

UNIVERSITÀ CATTOLICA DEL SACRO CUORE

Sede di Milano

Facoltà di Scienze Bancarie, Finanziarie e Assicuratrici

Corso di Laurea in Economia dei Mercati e
degli Intermediari Finanziari



UNIVERSITÀ
CATTOLICA
del Sacro Cuore

Analisi empirica nel settore food and beverage: l'ESG scoring e le sue divergenze

Relatore:

Professore Carlo Bellavite Pellegrini

Elaborato finale di:

Carolina Bernasconi

N. Matricola: 5106857

Anno Accademico 2022/2023

Indice

Introduzione.....	6
Capitolo 1.....	8
Il mercato ESG	8
1.1. Il concetto di Corporate Social Responsibility.....	10
1.2. Le società di rating ESG.....	12
1.2.1. Luci ed ombre	16
1.2.2. Come costruire un portafoglio ESG.....	20
1.3. Il problema delle divergenze dei rating ESG	21
1.4. Necessaria regolamentazione.....	25
Capitolo 2.....	33
La letteratura esistente	33
2.1. Revisione della letteratura	33
2.1.1. Relazione tra CSR e variabili finanziarie	37
Capitolo 3.....	40
Caso empirico: il settore food and beverage	40
3.1. Struttura del campione.....	41
3.1.1. Distribuzione geografica del campione	42
3.1.2. Distribuzione settoriale del campione	43
3.1.3. ESG Score.....	44
3.2. Come Refinitiv assegna l'ESG Score.....	45
3.2.1. ESG Score.....	46
3.2.2. ESG Controversies Score.....	49
3.2.3. ESG Combined Score.....	50
3.2.4. Le 10 categorie e la griglia di valutazione.....	51
3.3. Il modello di regressione	54
Capitolo 4.....	58
Risultati empirici	58
4.1. Refinitiv	58

4.1.1. Esg Score e Esg Combined.....	59
4.1.2. Pillar E, S, G.....	60
4.1.3. Sotto pillar E e S.....	62
4.2. Bloomberg.....	64
4.2.1. I risultati.....	65
4.2.2. Come Bloomberg assegna l'ESG Score.....	67
4.3. Factset.....	78
4.3.1. I risultati.....	79
4.3.2. Come Truvalue Labs assegna l'ESG Score.....	81
4.4. Analisi delle divergenze.....	86
Conclusioni.....	89
Bibliografia.....	95
Sitografia.....	97
Appendice.....	99
Ringraziamenti.....	103

Introduzione

Difficile oggi non aver mai sentito pronunciare l'acronimo "ESG"; magari non risulta molto chiaro cosa voglia dire, per cosa stanno le lettere E, S e G, ma almeno una volta è capitato a tutti di sentirlo. Si parla di sostenibilità: ambientale (*Environmental*), sociale (*Social*) e di governance (*Governance*) e fa riferimento al fatto che un'impresa di successo non è solo quella che chiude il suo bilancio in utile, che ha un buon equilibrio economico-patrimoniale e che distribuisce dividendi, ma anche quella che costruisce la sua cultura e identità aziendale intorno a questi tre pilastri. Infatti, si iniziò a parlare di "sostenibilità" già nel 1970 con l'economista Friedman, che al contrario riteneva che l'unica responsabilità per una società è quella nei confronti dei proprietari della società stessa, ovvero gli azionisti, che desiderano investire se dall'investimento ottengono dei guadagni. C'era anche già chi riteneva che una *Corporate Social Performance* fosse importante, tanto quanto la *Corporate Financial Performance*; questa idea, che iniziò solo ad essere appena accennata e raccoglieva scarsi consensi, si fece più sentita agli inizi degli anni 2000 e divenne definitivamente al centro dei più grandi dibattiti dopo la crisi economica del 2008, che mise in luce criticità e limiti di una *stakeholder vision* pura alla Milton. Un ulteriore slancio si è avuto di recente, dal 2015 con l'Accordo di Parigi sul clima in poi, a causa dei numerosi eventi climatici che hanno tristemente evidenziato una situazione critica a cui è necessario porre rimedio al più presto.

