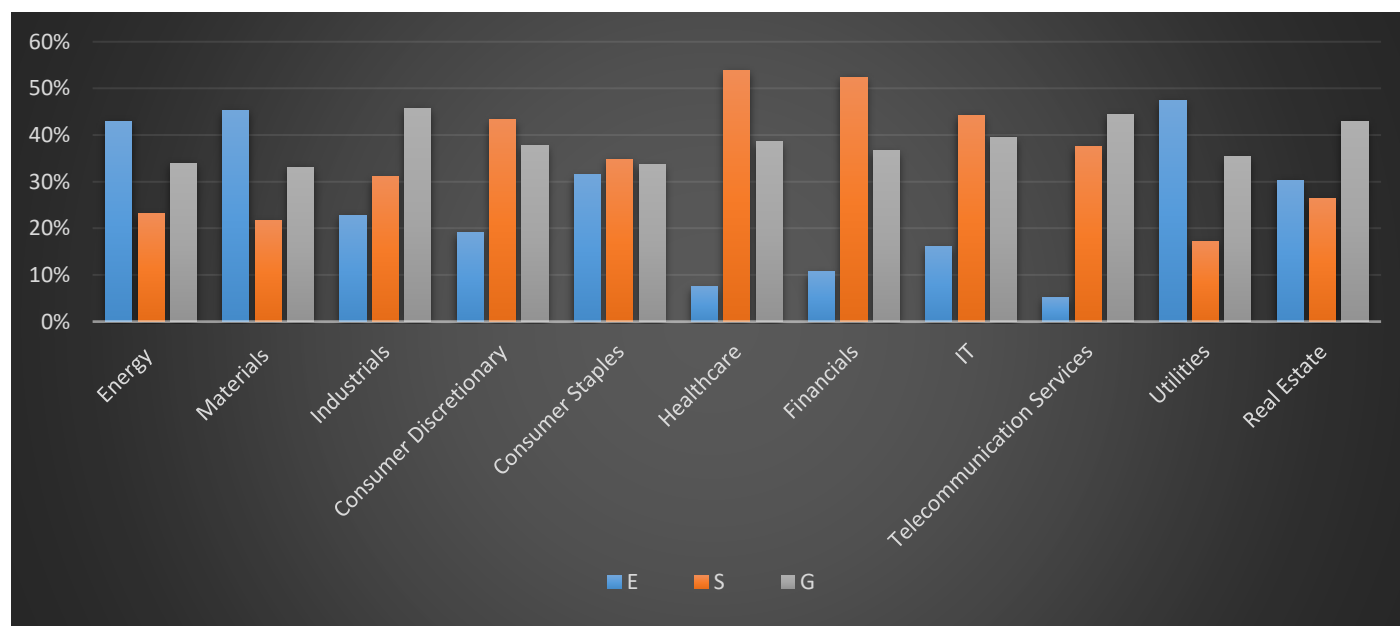
La prima degna di nota è la relazione significativa positiva fra la LIVA e la variabile indipendente rappresentata dall'ESG score normalizzato per il settore. Questo risultato rappresenta un grande traguardo per l'intero studio realizzato, ci permette infatti di ipotizzare l'esistenza di un'associazione positiva fra la creazione/distruzione di valore per gli investitori nel lungo termine e la performance di sostenibilità delle imprese. Si era largamente evidenziato nella letteratura manageriale come un ESG Rating elevato contribuisse a migliorare le prestazioni operative (misurate attraverso gli indici di bilancio, in particolare ROA e ROC); tuttavia gli indicatori contabili non sempre sono in grado di riflettere i rendimenti economici sottostanti, senza dimenticare il focus dell'analisi incentrato sul breve periodo. Per la prima volta siamo riusciti ad estendere l'orizzonte temporale dei benefici determinati dalla sostenibilità sulle performance aziendali; in particolare attraverso l'adozione delle LIVA, possiamo inequivocabilmente valutare la qualità dell'integrazione delle tematiche ESG nelle strategie implementate.

Il risultato conseguito porta con sé importanti implicazioni strategiche. Come già discusso nel paragrafo 2.5.4, secondo Porter Serafeim e Kramer, una valida proposta ESG che faccia leva sui fattori materiali per il business aziendale, può condurre a performance economiche di rilievo soltanto quando sia capace di

generare valore condiviso, vale a dire sia diretta ad un miglioramento del contesto sociale ed economico della comunità di riferimento. La relazione positiva fra la LIVA, che misura la creazione assoluta in termini monetari di valore per gli investitori nel lungo termine, e il punteggio finale ESG, può essere indicativo di come la teoria elaborata da Porter trovi riscontro empirico. In particolare è possibile ipotizzare uno *shift* totale di *mindset* del management aziendale; da una visione di breve periodo puramente orientata al profitto, dove la sostenibilità era meramente considerata come strumento di conformità alla legge e veicolo di una propaganda volta a rafforzare l'immagine e la reputazione aziendale presso gli *stakeholders*, si passa ad una visione strategica e di lungo termine che pone il progresso sociale ed economico fra le priorità aziendali e considera l'integrazione delle tematiche ambientali, sociali e di governance nelle strategie, una chiave per un successo economico duraturo e sostenibile.

La seconda relazione rilevante, caratterizzata da un basso *p value* e un coefficiente positivo, è quella che vede come variabile indipendente il fattore ambientale (o *environmental* ,“E”). Nella letteratura passata in rassegna, non era mai stata analizzata o, quantomeno, ritenuta rilevante tale associazione. Abbiamo visto con Schauten e Van Dijk (2011) come il fattore governance sia correlato positivamente al costo delle obbligazioni per le imprese europee, ma non ci sono altri studi che abbiano dato evidenza singolare al fattore ambientale. Proveremo qui a fornire alcune riflessioni personali.

Figura 19: Mappa della materialità per ciascun settore



Fonte: elaborazione dati campione su excel

Osservando la mappa della materialità per ciascun settore, se assumiamo il 20% come percentuale minima per considerare rilevante l'impatto di un fattore sul profilo ESG di un settore, notiamo che la questione ambientale risulta materiale per le aree *Energy*, *Materials*, *Utilities* (in misura prevalente), *Industrials* (che

comprende *Capital Goods, Commercial Services & Supplies e Transportation*), *Consumer Staples e Real Estate*. In totale tali settori rappresentano poco meno del 50% del nostro campione, una cifra considerevole se si vuol dare una spiegazione numerica al peso del fattore ambiente nelle prestazioni economico-finanziarie di lungo termine, ma non sufficiente a spiegare il fenomeno. Ecco perché sarebbe interessante inserire argomentazioni di carattere politico.

Il tema ambientale negli Stati Uniti è da sempre in cima alle politiche dei governi che negli anni si sono susseguiti. Tra i provvedimenti principali figurano il *National Environmental Policy Act* (NEPA) del 1970, nato per far fronte al problema dell'industrializzazione, dello sviluppo urbano e del conseguente aumento dell'inquinamento, ed oggi elevato a modello per le politiche ambientali nazionali di oltre cento paesi⁸⁹; il *Clean Power Act* dell'amministrazione Obama, varato nel 2015 con l'obiettivo di ridurre considerevolmente l'impegno del carbone come fonte energetica, a favore di soluzioni più *green* come l'energia solare e quella eolica; in ambito internazionale degni di nota sono sicuramente gli Accordi di Parigi sul cambiamento climatico globale e l'Agenda del 2030 delle Nazioni Unite per lo Sviluppo Sostenibile (punti 7-9-11-12-13-14-15). Si è assistito tuttavia ad un'inaspettata inversione di marcia con il governo Trump, che ha dato il via ad una forte deregolamentazione, prima con la cancellazione del provvedimento con cui veniva vietato ai produttori di carbone di smaltire i residui industriali nei fiumi e successivamente con l'uscita dagli Accordi di Parigi nel 2017. Tali mosse hanno scosso l'intera comunità e generato malumori che sono culminati nell'*America's Pledge*⁹⁰, una coalizione formata da stati federali, istituzioni accademiche, imprese e investitori che rimarcano il proprio impegno a rispettare e perseguire gli accordi sul clima. Se nei primi anni duemila l'allentamento delle restrizioni delle politiche ambientali poteva essere visto come un'occasione per le imprese americane di abbattere i costi e dare libero impulso al proprio business, oggi rappresenta una condizione fondamentale per la salvaguardia dell'integrità del pianeta. Sembrano averlo recepito le grandi imprese e i loro manager, consapevoli del sottile equilibrio fra prosperità aziendale e prosperità dell'intero ecosistema. La dinamica economica non può prescindere più da quella ambientale, occorre una visione unica ed integrata nel lungo termine, affinché non si raggiunga un punto di non ritorno che metterebbe a repentaglio non soltanto le prospettive di sopravvivenza delle imprese, ma quelle dell'intera comunità.

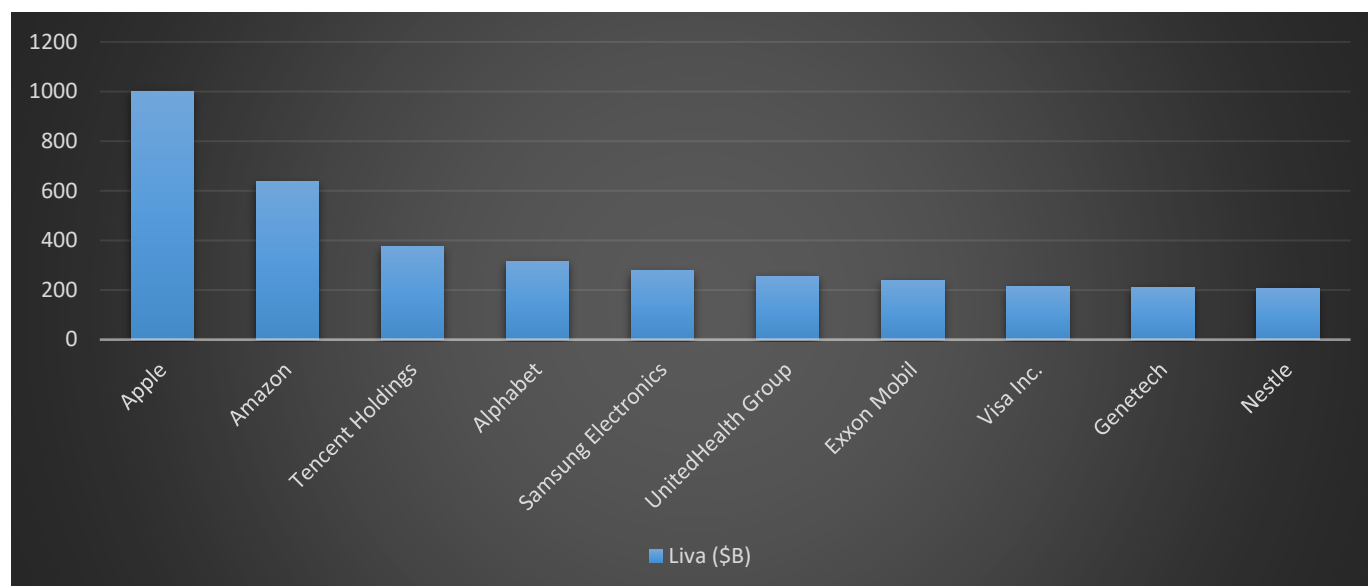
Gli ultimi due risultati interessanti da analizzare riguardano le relazioni con le variabili che abbiamo definito di controllo, vale a dire la capitalizzazione di mercato e l'eccesso di ritorno sul rendimento di mercato.

Partendo dalla prima, la correlazione positiva con la variabile dipendente LIVA può essere spiegata in maniera semplice. Il seguente grafico illustrerà le 10 migliori aziende dal 1999 al 2018 per creazione di valore per gli investitori nel lungo termine:

⁸⁹ Per maggiori informazioni si consulti: (<https://www.epa.gov/nepa/what-national-environmental-policy-act>)

⁹⁰ Per maggiori informazioni si consulti: (<https://www.americaspledgeonclimate.com/about/>)

Figura 20: Top 10 aziende per LIVA dal 1998 al 2018



Fonte: Wibbens P.D., Siggelkow N., 2019, "Introducing LIVA to measure long-term firm performance", Strategic Management Journal.
(Elaborazione dati su Excel)

Secondo uno studio effettuato dal *Sole 24 Ore*, fra le 10 migliori aziende per capitalizzazione di mercato al 2018 figurano Apple, Amazon, Tencent e Alphabet (con la Exxon Mobil presente in lista fino al 2016).⁹¹ Essendo la LIVA una misura che considera la creazione/distruzione di valore per gli investitori in termini monetari, risulta facilmente intuibile come la dimensione aziendale, una grande disponibilità di risorse finanziarie e una buona performance economico-finanziaria, possano incidere positivamente sulla ricchezza generata.

L'ultimo contributo significativo è quello che vede coinvolto il logaritmo dell'eccesso di ritorno sul rendimento di mercato (*excess return*). In questo caso il coefficiente positivo lascia presagire una relazione positiva con la LIVA. Tuttavia, come indicato da Wibbens e Siggelkow (2019), l'andamento della LIVA stessa può differire dal comportamento delle metriche basate sul mercato. Riportando un esempio degli autori, è possibile spiegare uno dei meccanismi che determinano questa controtendenza.

Supponiamo che nel 2000 un'azienda si affacci al mercato dei capitali attraverso un IPO di 1 milione di azioni al prezzo di 10\$ ciascuna. Nel 2010 acquisisce un'altra azienda ed emette 1 milione di azioni al prezzo di 100\$ ciascuna; nel 2020 viene invece acquisita da terzi ad un valore concordato in 80\$ ad azione. Per semplificare il modello, si ipotizza che le azioni non riconoscano dividendi e che il costo del capitale sia sempre pari all'8% per tutta la durata dell'operazione. Identifichiamo pertanto 3 flussi di cassa: i primi due in uscita per gli investitori pari a 10 milioni e 100 milioni di dollari; il terzo in entrata, in seguito alla

⁹¹ Il Sole 24 Ore, "Le prime 10 aziende al mondo negli ultimi 25 anni": (<https://lab24.ilsole24ore.com/aziende-top/>)

cessione, pari a 160 milioni di dollari. Attualizzando le seguenti cifre al 2020, corrispondono rispettivamente a -47 milioni, -216 milioni e +160 milioni, per un totale negativo di -103 milioni di dollari (la nostra LIVA). Impostando il calcolo attraverso la formula del rendimento degli azionisti (TSR) che abbiamo osservato al paragrafo 3.2.1 (equazione 2), l'*excess return* attualizzato nel primo decennio è pari al 16,6% (TSR pari a 25,9 %), nel secondo -9,5% (TSR pari a -2,2%). La LIVA ammonterà rispettivamente a 169 milioni e -272 milioni di dollari; la somma ammonterà a -103 milioni di dollari come determinato applicando la formula dei flussi di cassa scontati.

La domanda che sorge naturale a questo punto è: come mai pur essendo il TSR medio pari a 11,9%, superiore al costo del capitale (8%), l'*excess return* è positivo mentre la LIVA è negativa? La risposta sta nel fatto che il rendimento negativo della seconda decade è avvenuto su una base azionaria nettamente più larga rispetto a quella della prima decade su cui è stato registrato un rendimento positivo. Paradossalmente ci si trova nella situazione in cui un investitore che ha mantenuto per l'intero periodo lo stesso pacchetto di azioni, registra un rendimento superiore a quello offerto dal mercato; allo stesso tempo la società ha però distrutto valore per l'intero complesso di investitori registrando una LIVA negativa.

La considerazione che può essere fatta in questo caso è che la relazione positiva fra LIVA ed *excess return* potrebbe venir meno in presenza di operazioni straordinarie come M&A che modificano in maniera rilevante la base azionaria.

5. Conclusioni

Lo scopo principale di questo studio era quello di determinare una possibile relazione esistente fra le performance in termini sostenibili e le performance economico-finanziarie delle imprese statunitensi. Partendo da un campione eterogeneo per settore, dimensione delle aziende, capitalizzazione e rendimenti di mercato, nel periodo che va dal 2010 al 2019, siamo riusciti a dimostrare un'associazione positiva fra la creazione di valore nel lungo termine per gli investitori (misurata dalla LIVA) e le prestazioni ESG (esprese in termini di Rating).

Il nostro studio rappresenta per certi versi un punto di discontinuità con la letteratura del passato, focalizzata principalmente sulle performance contabili delle imprese e su orizzonti temporali ristretti; l'impatto dell'integrazione degli obiettivi ESG nelle strategie aziendali sulla creazione/distruzione di valore (espressa in termini monetari) per gli investitori, carica di valenza strategica la nostra analisi.

I risultati emersi dimostrano inequivocabilmente come la sostenibilità ambientale, sociale e di governance venga concepita come un elemento strategico dalle imprese per conseguire performance economiche di successo e porre le basi per la creazione di quel valore condiviso che Porter ritiene necessario affinché vengano soddisfatti gli interessi e le richieste sia degli azionisti che dell'intera comunità di riferimento.

L'adozione della LIVA come metrica chiave dell'intera trattazione, raffigura un'innovazione nel campo della letteratura manageriale, permettendo di valutare in maniera assoluta la qualità delle scelte strategiche operate dal management e fornendo un dato chiaro e inconfutabile, il valore creato in termini monetari a beneficio degli investitori.

Scendendo più nel dettaglio, la sua correlazione positiva con gli indicatori ESG potrebbe essere prodromica di un comportamento virtuoso delle imprese, capaci non solo di remunerare congruamente coloro che in esse hanno investito e vincolato risorse finanziarie a lungo termine, ma anche di condurre una gestione improntata all'ascolto dei propri stakeholder, con l'obiettivo di migliorare il tessuto economico e sociale dell'intero ecosistema di appartenenza.

La rilevanza del fattore *Environmental*, emerso come unica questione ESG significativa nell'analisi di regressione condotta, è da attribuire sicuramente allo scenario ambientale che stiamo vivendo. Le dinamiche relative al cambiamento climatico e al depauperamento delle risorse naturali sono un campanello d'allarme che non può più esser postergato e richiedono senso di responsabilità da parte di tutti gli attori economici, in primis le imprese, per non veder compromesse non soltanto le capacità reddituali future, ma le stesse condizioni che ne determinano la sopravvivenza nel lungo periodo.

Sebbene riconosciamo il carattere abbastanza generale della nostra analisi, riteniamo che tale progetto di ricerca abbia diverse caratteristiche interessanti per poter essere la base di ulteriori studi sulle performance di lungo termine delle imprese, indagando su quali possano essere i *driver* di creazione del valore.

Si forniscono a tal proposito alcuni indirizzi precisi per la ricerca futura.

Compatibilmente alla disponibilità di dati ed informazioni, il primo riguarda l'estensione dello studio ad altri paesi, in particolare a come la presenza di diverse istituzioni giuridiche, culturali e governative possa influire sul contributo delle politiche di sostenibilità al raggiungimento degli obiettivi economico-finanziari di lungo termine. Si richiede pertanto un'indagine sul grado di sviluppo delle politiche ambientali e sociali implementate dagli stati centrali, per comprendere in che modo la regolamentazione incida sulla condotta delle imprese, e come questa si relazioni di conseguenza alle performance economiche.

Il secondo indirizzo porta ad ampliare l'analisi da noi effettuata, spostando il focus a un livello più dettagliato, identificato nelle differenze che intercorrono al livello di settore. In tal modo sarebbe possibile comprendere quali sono le *industry* che meglio performano in relazione agli obiettivi ESG e quali sono le imprese che riescono a rispondere in maniera ottimale ai rischi e alle opportunità materiali.

L'ultima area di ricerca futura potrebbe riguardare l'inserimento di altre variabili come il livello di investimenti in ricerca e sviluppo, il grado di innovazione del settore, il grado di internazionalizzazione delle imprese, al fine di intercettare altri fattori che possano incidere positivamente sulla LIVA.