Oggi sono molti a cavalcare ed esaltare il mercato della sostenibilità perché non essere "sostenibili" vuol dire principalmente due cose: non ottenere il denaro degli investitori sensibili a tali tematiche, che sono sempre di più, e rischiare di non soddisfare le richieste e le aspettative dei clienti e dei consumatori, anch'essi sempre più curanti dell'aspetto di sostenibilità delle loro abitudini di consumo. La situazione odierna porta con sé il rischio di trovare società sul mercato che vantano di soddisfare i più elevati standard ambientali e sociali, ma che, nell'operatività quotidiana, trascurano tali elementi (fenomeno del *greenwashing*) con l'obiettivo di risultare, sulla carta, pioniere della sostenibilità per ottenere quel ritorno d'immagine tanto ambito e che tanto fa.

Ma come si fa a distinguere le società migliori da quelle peggiori? È qui che entra in gioco il *rating ESG*, ovvero valutazioni che altre società specializzate conducono con il fine di enucleare in maniera sintetica e chiara la condotta sostenibile di un'impresa. Il mercato, però, è ancora giovane e il concetto di sostenibilità estremamente soggettivo: non esiste, infatti, una definizione univoca di come si possa essere sostenibile e da qua derivano i problemi principali. Dal momento che non esiste accordo su come, cosa, quanto una società sia sostenibile, ognuno la misura come ritiene più corretto e dunque sviluppa metodologie interne proprie, basate su

metriche di valutazioni considerate appropriate su base solo soggettiva, e, dall'altra parte, le società valutate rilasciano le informazioni di tipo ESG senza seguire standard chiari, perché ancora questi non esistono e, quando esistono, non sono adottati uniformemente come gli standard economici-finanziari. Tutto ciò porta con sé una confusione generale, talvolta dimostrata da punteggi opposti assegnati alla stessa società, che mina la credibilità e l'affidabilità stessa del mercato, che spinge gli investitori ad interrogarsi sull'utilizzo di tali informazioni.

L'elaborato ha l'obiettivo di indagare le divergenze attualmente riscontrabili empiricamente nel mercato ESG, nel settore mondiale del food and beverage attraverso analisi empiriche condotte usando i dati rilasciati da tre *provider* diversi, operanti sul mercato. Per fornire una panoramica completa del tema, il primo capitolo fornisce un'introduzione piuttosto dettagliata del mercato ESG, con riferimenti a ciò che la letteratura ha già evidenziato in termini di divergenze. Il secondo capitolo indaga ciò che in letteratura già è stato affrontato in termini di differenti sotto *pillar* esaminati dai *provider* e differenti pesi attribuiti da questi ai sotto *pillar*. I capitoli terzo e quarto entrano nel vivo del tema: si presenta il campione di società su cui l'analisi empirica è condotta, si introducono i tre *provider* e si riassumono le rispettive metodologie di assegnazione dello *score* ESG, si presentano i risultati empirici, evidenziandone gli aspetti maggiormente significativi.

Capitolo 1

Il mercato ESG

Investire il proprio denaro significava, fino a 20 anni fa circa, analizzare le variabili finanziarie delle società sul mercato per costruire portafogli che fossero equilibrati dal punto di vista del rischio-rendimento. Da tempo non è più così. A queste variabili finanziarie, si sono aggiunte variabili di carattere più qualitativo che sono racchiuse nell'acronimo ESG (*Environmental, Social and Governance*) di cui oggi si parla in maniera quasi costante. Si tratta di prendere in considerazione, nei propri processi di selezione e di costruzione di portafogli d'investimento, anche dati non finanziari, appunto ambientali, sociali e di governance in modo tale da valutare non solo la *Corporate Financial Performance* (CFP), ma anche la *Corporate Social Performance* (CSP). Nonostante la letteratura non abbia ancora raggiunto l'unanimità per quanto riguarda la definizione di CSP, una parte consistente della letteratura la definisce come un “costrutto composito e multidimensionale che cattura la configurazione dei principi di responsabilità sociale di un'organizzazione economica, i processi di reattività sociale e le politiche, i programmi e i risultati osservabili relativi all'impegno sociale dell'impresa”¹. Gli investitori che operano secondo tale *framework* sono identificati come investitori sostenibili e l'attività d'investimento così caratterizzata viene chiamata *Socially Responsible Investment* (SRI).