Bibliografia

Rapporto Brundtland, Commissione mondiale sull'ambiente e lo sviluppo, 1987

Commissione Europea, 2018, “Finanza sostenibile: il piano d'azione della Commissione per un'economia più verde e più pulita”, Comunicato stampa 8 marzo 2018

Commissione Europea, 2018, “Piano d’azione per finanziare la crescita sostenibile”, COM (2018) 97, 8 marzo 2018, p. 1

High-Level Expert Group on Sustainable Finance, 2018, “Financing a sustainable European economy, Final Report 2018”

Forum per la finanza sostenibile, ABI, Assogestioni, 2019, “L’Unione Europea e la finanza sostenibile: Impatti e prospettive per il mercato italiano”

OCSE, 2017, Investing in Climate, Investing and Growth,

Commissione Europea, 2020, “Il piano di investimenti per l'Europa supera l'obiettivo di 500 miliardi di € di investimenti prima del previsto”, Bruxelles, 2 luglio 2020, Comunicato Stampa

Gazzetta Ufficiale dell’Unione Europea, 1 luglio 2015, “REGOLAMENTO (UE) 2015/1017 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 25 giugno 2015 relativo al Fondo europeo per gli investimenti strategici, al polo europeo di consulenza sugli investimenti e al portale dei progetti di investimento europei e che modifica i regolamenti (UE) n. 1291/2013 e (UE) n. 1316/2013 – il Fondo europeo per gli investimenti strategici”

Commissione Europea, 2021, “Tassonomia dell’UE, comunicazione societaria sulla sostenibilità, preferenze di sostenibilità e doveri fiduciari: dirigere i finanziamenti verso il Green Deal europeo”, Bruxelles, 21 aprile 2021 COM

Forum per la Finanza Sostenibile, European Financial Planning Association, 2021, “La sostenibilità entra nella consulenza, nel dovere fiduciario e nel design dei prodotti finanziari”

Commissione Europea, 2018, “Proposta di REGOLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO che modifica il regolamento (UE) 2016/1011 per quanto riguarda gli indici di riferimento di

basse emissioni di carbonio e gli indici di riferimento di impatto positivo in termini di carbonio”, Bruxelles, 24 maggio 2018

Commissione Europea, 2018, “Proposta di regolamento per quanto riguarda gli indici di riferimento di basse emissioni di carbonio e gli indici di riferimento di impatto positivo in termini di carbonio”, cit., art. 1, 1.

ESMA, 2018, “Consultation Paper on integrating sustainability risks and factors in MiFID II”, 19 dicembre 2018

PwC, 2019, “Finanza Sostenibile: l’evoluzione del quadro normativo europeo per favorire la transizione alla green economy e gli impatti per gli Intermediari Finanziari”, p. 27

Battiston et al.; per un’analisi bibliografica più esaustiva, cfr. anche ESRB (2016) Too late, too sudden

EY, 2020, “Study on directors’ duties and sustainable corporate governance”, luglio 2020

Commissione Europea, 2020, Proposta di Direttiva “Sustainable corporate governance”, luglio 2020

Friedman. M, 1970, “The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits,” New York Times Magazine, 13 settembre 1970

Friedman. M, 1962, “Capitalism and Freedom”. Chicago University Press, Chicago

Freeman R.E, 1984, “Strategic Management: A Stakeholder Approach”, Cambridge University Press

Bowen H.R., 1953, “Social Responsibilities of the Businessman”, University of Iowa Press, Iowa City

Walton C.C., 1967, “Corporate social responsibilities”, Wadsworth, Belmont

Carroll A.B., 1999, "Corporate Social Responsibility: Evolution of a Definitional Construct", Business Society 38 (3): 268-295

Davis K., 1973, “The case for and against business assumption of social responsibilities”

- Verde M., 2017, “Responsabilità sociale di impresa tra teoria e prassi. Il bilancio sociale come processo di costruzione di senso”, Giappichelli Editore, aprile 2017
- Commissione Europea, 2011, “Strategia rinnovata dell'UE per il periodo 2011-14 in materia di responsabilità sociale delle imprese”, Bruxelles, 25 ottobre 2011, COM (2011) 681 definitivo, p.4
- Sullivan P., 2017, “Firms Learn That as They Help Charities, They Also Help Their Brands”, The New York Times, 6 novembre 2017
- Sprinkle G.B., Maines L.A., “The benefits and costs of corporate social responsibility”, 2010
- Wal-Mart, “Wal-Mart to reduce packaging”, 2006
- Bradsher K., Revkin A.C., 2001, “A pre-emptive strike on global warming; many companies cut gas emissions to head off tougher regulations”
- Hooghiemstra R., 2000, “Corporate communication and impression management-new perspectives why companies engage in corporate social reporting”
- Boccardelli P., Fontana F., 2015, “Corporate strategy: una prospettiva organizzativa e finanziaria per la crescita”, Capitolo 4, Editore Ulrico Hoepli, Milano
- Berg F., Kölbel J.F., Rigobon R., 2020, “Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings”, (MIT) - Sloan School of Management, 17 maggio 2020
- Bernow, S., Klempner, B. & Magnin C., 2017, “From ‘why’ to ‘why not’: Sustainable investing as the new normal”, McKinsey & Company
- Sandrin, G., 2018, “La mutazione degli investimenti sostenibili”, Citywire
- Clubb R., Takahashi Y., Tiburzio P., 2016, “Evaluating the Relationship Between ESG and Corporate Fixed Income”, Breckinridge Capital Advisor & MIT Sloan School of Management
- Eccles, R.G., Ioannou, I. & G. Serafeim, 2014, “The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance”, Management Science, 60 (11), pp. 2835-2857

- Auer, B. R., Schuhmacher, F., 2016, “Do socially (ir)responsible investments pay? New evidence from international ESG data”, *The Quarterly Review of Economics & Finance*, 59, pp. 51-62
- Khan, M., Serafeim, G. & A. Yoon, 2016, “Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality”, *The Accounting Review*, 91 (6), pp. 1697-1724
- Nofsinger, J. & A. Varma, 2014, “Socially responsible funds and market crises”, *Journal of Banking & Finance*, 48, pp. 180-193
- El Ghouli, S., Guedhami, O., Kwok, C.C.Y. & D. R. Mishra, 2011, “Does corporate social responsibility affect the cost of capital?”, *Journal of Banking & Finance*, 35, pp. 2388-2406
- Sinziana Dorobantu, Witold J. Henisz, and Lite J. Narthey, “Spinning gold: The financial returns to stakeholder engagement”, *Strategic Management Journal*, December 2014, Volume 35, Number 12, pp. 1727–48
- Porter M.E., Serafeim G., Kramer M., 2019, “Where ESG fails?”, *Institutional Investor*, 16 ottobre 2019
- Economist Intelligence Unit, *Corporate Citizenship: Profiting From Sustainable Business* (London: The Economist, 2008)
- Coca-Cola HBC Italia, 2017, *Rapporto di Sostenibilità 2017*, 14° edizione
- Edmans A., “The link between job satisfaction and firm value, with implications for corporate social responsibility”, *Academy of Management Perspectives*, November 2012, Volume 26, Number 4, pp. 1–9
- Henisz W., Koller T., Nuttall R., 2019, “Five ways that ESG creates value”, *McKinsey Quarterly*
- Yoon A., Khan M., Serafeim G., 2017, “ESG and Alpha: The Role of Materiality”, *Causeway*
- Wibbens P.D., Siggelkow N., 2019, “Introducing LIVA to measure long-term firm performance”, *Strategic Management Journal*
- Fisher F.M. & McGowan J.J., 1983, “On the Misuse of Accounting Rates of Return to Infer Monopoly Profits”, *The American Economic Review*, 73(1), 82–97

Levinthal, D. A. & Wu, B., (2010), “Opportunity costs and non-scale free capabilities: Profit maximization, corporate scope, and profit margins”, *Strategic Management Journal*, 31(7), 780–801

Sitografia

Borsa Italiana, Gli investimenti ESG ne hanno fatta di strada:

(<https://www.borsaitaliana.it/speciali/fisherinvestments/italia/gli-investimenti-esg.htm>)

Global Sustainable Investment Alliance Report 2020: (<http://www.gsi-alliance.org/trends-report-2020/>)

Forum per la Finanza Sostenibile, 2018, “La Commissione UE presenta il Piano d’Azione per la finanza sostenibile”: (<https://investiresponsabilmente.it/2018/03/23/la-commissione-ue-presenta-suo-piano-dazione-la-finanza-sostenibile/>)

United Nations, Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development:

(<https://sustainabledevelopment.un.org/post2015/transformingourworld>)

High-Level Expert Group on sustainable finance (HLEG) (https://ec.europa.eu/info/publications/180131-sustainable-finance-report_en)

Etica SGR, 2019, “Report di Impatto 2019 di Etica Sgr: i risultati dell’impatto ambientale, sociale e di governance”: (<https://www.eticasgr.com/storie/approfondimenti/report-di-impatto-2019-etica-sgr>)

Consiglio dell’Unione Europea, Fondo europeo per gli investimenti strategici:

(<https://www.consilium.europa.eu/it/policies/investment-plan/strategic-investments-fund/>)

Consiglio dell’Unione Europea, Fondo europeo per gli investimenti strategici:

(<https://www.consilium.europa.eu/it/policies/investment-plan/strategic-investments-fund/>)

Consiglio dell’Unione Europea, Il Polo europeo di consulenza sugli investimenti e il portale dei progetti di investimento europei: (<https://www.consilium.europa.eu/it/policies/investment-plan/investment-advisory-hub/>)

Forum per la Finanza Sostenibile, Doxa 2017, “Il risparmiatore responsabile”: (<https://www.bva-doxa.com/risparmiatore-responsabile-italia/>)

Assoneb (Associazione Nazionale Enciclopedia della Banca e della Borsa), 2009, “Responsabilità Sociale d’Impresa”: (https://www.bankpedia.org/termine.php?c_id=22060)

Business Roundtable, 2019, “Business Roundtable Redefines the Purpose of a Corporation to Promote ‘An Economy That Serves All Americans’ “, 19 agosto 2019: (<https://www.businessroundtable.org/business-roundtable-redefines-the-purpose-of-a-corporation-to-promote-an-economy-that-serves-all-americans>)

BlackRock, 2021, “Net zero: a fiduciary approach”: (<https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/blackrock-client-letter>)

BlackRock, 2020, “Sustainability goes Mainstream”:
(<https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/blackrock-sustainability-survey.pdf>)

Bellini M., 2021, “ESG: tutto quello che c’è da sapere per orientarsi su Environmental, Social, Governance”, ESG 360: (<https://www.esg360.it/environmental/esg-tutto-quello-che-ce-da-sapere-per-orientarsi-su-environmental-social-governance/>)

Cerved Know, 2020, “Cos’è il Rating ESG o Rating di sostenibilità?”: (<https://know.cerved.com/tool-educational/cose-il-rating-esg-o-rating-di-sostenibilita/>)

Borsa Italiana, Glossario Finanziario – Alfa di Jensen: (<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/alfa-di-jensen.html>)

Lodh A, 2020, “ESG and the cost of capital”, MSCI Research: (<https://www.msci.com/www/blog-posts/esg-and-the-cost-of-capital/01726513589>)

Global Sustainable Investment Alliance Report 2020: (<http://www.gsi-alliance.org/trends-report-2020/>)

Moen E., Managing Director MSCI ESG Research: (<https://www.msci.com/our-solutions/esg-investing/esg-ratings>)

MSCI, ESG Industry Materiality Map: (<https://www.msci.com/our-solutions/esg-investing/esg-ratings/materiality-map>)

MSCI, 2020, ESG Ratings Methodology:
(<https://www.msci.com/documents/1296102/21901542/MSCI+ESG+Ratings+Methodology+-+Exec+Summary+Nov+2020.pdf>)

Borsa Italiana, Glossario Finanziario: (<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/capitalizzazione.html>)

Investopedia, Market Capitalization: (<https://www.investopedia.com/terms/m/marketcapitalization.asp>)

Investopedia, Excess Return: (<https://www.investopedia.com/terms/e/excessreturn.asp>)

Fastweb, Che cos'è e come funziona GitHub: (<https://www.fastweb.it/web-e-digital/che-cos-e-e-come-funziona-github/>)

S&P Global Market Intelligence, S&P Global Market Intelligence delivers essential information so you can make decisions with conviction: (<https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/?product=compustat-research-insight>)

Hayes A.,2020, Investopedia: (<https://www.investopedia.com/terms/c/compustat.asp>)

EPA, What is the National Environmental Policy Act?: (<https://www.epa.gov/nepa/what-national-environmental-policy-act>)

America's Pledge, About America's Pledge: (<https://www.americaspledgeonclimate.com/about/>)

Il Sole 24 Ore, “Le prime 10 aziende al mondo negli ultimi 25 anni”: (<https://lab24.ilsole24ore.com/aziende-top/>)

Riassunto

Durante gli anni, sono state diverse le definizioni attribuite al concetto di sviluppo sostenibile, fra le più conosciute e accreditate, rientra sicuramente quella pubblicata dalla Commissione Brundtland del 1987: “per sviluppo sostenibile si intende la capacità di soddisfare la generazione attuale senza compromettere la possibilità di far altrettanto per le generazioni future. Può essere concepito come un processo costante di cambiamento per cui l'utilizzo delle risorse naturali, la direzione degli investimenti, l'orientamento dello sviluppo tecnologico e i cambiamenti istituzionali siano resi coerenti con i bisogni futuri oltre che con gli attuali”.

La sostenibilità è entrata di diritto fra le priorità di tutte le organizzazioni sovranazionali e i governi locali, facendo leva sia su azioni collettive che individuali.

Attraverso l'adozione nel 2015 dell'accordo di Parigi sui cambiamenti climatici e dell'Agenda 2030 delle Nazioni Unite per lo sviluppo sostenibile, i vertici di tutti i paesi del mondo hanno impresso una svolta in chiave sostenibile al futuro del pianeta e dell'economia globale. L'agenda 2030 si basa su 17 obiettivi interconnessi di sviluppo sostenibile, OSS (in inglese: Sustainable Development Goals, SDG), delineati nell'ambito di una strategia per garantire stabilità economica, equità e inclusione sociale, economie resilienti e fiorenti. L'accordo di Parigi, firmato nel dicembre 2015 da 195 paesi rappresenta il primo grande passo verso la sfida al cambiamento climatico, con lo scopo prioritario di mantenere l'incremento della temperatura media globale stabilmente al di sotto dei 2°C oltre i livelli pre-industriali, e di contenere tale rialzo a 1,5°C in modo tale da limitare considerevolmente possibili rischi e conseguenze negative legate al riscaldamento globale. In questo scenario instabile, un ruolo da protagonista lo riveste il settore finanziario. Il sistema finanziario versa in una fase di transizione che parte dall'esperienza della crisi finanziaria e sfocia verso un'economia più *green*. L'esigenza di indirizzare il capitale privato verso investimenti più sostenibili rappresenta una priorità per l'UE per garantire una crescita economica e una maggiore trasparenza in un'ottica di lungo termine. Nel marzo 2018 la Commissione ha pubblicato il Piano d'Azione per finanziare la crescita sostenibile (*Action Plan Financing Sustainable Growth*). Si tratta di un programma dettagliato con interventi specifici da implementare a tappe predefinite, che ruota intorno a tre principi cardine:

- indirizzare i movimenti di capitale verso opzioni sostenibili;
- migliorare la gestione dei rischi finanziari prettamente legati alle dinamiche climatiche, all'esaurimento delle risorse, al deterioramento ambientale e alle disomogeneità sociali;
- garantire la trasparenza e promuovere un approccio *long-term oriented* nelle attività finanziarie

La caratteristica principale che accomuna tali grandi progetti è senza dubbio l'integrazione degli obiettivi: le tre dimensioni dello sviluppo (ambientale, economica e sociale) sono profondamente legate fra loro, ad un punto tale che l'impatto di una non va mai considerato in maniera individuale, ma sempre in relazione alle altre dimensioni.

Per prosperare e generare valore in una prospettiva di lungo termine, le aziende al giorno d'oggi sono chiamate ad implementare politiche e strategie che tengano conto necessariamente del benessere e della crescita economico-sociale della propria comunità di riferimento.

La massimizzazione dei profitti non è più una strada percorribile a senso unico, ma deve essere affiancata necessariamente dalla costruzione di relazioni bidirezionali con i propri stakeholder, soltanto in questo modo le imprese potranno coniugare obiettivi economico-finanziari e socio-ambientali.

In parole povere, le imprese sono chiamate ad integrare le questioni ESG nelle proprie attività. Il termine ESG (acronimo di *Environmental*, *Social* e *Governance*) sale alla ribalta nel 2005 quando il segretario generale delle nazioni unite, Kofi Annan, riunendo un gruppo costituito dai maggiori investitori istituzionali dell'epoca, individuò i sei punti nevralgici dei Principi per l'investimento responsabile (PRI) dell'ONU. Nati come investimenti di nicchia, nel corso degli anni hanno registrato una crescita esponenziale, fino a toccare la cifra record 35,3 trilioni di dollari nel 2020, nei cinque macro-mercati principali (Canada, Stati Uniti, Giappone, Australasia ed Europa). Gli investimenti ESG rientrano nell'ambito della finanza etica e sostenibile, raggruppando tutte quelle forme di investimento che hanno una ricaduta positiva sull'ambiente e sulla società e che siano diretti a realizzare forme di governance ispirate a principi basati sull'etica e l'inclusione.

Lo studio che verrà condotto nei seguenti capitoli, si concentrerà principalmente sull'impatto dell'integrazione degli obiettivi ESG nelle strategie aziendali sulla creazione/distruzione di valore per gli investitori nel lungo termine. A tal proposito verrà utilizzata una nuova metrica per la misurazione delle prestazioni nel lungo periodo, la LIVA (*Long-Term Investor Value Appropriation*), introdotta da Wibbens e Siggelkow nel 2019 sullo *Strategic Management Journal*. Per la valutazione delle prestazioni ESG si farà ricorso ai *rating* offerti dalla Morgan Stanley Capital International (MSCI).

L'analisi avrà ad oggetto un campione *cross-sector* di imprese statunitensi nel periodo che va dal 2010 al 2019.

L'interesse delle imprese verso le dinamiche ambientali e sociali, trova fondamento nel concetto di Responsabilità Sociale d'Impresa (RSI). La letteratura ne fa risalire l'origine al 1953, quando Bowen nella sua opera "Social Responsibilities of the Businessman" affermò per la prima volta che "la RSI può essere considerata come un dovere da parte degli uomini d'affare di propendere verso soluzioni, pratiche e decisioni che abbiano come riferimento il benessere collettivo e i valori sociali".

Successivamente Keith Davis nel 1960 sostenne che la responsabilità sociale fosse riscontrabile nelle azioni realizzate dagli uomini d'affari che non hanno una correlazione diretta con un interesse economico; più tardi William Frederick affermerà che la RSI richiede all'uomo d'affari di prendere in considerazione il risvolto sociale nell'ambito delle proprie operazioni di carattere economico messe in essere (citati in Carroll 1999, p. 271). Un contributo essenziale però proviene da Edward Freeman nella sua opera "*Strategic Management: A*

Stakeholder Approach". L'opera segna un punto di rottura col passato, spostando il focus dell'impresa dagli azionisti ad una platea più vasta di soggetti che lo stesso autore identifica per la prima volta con il termine stakeholder : "soggetti il cui contributo si rivela essenziale per la sopravvivenza stessa dell'impresa (azionisti, dipendenti, clienti ecc.) e in senso lato, qualsiasi soggetto identificabile che possa influenzare o essere influenzato dall'attività messa in essere dall'impresa per il raggiungimento degli obiettivi aziendali". La responsabilità sociale d'impresa va ben oltre le considerazioni di carattere economico e legale, coinvolgendo anche la sfera etica e filantropica.

Il concetto di filantropia in ambito aziendale si sviluppa come vera e propria attività strategica a partire dal XX secolo; secondo Porter e Kramer (2002) veniva utilizzata come strumento di pubblicità e pubbliche relazioni per incrementare la visibilità dell'azienda e del brand, seppur si concretizzasse in azioni ed opere destinate a cause meritevoli di sostegno. Per Friedman (1970) tuttavia, tale concezione mal si sposava con l'obiettivo di massimizzazione dei profitti, in quanto avrebbe vincolato parzialmente l'autonoma gestione dei fondi da parte degli azionisti; affermava pertanto "laddove si rendesse necessario riconoscere delle donazioni, queste andrebbero fatte dagli azionisti singolarmente e non dall'impresa". In ogni caso, rendere redditizio un approccio filantropico sembra una strada percorribile. Sempre Porter e Kramer (2002) affermavano la possibilità di convogliare sforzi sociali e caritatevoli nella direzione per migliorare il proprio contesto competitivo. Superare il concetto secondo cui obiettivi sociali ed economici non siano compatibili, rappresenta la principale sfida ma anche una condizione di sopravvivenza per le imprese nel proprio *business environment*. Boccardelli e Fontana (2015) nel libro "Corporate Strategy: una prospettiva organizzativa e finanziaria per la crescita", illustrano alcune modalità attraverso le quali la sostenibilità e la responsabilità sociale possono generare un vantaggio competitivo. In particolare viene analizzato l'impatto sulla riduzione dei costi, la gestione dei rischi, il rafforzamento del capitale immateriale e lo sviluppo di partnership strategiche.