Il mercato ESG è relativamente recente; il termine è stato formalmente coniato agli inizi del 2004, quando Kofi Annan e alcune istituzioni finanziarie pubblicarono il testo “*Who Cares Wins: Connecting Financial Markets to a Changing World*”², esortando ad integrare aspetti anche di sostenibilità nelle proprie analisi finanziarie e strategie d'investimento. Un'altra interpretazione fa risalire la nascita del mercato ESG ben più indietro, negli anni 80 del secolo scorso, come modo per gli investitori di selezionare le società nelle quali investire secondo variabili differenti, diverse da quelle tradizionali. La più antica agenzia di rating sarebbe dunque Eiris, fondata nel 1983 in Francia, poi successivamente fusasi con Vigeo nel 2015³. La sua rilevanza ad oggi è stata determinata nel tempo da cambiamenti sociali e culturali che hanno cambiato l'approccio di molti investitori. La crisi finanziaria del 2008, ad esempio, ha messo in luce l'importanza anche di aspetti sociali e di governance che giocano un ruolo importante quanto quelli economici-finanziari; alcuni temi sociali attualmente molto dibattuti come la diversità di genere, le discriminazioni, l'uguaglianza di opportunità di crescita, di realizzazione personale e

¹ Ioannou I., Serafeim G., 2012, *What drives corporate social performance? The role of nation-level institutions*

² International Finance Corporation, World Bank Group, sito web, www.ifc.org

³ Berg F., Kolbel J.F., Rigobon R., 2022, *Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings*

professionale sono elementi che ad oggi rientrano in maniera oggettiva nella sfera di sostenibilità di una società. Ma soprattutto, i più recenti cambiamenti climatici e l'urgenza delle istituzioni e dei governi di rallentare, se non arrestare, i danni causati dall'attività dell'uomo hanno accresciuto la sensibilità a questi temi e complessivamente hanno cambiato la prospettiva di tutti noi, anche nel mondo finanziario.

Nel 2020, il mercato ESG gestiva asset per 35.3\$ bilioni, in crescita del 14,38% rispetto ai due anni precedenti e del 53,5% rispetto ai quattro anni precedenti, rappresentando nel complesso il 36% degli asset totali in gestione⁴. Secondo Bloomberg⁵, assumendo una crescita del 15%, ovvero un terzo rispetto a quella degli ultimi cinque anni, gli assets nel mercato ESG potrebbero eccedere i 41\$ bilioni entro il 2022 e 50\$ bilioni entro il 2025. Secondo un report del 2020 dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico, negli Stati Uniti, il livello di investimenti sostenibili nel 2020 era superiore al 20% di tutti gli asset professionalmente gestiti, per un totale di 11 trilioni di dollari; in Europa, l'industria ESG rileva un giro d'affari di 17 trilioni di dollari. L'investimento sostenibile ha preso, nel corso degli anni, sempre più piede tra gli investitori retail tant'è che, dal 2012 al 2020, il lancio di fondi ESG è aumentato da 140 a 564⁶. In Italia, secondo una rilevazione di *Finer Finance Explorer*, l'interesse per gli investimenti ESG tra i consulenti finanziari e i banker è cresciuto del 17% in 12 mesi, 66% nel 2022 contro il 49% del 2021. Anche tra gli investitori italiani, aumenta del 19% la propensione a sottoscrivere fondi ESG nei prossimi anni (55% nel 2022, 36% nel 2021). Diversa è la sensibilità rispetto alle tematiche sull'ambiente condivisa da tutti, mentre quella relativa all'impatto sociale e alla governance è maggiore tra i clienti più patrimonializzati (+34%) rispetto ai clienti mass market. In *Fideuram – Intesa Sanpaolo Private Banking*, guardando ai portafogli della clientela private standard, il peso dei fondi ESG va oltre il 50%; dalle analisi condotte e dalla nuova profilatura, emerge come quasi il 90% della clientela private dimostri un forte interesse verso i prodotti ESG con una sensibilità maggiore osservata nei giovani, nelle donne e nei clienti più patrimonializzati⁷.