Il paradigma ESG lega le proprie origini per certi versi al tema della RSI. L'integrazione delle *good practices* in ambito sociale, ambientale e di governance rappresenta una prerogativa per tutti gli attori economici nell'ottica di creazione di valore condiviso nel lungo termine. Attraverso i criteri ESG è possibile identificare una categoria di scelte finanziarie comunemente indicate come investimenti sostenibili. La finalità di tale tipologia di investimenti è quella di coniugare il ritorno economico (a favore degli investitori), con quello socio-ambientale (con ricadute positive per l'intero ecosistema). Il vantaggio che ci servono tali criteri è dato dalla possibilità di misurare il reale contributo offerto dalle aziende alla causa, il grado di integrazione della sostenibilità nelle pratiche e nelle strategie aziendali, il legame con le performance economico-finanziarie. Ciò è reso possibile dal "Rating ESG" (oppure "Rating di sostenibilità"), vale a dire "un giudizio sintetico che attesta la solidità di un emittente, di un titolo o di un fondo da una prospettiva puramente ambientale, sociale e di governance. Non va a sostituire il Rating tradizionale, bensì lo integra

attraverso ulteriori dati e ed informazioni col fine di offrire un set di dati sempre più completo per decisioni più accurate e consapevoli”

La letteratura negli ultimi anni ci ha fornito spunti parecchio interessanti, chiavi di lettura diverse del fenomeno e risultati non sempre unidirezionali.

Un primo filone si è concentrato principalmente sull'integrazione dei fattori ESG nelle pratiche aziendali e il nesso con le performance di mercato conseguite. Eccles et al. (2014) hanno elaborato uno studio su un campione di 180 aziende americane, 90 delle quali classificate come “High Sustainability” per aver adottato politiche ESG, le restanti indicate come “Low Sustainability”, per non essere state altrettanto virtuose sotto questo profilo. Analizzando dati dal 1993 al 2009, il primo gruppo di imprese ha registrato performance di mercato e operative nettamente superiori. Bassa sostenibilità significa modelli di governance incentrati sulla massimizzazione del profitto e considerazione delle questioni sociali e ambientali come semplici esternalità. Al contrario le imprese sostenibili non solo prestano attenzione alle esternalità, ma si distinguono per meccanismi di governance che coinvolgono direttamente il *board* sui temi ESG e prevedono: livelli più alti di *engagement* degli stakeholder e meccanismi più evidenti ed efficaci per segnalarlo; maggiore attenzione alle misure non finanziarie per la *retention* dei dipendenti ed enfasi sugli standard ambientali e sociali per la selezione, il monitoraggio e la misurazione delle prestazioni lungo la *supply chain*; maggiore *commitment* nella divulgazione di informazioni e dati di carattere economico-finanziario.

Auer e Schuhmacher (2016) e Khan et al. (2016) invece, sostengono che le pratiche orientate ai fattori ESG producono conseguenze differenti a seconda delle aree di business su cui impattano, in proporzione a quanto ogni singolo fattore possa incidere sul valore aziendale.

Una seconda corrente letteraria ha spostato la lente d'ingrandimento sulle relazioni intercorrenti fra pratiche ESG e accesso al mercato del capitale. Uno spunto interessante proviene da El Ghouli et al. (2011) il cui studio ha dimostrato gli effetti della CSR (*Corporate Social Responsibility* o RSI) sul costo del capitale azionario per un vasto numero di imprese statunitensi. Partendo da un campione di 12.915 imprese con un anno di lavoro dal 1992 al 2007, si è scoperto che quelle con punteggi più elevati di CSR ottengono finanziamenti azionari a condizioni più economiche. Lo studio offre anche alcuni suggerimenti. In primis, i risultati conseguiti dovrebbero spronare il management a perseguire attività di CSR e aumentare gli investimenti sostenibili nelle aree che consentono di ridurre il costo del capitale e aumentare il valore aziendale. In seconda battuta, data l'inclinazione degli analisti di borsa e dei media a prendere sempre più in considerazione le notizie e i dati “virtuosi”, le imprese dovrebbero aumentare il proprio *commitment* nella divulgazione delle informazioni relative alla loro attività in ambito di CSR al pubblico. Così facendo ne gioverebbero reputazione e immagine aziendale presso la propria platea di *stakeholder*, con evidenti vantaggi nell'allargamento del capitale azionario a soggetti terzi.

Una critica al paradigma ESG, o meglio ancora, un monito agli investitori e ai manager, proviene da Michael Porter in un articolo pubblicato nel novembre 2019 sulla rivista “*Institutional Investor*”, dal titolo “Where

ESG Fails”. L’accademico statunitense, coadiuvato da George Serafeim e Mark Kramer, anche loro docenti presso l’Harvard Business School, ritiene che le aziende non abbiano compreso a pieno le opportunità derivanti dagli investimenti ESG (oppure a impatto sociale) perdendo di vista quelli che sono i veri *driver* del valore economico. Soltanto integrando il concetto di valore condiviso all’interno della strategia aziendale, un’impresa può garantire ai propri azionisti rendimenti elevati. Attraverso l’innovazione sociale è possibile coniugare valore sociale (contribuendo al benessere di una comunità di riferimento) e creazione del vantaggio competitivo (necessario per il conseguimento di performance economiche superiori a quelle dei competitors). Quello che sta accadendo è che la classe manageriale troppo spesso guarda alla sostenibilità come un mero strumento per rafforzare la reputazione e l’immagine aziendale, mirando soltanto a migliorare le relazioni con i propri stakeholder; gli investitori allo stesso tempo guardano ai fattori ESG come uno strumento per ridurre i rischi normativi o di reputazione delle società nei loro portafogli. In questo modo si perde soltanto il nesso fra impatto sociale e creazione di valore economico.

Gli autori concordano sul fatto che il concetto di valore condiviso possa ripartire la strategia aziendale su tre livelli:

1. “creare nuovi prodotti che rispondono a bisogni sociali emergenti o aprono segmenti di clienti attualmente non serviti”;
2. “migliorare la produttività nella catena del valore, sia trovando nuove efficienze sia aumentando la produttività dei dipendenti e dei fornitori”;
3. “investire per migliorare l’ambiente aziendale o il cluster industriale nelle regioni in cui l’azienda opera”

Porter ritiene fondamentale questo passaggio: educare gli investitori a distinguere le imprese che creano effettivamente valore condiviso attraverso un forte impatto sociale da quelle attente solo all’immagine e alla reputazione attraverso pratiche ESG. Lo scopo finale dell’investimento è quello di impegnare risorse su progetti diretti al soddisfacimento di bisogni sociali e che allo stesso tempo garantiscano profitti; non più soltanto le imprese, il concetto di responsabilità sociale deve toccare necessariamente anche gli azionisti. “Investire su aziende che contribuiscono alla crescita della società in maniera profittevole e disinvestire da quelle che non fanno altrettanto, sarà la premessa per la nascita di un circolo virtuoso diretto al miglioramento delle condizioni degli stakeholder e dell’intero ecosistema”

Partendo dal contributo fornito dagli autori sopra elencati e dalla teoria di Porter relativa al binomio innovazione sociale e creazione di valore condiviso, svilupperemo un’analisi empirica che ci permetterà di conoscere la relazione che sussiste fra *long-term value creation* e rating di sostenibilità. Andremo nello specifico ad indagare l’impatto delle pratiche sostenibili sulle prestazioni economiche e finanziarie delle imprese, al fine di comprendere quali determinanti del paradigma ESG contribuiscono alla generazione di

flussi di cassa nel tempo e che ruolo giocano altre grandezze coinvolte come la capitalizzazione di mercato e il rendimento in eccesso. L'analisi che condurremo avrà il pregio di utilizzare degli ESG Rating ponderati secondo la materialità di ciascuna questione per ogni tipologia di settore, attribuendo quindi un peso maggiore a quei fattori più influenti sui rischi e sulle opportunità a cui le imprese vanno incontro.

Il contributo innovativo del nostro studio si basa invece sull'introduzione di una misura molto recente nella letteratura delle performance aziendali, nota come LIVA (*Long-term Investor Value Appropriation*); si tratta di un indicatore di creazione/distruzione del valore per gli investitori nel lungo termine, comparso per la prima volta sullo *Strategic Management Journal* nel novembre 2019 ad opera di P.D. Wibbens, professore di Strategie d'azienda presso l'INSEAD Business School e N. Siggelkow, docente presso la Wharton School of the University of Pennsylvania. Nel nostro studio, effettueremo un'associazione sperimentale: andremo a testare l'impatto delle performance di sostenibilità sulla creazione/distruzione di valore nel lungo termine. Finora il tema delle prestazioni in ambito ESG è stato sempre osservato in relazione a differenti punti di vista: è stato correlato alla riduzione del costo del debito (Eliwa et Al., 2019) (Schauten e van Dijk, 2011), ai rendimenti contabili (Eccles et Al., 2014), al rischio di credito basato sul mercato (Razak et Al., 2020), agli indicatori di mercato (Lodh, 2020) (Giudici e Bonaventura, 2018), alla produttività dei dipendenti, al grado di innovazione e all'esposizione alle controversie legali (Henisz et Al. 2019).

L'obiettivo finale di questa ricerca, come anticipato nella parte introduttiva, è quello di definire in che modo impatta l'integrazione degli obiettivi ESG nelle strategie aziendali sulla performance di lungo termine; scendendo più nello specifico, indagheremo su una possibile correlazione fra l'assimilazione delle tematiche ambientali, sociali e di governance e la creazione/distruzione di ricchezza monetaria per la categoria degli investitori, da parte delle aziende.

La LIVA, acronimo di *Long-term Investor Value Appropriation*, rappresenta una nuova misura della performance aziendale nel lungo termine. Con lo scopo di formulare una misura che sia compatibile con il concetto teorico di massimizzazione del valore, potremmo definire la LIVA come il Valore Attuale Netto (VAN) dei rendimenti passati. Nello specifico rappresenterebbe la somma attualizzata dell'eccesso di rendimento assoluto del mercato azionario e, nel lungo termine, andrebbe a coincidere con la somma scontata dei profitti economici calcolati a partire dai documenti di bilancio. L'equivalenza nel lungo periodo è dovuta al fatto che il *gap* nel breve fra rendimenti azionari e profitti contabili tende ad assottigliarsi fino a sparire considerando un orizzonte temporale più ampio, a patto che entrambe le misure vengano correttamente attualizzate.

Alcuni studi condotti mostrano come la LIVA presenti alcuni vantaggi significativi in specifici contesti di applicazione rispetto a misure classiche come il ROA, il TSR e il ROC.

La LIVA aumenta attraverso investimenti a VAN positivo: abbiamo visto precedentemente come la LIVA possa essere considerata un indicatore assoluto che misura la creazione/distruzione di valore aziendale nel

lungo termine, una sorta quindi di VAN ex post delle strategie aziendali nel corso degli anni. È pertanto una conseguenza che gli investimenti a VAN positivo contribuiscano all'aumento dell'indicatore stesso.

Corretta rappresentazione dei risultati dei processi di fusioni e acquisizioni (M&A), spin-off o anche fallimenti: la LIVA può inquadrare al meglio le singole componenti determinanti la creazione/distruzione di valore, favorendo un'analisi più dettagliata delle singole entità aziendali che vi hanno preso parte.

Capacità di misurare il reale impatto economico: siccome la LIVA è una “*absolute-size measure*”, i top performer sono aziende con impatti economici importanti. Tale dato si scontra con quello delle aziende che ottengono risultati migliori in termini di ROA e TSR; questo è dovuto al fatto che soltanto una base azionaria ridotta consente di ottenere performance eccellenti in termini di misure di rapporto rispetto alla dimensione.

Facile scomposizione nelle sue determinanti: la possibilità di scomporre la LIVA nelle sue determinanti consente di comprendere la qualità delle mosse strategiche del management oltre ad offrire intuizioni e spunti per eventuali aggiustamenti tecnici.

Ci sono anche alcuni limiti da evidenziare:

La LIVA è strettamente legata alle dinamiche del mercato azionario: essendo basata su dati desunti dal mercato azionario, è fortemente condizionata dalle aspettative degli investitori circa l'andamento futuro, con il rischio che qualora queste si verificassero errate potrebbero alterarne il significato.

Conoscenza e diffusione limitata: trattandosi di un indicatore di performance di recente introduzione, manca di reputazione e conoscenza, e quindi di affidabilità maturata negli anni, nell'ambito della letteratura sul calcolo delle performance aziendali.

Gli *ESG Ratings* nascono con l'obiettivo di fornire agli investitori istituzionali uno strumento di integrazione ESG realizzato appositamente per supportare la mitigazione dei rischi ESG e contribuire alla creazione di valore nel lungo termine, “evidenziando quei rischi e quelle opportunità che non potrebbero essere individuati dalle tradizionali analisi finanziarie”. Potendo contare sul contributo di 200 analisti esperti addetti alla valutazione di 35 *Key Issues* ESG e al supporto dell'intelligenza artificiale, la MSCI (Morgan Stanley Capital International) ha elaborato una metodologia capace di misurare il grado di resilienza delle imprese ai vari rischi in ambito sociale, ambientale e di governance nel lungo periodo. Sulla base dei dati e delle informazioni processati, viene attribuito ad ogni singola azienda un punteggio (*rating*), significativo dell'esposizione di ogni impresa ai rischi materiali di settori (individuati in un'apposita “*Materiality Map*”) e alla capacità delle stesse di saperli gestire rispetto ai propri competitors diretti.

Gli *ESG Ratings* poggiano quindi su 35 *Key Issues* suddivisi in 3 macro-aree (Environmental-Social-Governance) e 10 tematiche, opportunamente ponderati. Il punteggio finale ESG si ricava dalla media ponderata di ogni *Key Issue Score* (la valutazione conseguita singolarmente nei tre fattori ESG) e successivamente viene normalizzato rispetto all'*ESG Rating Industry*; una volta effettuata tale operazione si ottiene un punteggio che viene tramutato in un rating che va da AAA a CCC. Si tratta in ogni caso di

valutazioni relative, rapportate a quelle dei competitors appartenenti alla stessa *Industry*. Ogni questione sostenibile chiave viene valutata intorno al 5-30% del rating totale ESG; il peso è misurato tenendo conto dell'impatto socio-ambientale positivo o negativo e il lasso temporale nel quale il rischio o l'opportunità si possono verificare.

La capitalizzazione di mercato (*Market Cap*), indicata anche con il termine di capitalizzazione borsistica o capitalizzazione azionaria, non è altro che il valore delle azioni in circolazione sul mercato, per una data azienda, in una determinata epoca. Il calcolo richiede una serie di passaggi preliminari come l'individuazione del mercato sul quale avvengono gli scambi delle azioni di quella specifica azienda, la conoscenza del valore attuale nel momento in cui si decide di effettuare il calcolo (sappiamo bene come il valore delle azioni può fluttuare da un giorno all'altro) e infine il numero di azioni collocate sul mercato azionario.

Sulla base di tale premesse il calcolo viene effettuato moltiplicando la quantità numerica delle azioni in circolazione per il prezzo corrente di mercato di ciascuna di esse. Essa sarà pari alla somma del valore riportato dalla Borsa per tutti quei titoli che costituiscono il capitale sociale. Il valore di mercato delle azioni può discostarsi in maniera rilevante o meno dal valore nominale. Considerato il fatto che le azioni in circolazione sono soggette ad un continuo processo di acquisto e vendita sui mercati di riferimento, è possibile ipotizzare la capitalizzazione azionaria come *proxy* dell'opinione degli investitori sul patrimonio netto di un'azienda.

Il rendimento in eccesso (o *excess return*) rappresenta il rendimento ottenuto da un investitore che va oltre quello di una proxy. Esso viene ricavato andando a sottrarre il rendimento effettivamente conseguito dalla percentuale di rendimento totale conseguita in un altro investimento. L'*excess return* può essere calcolato impiegando come *benchmark* un'operazione a tasso privo di rischio (*risk-free rate*), oppure un investimento paragonabile in termini di caratteristiche (sia di rischio che di rendimento).

Nella nostra trattazione il rendimento in eccesso sarà espresso in termini di *Total Shareholder Return* (TSR) oltre il costo del capitale.

Il TSR è un indicatore di performance finanziaria dei titoli azionari, sia nel tempo che nello spazio. Esso combina le due modalità secondo cui un investitore può trarre profitto da un titolo: il guadagno derivante dall'apprezzamento delle azioni nel tempo (*capital gain*) e i flussi di dividendi garantiti da queste.

La formula comunemente applicata è la seguente:

$$\text{TSR (\%)} = \frac{(P1 - P0) + D}{P0}$$

- P1 = prezzo finale delle azioni al termine dell'anno 1

- P_0 = prezzo iniziale delle azioni
- D = dividendi riconosciuti durante l'anno

La variabile finale che andremo a prendere in considerazione durante la nostra analisi sarà la seguente:
 Logaritmo dell'eccesso di ritorno = $[\log(1 + \text{company TSR}) - \log(1 + \text{market TSR})]$.

Sulla base delle premesse elaborate precedentemente, illustreremo in che modo è stato ricavato il campione sul quale condurremo l'analisi, la sua composizione e le caratteristiche quali-quantitative. Dunque procederemo con l'esposizione delle metodologie statistiche applicate nell'analisi empirica per dare riscontro agli obiettivi di ricerca alla base dell'intero studio.

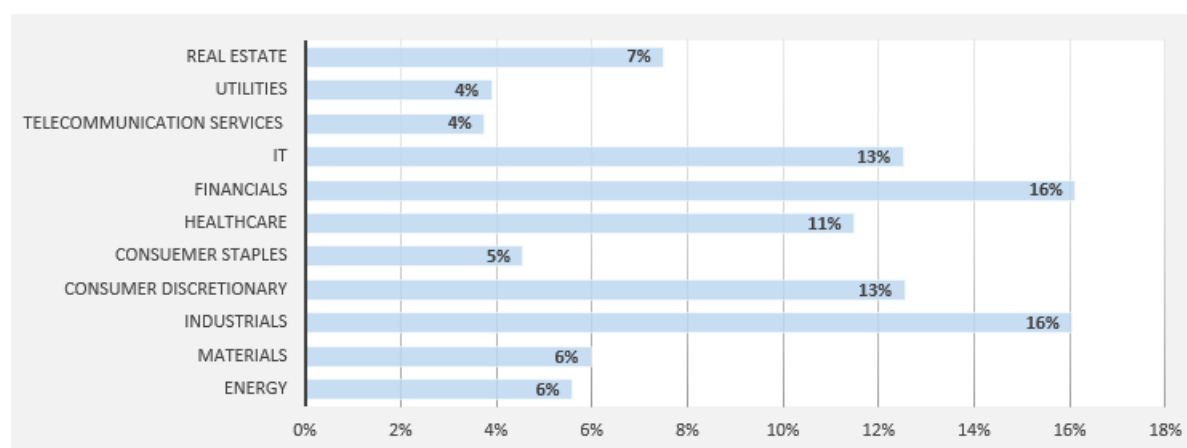
Per la costruzione del database finale, si è partiti da due *dataset* differenti: uno per la LIVA e uno per i Rating ESG. Per la prima variabile, i dati sono stati ricavati da Compustat, una banca dati a carattere finanziario, statistico e di mercato su indici, società, e industrie sia attivi che non attivi e diffusi su tutto il globo, gestita dalla *Standard & Poor's Global Market Intelligence*; per la seconda, i dati sono stati desunti dalle banche dati MSCI ESG Ratings, gestiti dalla Morgan Stanley Capital International.

I due database impiegano codici identificativi differenti (*Gvkey* per la LIVA e *Issuer Ticker* per gli ESG). Si è resa necessaria pertanto un'operazione volta a convertire il *Gvkey* delle aziende nel database LIVA in *Issuer Ticker*, al fine di rendere possibile l'associazione delle variabili alle rispettive imprese. Il risultato finale è stata la creazione di un database perfettamente integrato.