Secondo un recente sondaggio di mercato, gli investitori istituzionali sono propensi ad includere criteri di sostenibilità nelle loro scelte di portafoglio al fine di ottenere maggiori rendimenti e benefici in termini di gestione del rischio, mentre gli investitori retail sono interessati ai valori ambientali e sociali sottostanti e tra questi manifestano maggiore sensibilità le generazioni più giovani. Secondo un altro sondaggio condotto nel 2019 da *BNP*, rivolto agli investitori istituzionali e ai gestori, le ragioni che spingono tali soggetti ad includere criteri ESG

⁴ Global Sustainable Investment Association Report, 2020

⁵ Henze V., Boyd S., 24 Gennaio 2022, *ESG May Surpass \$41 Trillion Assets in 2022, But Not Without Challenges*, *Finds Bloomberg Intelligence*, Bloomberg Press Announcement, sito web, www.bloomberg.com

⁶ Boffo, R., and R. Patalano, 2020, *ESG Investing: Practices, Progress and Challenges*, OECD Paris, www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-and-Challenges.pdf

⁷ Incorvati L., *Il Sole 24 ore*, Martedì 14 Febbraio 2023, n. 44, *I portafogli Esg resilienti alla stretta del regolatore*

nei loro processi decisionali sono, per il 52% degli intervistati, la possibilità di migliorare i rendimenti nel lungo termine e, al secondo posto per il 47% degli intervistati, la reputazione e l'immagine del brand⁸ (Figura 1).



Figura 1: Sondaggio BNP. Fonte: OECD, 2020

1.1. Il concetto di Corporate Social Responsibility

L'uso del termine “*social responsibility*” è emerso negli anni 50' del secolo scorso per riferirsi all'idea di prendere in considerazione gli stakeholder e i loro interessi nei processi decisionali su come gestire l'impresa. L'economista statunitense Howard Bowen (1908-1989), nel suo libro “*Social Responsibilities of the Businessman*”, apre le porte al tema della responsabilità sociale dell'impresa, affermando che le obbligazioni dell'uomo d'affari si estendono anche al perseguimento delle politiche, al prendere decisioni e al seguire quelle linee d'azione che sono desiderabili in termini di obiettivi e valori della nostra società. L'idea arriva direttamente dalla consapevolezza che un'attività economica esplica i suoi effetti anche sulla società, impattandola e per questo è necessario considerare anche gli individui come parte di tale comunità. Secondo un altro pensatore statunitense, Keith Davis (1918-2002), la “*social responsibility*” si riferisce alle decisioni e alle azioni di un uomo d'affari, prese per ragioni che vanno parzialmente oltre i meri interessi economici o tecnici dell'impresa.

Negli anni 70', si fa sempre più sentita l'idea che l'impresa non sia solo un'organizzazione economica con obiettivi di profitto, ma che sia, prima di tutto, un'organizzazione sociale, fatta di persone che hanno diritti inviolabili che devono essere tutelati. Sono infatti gli anni in cui

⁸ Boffo, R., and R. Patalano, 2020, *ESG Investing: Practices, Progress and Challenges*, OECD Paris, www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-and-Challenges.pdf

compaiono, sulla scena mondiale degli stati occidentali, provvedimenti che riguardano l'ambiente, i diritti umani, la sicurezza sul lavoro e i diritti dei consumatori. Questo nuovo *framework* emergente si scontra con le idee di alcuni accademici come Milton Friedman (1912-2006) e Henry Manne (1928-2015) che presentano una teoria economica ben diversa da quella che si stava appena affermando. In particolare, Friedman, con il suo pensiero, fondò la così detta *shareholder view* o *shareholder primacy* secondo la quale c'è una e una sola responsabilità sociale per l'impresa ed è quella di sfruttare le sue risorse e impegnarsi in attività finalizzate all'aumento dei profitti nel rispetto delle regole del gioco. L'unica responsabilità è dunque quella nei confronti degli *shareholder* (azionisti), che hanno investito il loro denaro nel capitale di rischio della società e che da questo investimento si aspettano un rendimento. Henry Manne esprime il suo scetticismo rispetto all'idea che esista anche una responsabilità sociale per l'impresa, argomentando come l'impegno sociale dei manager e dei dirigenti sia talvolta un modo per guadagnare fama e prestigio personale e non derivi da un reale e sentito desiderio. In questa visione, le responsabilità di tipo ESG non solo si pensa non abbiano alcuna incidenza sulla performance finanziaria, ma vengono percepite come freno a quest'ultima perché correlate ad un aumento complessivo dei costi⁹.