Considerata la quantità limitata di dati a nostra disposizione per gli anni fino al 2009, si è dovuto restringere l'analisi sull'intervallo temporale che parte dal 2010 e termina nel 2019 (periodo minimo affinché si possano ottenere risultati significativi in merito all'applicazione della LIVA).

Il campione finale pertanto è rappresentato da 12.948 osservazioni di imprese statunitensi quotate, equamente distribuite anno per anno. La sua caratteristica principale è l'eterogeneità, avendo preso in considerazione imprese "cross-sector" senza effettuare distinzione a seconda delle dimensioni del fatturato, della capitalizzazione di mercato e dell'età.

Figura 1: Distribuzione settoriale del campione analizzato



Fonte: elaborazione dati campione su excel

Definito il campione, andremo ad effettuare un'analisi *panel data* (basata su due dimensioni: quella spaziale "cross-sector" e quella temporale, rappresentata dall'intervallo di tempo dal 2010 al 2019) tramite il software STATA 12.

La tecnica della regressione lineare ci permette di prevedere il valore che assumerà una variabile in funzione del valore di un'altra (o altre variabili). La variabile di cui vogliamo prevedere l'andamento prenderà il nome di variabile dipendente (nel nostro caso la LIVA, utilizzata come *proxy* della performance di lungo termine); la variabile (o le variabili) utilizzate per prevedere il valore dell'altra, prendono il nome di variabili indipendenti (nel caso nostro gli indicatori ESG, che fungono da *proxy* delle prestazioni in materia di sostenibilità).

L'obiettivo dell'analisi è quello di comprendere un'eventuale associazione fra la creazione di valore per gli investitori nel lungo periodo e le performance ESG delle imprese statunitensi.

Nel modello si è provveduto a considerare anche due variabili di controllo (la capitalizzazione di mercato delle imprese e il logaritmo dell'eccesso di ritorno sul rendimento di mercato). L'importanza di tali variabili risiede nell'influenza che queste possono esercitare sulla relazione che andiamo a testare; la loro assenza potrebbe condurre infatti a risultati errati o fuorvianti.

Alla luce dell'analisi di regressione effettuata, andiamo a mostrare i risultati emersi. Un approfondimento verrà in particolare offerto per le relazioni valutate significative, vale a dire quelle che hanno mostrato un *p value* inferiore a 0.05.

Risultati ottenuti dall'analisi di regressione effettuata su STATA 12

LIVA	Coef.	Std. Err	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
Punteggio fattore "ambientale"	.2424618	.1029106	2.36	0.018	.0407606	.444163 *
Punteggio fattore "governance"	-.0807821	.091391	-0.88	0.377	-.259905	.0983409
Punteggio fattore "sociale"	-.1504774	.1280285	-1.18	0.240	-.4014086	.1004538
Capitalizzazione di mercato (termine anno di riferimento)	.1196808	.0052602	22.75	0.000	.109371	.1299907 *
Capitalizzazione di mercato (inizio anno di riferimento)	.1351866	.0053192	25.41	0.000	.1247611	.1456121 *
ESG Score normalizzato per il settore	.6165179	.1177528	5.24	0.000	.3857266	.8473092 *
Industry	1.284.597	.6274019	2.05	0.041	.0549115	2.514.282 *
ESG Rating	-1.465.494	8.347.164	-0.18	0.861	-1.782.563	1.489.465
Logaritmo eccessi di ritorno	.8382269	.0028872	290.32	0.000	.832568	.8438858 *

* relazioni significative con *p value* < 0.05

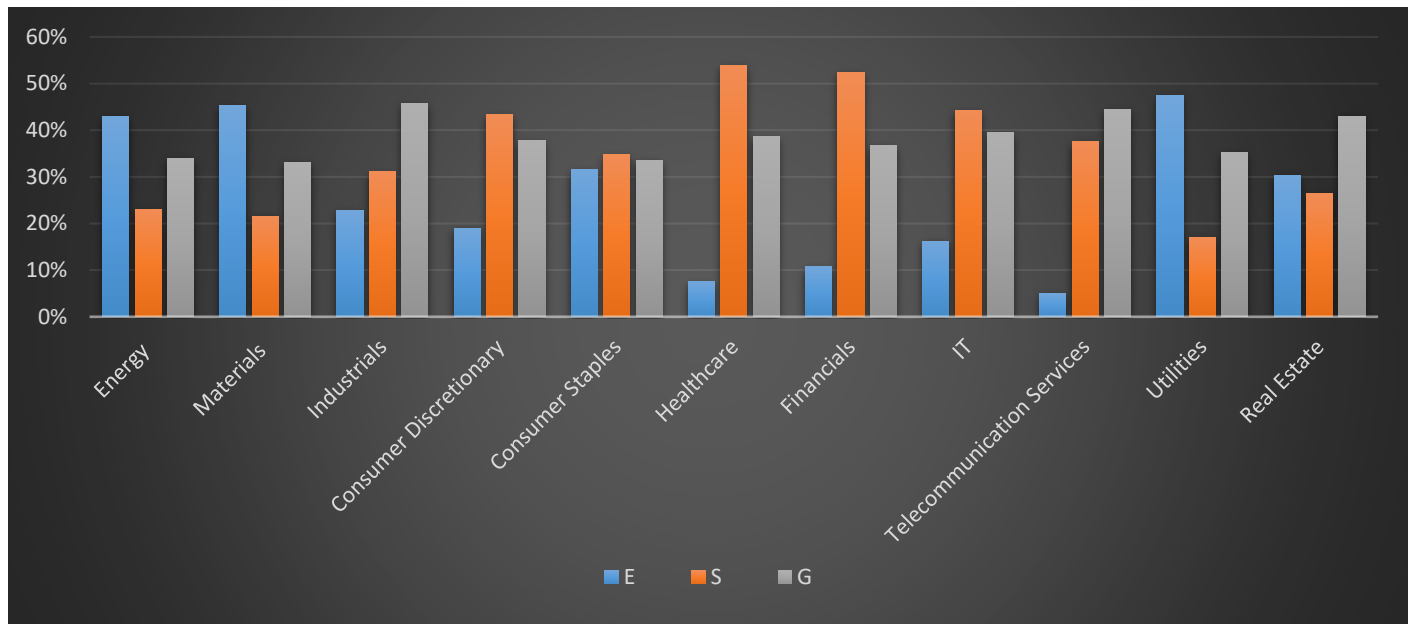
Ponendo la LIVA come variabile dipendente e gli indicatori ESG (lo score normalizzato per il settore e il punteggio dei singoli fattori individualmente considerati) come variabili indipendenti della nostra *panel analysis*, dalla tabella sopra esposta si evince chiaramente la presenza di alcune relazioni significative positive.

La prima degna di nota è la relazione significativa positiva fra la LIVA e la variabile indipendente rappresentata dall'ESG score normalizzato per il settore. Questo risultato rappresenta un grande traguardo per l'intero studio realizzato, ci permette infatti di ipotizzare l'esistenza di un'associazione positiva fra la creazione/distruzione di valore per gli investitori nel lungo termine e la performance di sostenibilità delle imprese. Si era largamente evidenziato nella letteratura manageriale come un ESG Rating elevato contribuisse a migliorare le prestazioni operative (misurate attraverso gli indici di bilancio, in particolare ROA e ROC); tuttavia gli indicatori contabili non sempre sono in grado di riflettere i rendimenti economici sottostanti, senza dimenticare il focus dell'analisi incentrato sul breve periodo. Per la prima volta siamo riusciti ad estendere l'orizzonte temporale dei benefici determinati dalla sostenibilità sulle performance aziendali; in particolare attraverso l'adozione delle LIVA, possiamo inequivocabilmente valutare la qualità dell'integrazione delle tematiche ESG nelle strategie implementate.

Il risultato conseguito porta con sé importanti implicazioni strategiche. Come già discusso precedentemente, secondo Porter Serafeim e Kramer, una valida proposta ESG che faccia leva sui fattori materiali per il business aziendale, può condurre a performance economiche di rilievo soltanto quando sia capace di generare valore condiviso, vale a dire sia diretta ad un miglioramento del contesto sociale ed economico della comunità di riferimento. La relazione positiva fra la LIVA, che misura la creazione assoluta in termini monetari di valore per gli investitori nel lungo termine, e il punteggio finale ESG, può essere indicativo di come la teoria elaborata da Porter trovi riscontro empirico. In particolare è possibile ipotizzare uno *shift di mindset* del management aziendale; da una visione di breve periodo puramente orientata al profitto, dove la sostenibilità era meramente considerata come strumento di conformità alla legge e veicolo di una propaganda volta a rafforzare l'immagine e la reputazione aziendale presso gli *stakeholders*, si passa ad una visione strategica e di lungo termine che pone il progresso sociale ed economico fra le priorità aziendali e considera l'integrazione delle tematiche ambientali, sociali e di governance nelle strategie, una chiave per un successo economico duraturo e sostenibile.

La seconda relazione rilevante, caratterizzata da un basso *p value* e un coefficiente positivo, è quella che vede come variabile indipendente il fattore ambientale (o *environmental*, "E"). Nella letteratura passata in rassegna, non era mai stata analizzata o, quantomeno, ritenuta rilevante tale associazione. Abbiamo visto con Schauten e Van Dijk (2011) come il fattore governance sia correlato positivamente al costo delle obbligazioni per le imprese europee, ma non ci sono altri studi che abbiano dato evidenza singolare al fattore ambientale. Proveremo qui a fornire alcune riflessioni personali.

Figura 2: Mappa della materialità per ciascun settore



Fonte: elaborazione dati campione su excel

Osservando la mappa della materialità per ciascun settore, se assumiamo il 20% come percentuale minima per considerare rilevante l'impatto di un fattore sul profilo ESG di un settore, notiamo che la questione ambientale risulta materiale per le aree *Energy*, *Materials*, *Utilities* (in misura prevalente), *Industrials* (che comprende *Capital Goods*, *Commercial Services & Supplies* e *Transportation*), *Consumer Staples* e *Real Estate*. In totale tali settori rappresentano poco meno del 50% del nostro campione, una cifra considerevole se si vuol dare una spiegazione numerica al peso del fattore ambiente nelle prestazioni economico-finanziarie di lungo termine, ma non sufficiente a spiegare il fenomeno. Ecco perché sarebbe interessante inserire argomentazioni di carattere politico.

Il tema ambientale negli Stati Uniti è da sempre in cima alle politiche dei governi che negli anni si sono susseguiti. Tra i provvedimenti principali figurano il *National Environmental Policy Act* (NEPA) del 1970, nato per far fronte al problema dell'industrializzazione, dello sviluppo urbano e del conseguente aumento dell'inquinamento, ed oggi elevato a modello per le politiche ambientali nazionali di oltre cento paesi; il *Clean Power Act* dell'amministrazione Obama, varato nel 2015 con l'obiettivo di ridurre considerevolmente l'impegno del carbone come fonte energetica, a favore di soluzioni più *green* come l'energia solare e quella eolica; in ambito internazionale degni di nota sono sicuramente gli Accordi di Parigi sul cambiamento climatico globale e l'Agenda del 2030 delle Nazioni Unite per lo Sviluppo Sostenibile (punti 7-9-11-12-13-14-15). Si è assistito tuttavia ad un'inaspettata inversione di marcia con il governo Trump, che ha dato il via ad una forte deregolamentazione, prima con la cancellazione del provvedimento con cui veniva vietato ai produttori di carbone di smaltire i residui industriali nei fiumi e successivamente con l'uscita dagli Accordi di Parigi nel 2017. Tali mosse hanno scosso l'intera comunità e generato malumori che sono culminati nell'*America's Pledge*, una coalizione formata da stati federali, istituzioni accademiche, imprese e investitori

che rimarcano il proprio impegno a rispettare e perseguire gli accordi sul clima. Se nei primi anni duemila l'allentamento delle restrizioni delle politiche ambientali poteva essere visto come un'occasione per le imprese americane di abbattere i costi e dare libero impulso al proprio business, oggi rappresenta una condizione fondamentale per la salvaguardia dell'integrità del pianeta. Sembrano averlo recepito le grandi imprese e i loro manager, consapevoli del sottile equilibrio fra prosperità aziendale e prosperità dell'intero ecosistema. La dinamica economica non può prescindere più da quella ambientale, occorre una visione unica ed integrata nel lungo termine, affinché non si raggiunga un punto di non ritorno che metterebbe a repentaglio non soltanto le prospettive di sopravvivenza delle imprese, ma quelle dell'intera comunità.

Gli ultimi due risultati interessanti da analizzare riguardano le relazioni con le variabili che abbiamo definito di controllo, vale a dire la capitalizzazione di mercato e l'eccesso di ritorno sul rendimento di mercato.

Partendo dalla prima, la correlazione positiva con la variabile dipendente LIVA può essere spiegata in maniera semplice. Secondo uno studio effettuato dal *Sole 24 Ore*, fra le 10 migliori aziende per capitalizzazione di mercato al 2018 figurano Apple, Amazon, Tencent e Alphabet (con la Exxon Mobil presente in lista fino al 2016). Le stesse aziende figurano fra le 10 migliori aziende dal 1999 al 2018 per creazione di valore per gli investitori nel lungo termine. Essendo la LIVA una misura che considera la creazione/distruzione di valore per gli investitori in termini monetari, risulta facilmente intuibile come la dimensione aziendale, una grande disponibilità di risorse finanziarie e una buona performance economico-finanziaria, possano incidere positivamente sulla ricchezza generata.

L'ultimo contributo significativo è quello che vede coinvolto il logaritmo dell'eccesso di ritorno sul rendimento di mercato (*excess return*). In questo caso il coefficiente positivo lascia presagire una relazione positiva con la LIVA. Tuttavia, come indicato da Wibbens e Siggelkow (2019), l'andamento della LIVA stessa può differire dal comportamento delle metriche basate sul mercato. Riportando un esempio degli autori, è possibile spiegare uno dei meccanismi che determinano questa controtendenza.

Supponiamo che nel 2000 un'azienda si affacci al mercato dei capitali attraverso un IPO di 1 milione di azioni al prezzo di 10\$ ciascuna. Nel 2010 acquisisce un'altra azienda ed emette 1 milione di azioni al prezzo di 100\$ ciascuna; nel 2020 viene invece acquisita da terzi ad un valore concordato in 80\$ ad azione. Per semplificare il modello, si ipotizza che le azioni non riconoscano dividendi e che il costo del capitale sia sempre pari all'8% per tutta la durata dell'operazione. Identifichiamo pertanto 3 flussi di cassa: i primi due in uscita per gli investitori pari a 10 milioni e 100 milioni di dollari; il terzo in entrata, in seguito alla cessione, pari a 160 milioni di dollari. Attualizzando le seguenti cifre al 2020, corrispondono rispettivamente a -47 milioni, -216 milioni e +160 milioni, per un totale negativo di -103 milioni di dollari (la nostra LIVA).

Impostando il calcolo attraverso la formula del rendimento degli azionisti (TSR) che abbiamo osservato al paragrafo 3.2.1 (equazione 2), l'*excess return* attualizzato nel primo decennio è pari al 16,6% (TSR pari a 25,9 %), nel secondo -9,5% (TSR pari a -2,2%). La LIVA ammonterà rispettivamente a 169 milioni e -272 milioni di dollari; la somma ammonterà a -103 milioni di dollari come determinato applicando la formula dei flussi di cassa scontati.

La domanda che sorge naturale a questo punto è: come mai pur essendo il TSR medio pari a 11,9%, superiore al costo del capitale (8%), l'*excess return* è positivo mentre la LIVA è negativa? La risposta sta nel fatto che il rendimento negativo della seconda decade è avvenuto su una base azionaria nettamente più larga rispetto a quella della prima decade su cui è stato registrato un rendimento positivo. Paradossalmente ci si trova nella situazione in cui un investitore che ha mantenuto per l'intero periodo lo stesso pacchetto di azioni, registra un rendimento superiore a quello offerto dal mercato; allo stesso tempo la società ha però distrutto valore per l'intero complesso di investitori registrando una LIVA negativa.

La considerazione che può essere fatta in questo caso è che la relazione positiva fra LIVA ed *excess return* potrebbe venir meno in presenza di operazioni straordinarie come M&A che modificano in maniera rilevante la base azionaria.

Lo scopo principale di questo studio era quello di determinare una possibile relazione esistente fra le performance in termini sostenibili e le performance economico-finanziarie delle imprese statunitensi. Partendo da un campione eterogeneo per settore, dimensione delle aziende, capitalizzazione e rendimenti di mercato, nel periodo che va dal 2010 al 2019, siamo riusciti a dimostrare un'associazione positiva fra la creazione di valore nel lungo termine per gli investitori (misurata dalla LIVA) e le prestazioni ESG (esprese in termini di Rating).

Il nostro studio rappresenta per certi versi un punto di discontinuità con la letteratura del passato, focalizzata principalmente sulle performance contabili delle imprese e su orizzonti temporali ristretti; l'impatto dell'integrazione degli obiettivi ESG nelle strategie aziendali sulla creazione/distruzione di valore (espressa in termini monetari) per gli investitori, carica di valenza strategica la nostra analisi.

I risultati emersi dimostrano inequivocabilmente come la sostenibilità ambientale, sociale e di governance venga concepita come un elemento strategico dalle imprese per conseguire performance economiche di successo e porre le basi per la creazione di quel valore condiviso che Porter ritiene necessario affinché vengano soddisfatti gli interessi e le richieste sia degli azionisti che dell'intera comunità di riferimento. L'adozione della LIVA come metrica chiave dell'intera trattazione, raffigura un'innovazione nel campo della letteratura manageriale, permettendo di valutare in maniera assoluta la qualità delle scelte strategiche operate dal management e fornendo un dato chiaro e inconfutabile, il valore creato in termini monetari a beneficio degli investitori.

Scendendo più nel dettaglio, la sua correlazione positiva con gli indicatori ESG potrebbe essere prodromica di un comportamento virtuoso delle imprese, capaci non solo di remunerare congruamente coloro che in esse hanno investito e vincolato risorse finanziarie a lungo termine, ma anche di condurre una gestione improntata all'ascolto dei propri stakeholder, con l'obiettivo di migliorare il tessuto economico e sociale dell'intero ecosistema di appartenenza.

La rilevanza del fattore *Environmental*, emerso come unica questione ESG significativa nell'analisi di regressione condotta, è da attribuire sicuramente allo scenario ambientale che stiamo vivendo. Le dinamiche relative al cambiamento climatico e al depauperamento delle risorse naturali sono un campanello d'allarme che non può più esser postergato e richiedono senso di responsabilità da parte di tutti gli attori economici, in primis le imprese, per non veder compromesse non soltanto le capacità reddituali future, ma le stesse condizioni che ne determinano la sopravvivenza nel lungo periodo.

Sebbene riconosciamo il carattere abbastanza generale della nostra analisi, riteniamo che tale progetto di ricerca abbia diverse caratteristiche interessanti per poter essere la base di ulteriori studi sulle performance di lungo termine delle imprese, indagando su quali possano essere i *driver* di creazione del valore.

Si forniscono a tal proposito alcuni indirizzi precisi per la ricerca futura.

Compatibilmente alla disponibilità di dati ed informazioni, il primo riguarda l'estensione dello studio ad altri paesi, in particolare a come la presenza di diverse istituzioni giuridiche, culturali e governative possa influire sul contributo delle politiche di sostenibilità al raggiungimento degli obiettivi economico-finanziari di lungo termine. Si richiede pertanto un'indagine sul grado di sviluppo delle politiche ambientali e sociali implementate dagli stati centrali, per comprendere in che modo la regolamentazione incida sulla condotta delle imprese, e come questa si relazioni di conseguenza alle performance economiche.

Il secondo indirizzo porta ad ampliare l'analisi da noi effettuata, spostando il focus a un livello più dettagliato, identificato nelle differenze che intercorrono al livello di settore. In tal modo sarebbe possibile comprendere quali sono le *industry* che meglio performano in relazione agli obiettivi ESG e quali sono le imprese che riescono a rispondere in maniera ottimale ai rischi e alle opportunità materiali.

L'ultima area di ricerca futura potrebbe riguardare l'inserimento di altre variabili come il livello di investimenti in ricerca e sviluppo, il grado di innovazione del settore, il grado di internazionalizzazione delle imprese, al fine di intercettare altri fattori che possano incidere positivamente sulla LIVA.