Nonostante l'affermarsi della *shareholder view*, la branca della letteratura focalizzata sulla CSR prosperò con nuove teorie e modelli. Il ventunesimo secolo ha visto il dibattito spostarsi dall'idea che esista una responsabilità sociale per le società al concetto di sostenibilità ambientale, sociale e di governance racchiusa nell'acronimo ESG. La differenza tra i due concetti è terminologica più che sostanziale: ESG ingloba anche l'aspetto di *compliance*, ovvero di rispetto delle regole, facendo riferimento dunque anche ai rischi per le imprese e per gli investitori, individualmente e sistematicamente, mentre CSR si riferisce alle obbligazioni sociali di un'organizzazione, sia esse etiche che morali.

Il diffondersi dei concetti di responsabilità e del termine ESG, negli ultimi venti anni, è stato il risultato del verificarsi di eventi climatici estremi, di eventi destabilizzanti i mercati globali e le sue infrastrutture, nonché della crisi finanziaria del 2008 la cui rilevanza è triplice: ha messo in luce la rilevanza degli investitori e dunque il loro ruolo intrinseco, ha sollevato le coscienze sui temi sociali e ha sottolineato l'importanza di buone pratiche di governance¹⁰. Se dunque concludiamo che una CSR esiste, la domanda immediatamente successiva, naturale da porsi, è se esista empiricamente una correlazione tra la CSR/ESG e la performance finanziaria di una società. La letteratura è molto vasta su tale tema, e diversi sono anche i risultati a cui gli autori sono arrivati: una parte minoritaria degli studi ha concluso che esiste una relazione negativa tra

⁹ Billio M., Costola M., Hristova I., Latino C., Pelizzon L., 2020, *Inside the ESG ratings: (Dis)agreement and performance*

¹⁰ Billio M., Costola M., Hristova I., Latino C., Pelizzon L., 2020, *Inside the ESG ratings: (Dis)agreement and performance*

ESG e CFP. Ad esempio, uno studio condotto su un gruppo di imprese inglesi ha fatto emergere una correlazione negativa tra i rendimenti azionari e la performance ambientale e, in misura inferiore, tra la prima variabile e attività di natura sociale, su un arco temporale da uno a tre anni (Brammer et al, 2008¹¹). La maggior parte degli studi ha concluso che “nonostante non esista una relazione di causalità sistematica tra impegno sociale e maggiori rendimenti azionari, una performance sociale positiva ha un effetto positivo o neutrale sui rendimenti azionari aggiustati per il rischio (*risk-adjusted returns*), sulla redditività e su altre misure finanziarie a livello di impresa e a livello di portafoglio”. Non è chiaro secondo quale meccanismo tale correlazione si manifesti: potrebbe derivare dal miglioramento della relazione con gli *stakeholder* e i clienti oppure anche dalla *compliance*, dalla regolamentazione o dal rischio di controversie. Altre interpretazioni vedono nell’atteggiamento positivo delle imprese con CSR una sorta di assicurazione contro eventi negativi che possono compromettere seriamente la reputazione della società; un’altra possibilità è che la CSR sia una proxy della qualità del management, che prende migliori decisioni, in maniera più ragionata e strategica¹².

1.2. Le società di rating ESG

I *Socially Responsible Investments* (SRI) sono tipicamente identificati attraverso dei processi di screening; esistono due approcci diversi allo screening ovvero uno negativo e uno positivo. Quello negativo richiede all’investitore di escludere tutte quelle società che operano in settori controversi come ad esempio alcool, tabacco, armi, gioco d’azzardo, mentre invece quello positivo prevede di selezionare le società sulla base della loro CSP¹³. Dal momento che entrambi gli approcci richiederebbero uno sforzo enorme di ricerca delle informazioni, sono comparse sul mercato istituzioni specializzate al rating ESG, esattamente come esistono le società di rating creditizio come Moody’s e Standard & Poor’s che forniscono un giudizio sulla sostenibilità di una società, prendendo in considerazione diversi indicatori. Alcune delle più importanti agenzie di rating ESG sono MSCI, Refinitiv, Bloomberg, Sustainalytics, S&P Global e Inrate, ma sono state identificate 70 diverse società che forniscono un qualche rating ESG. Nel complesso, possiamo distinguere tre diverse tipologie di rating ESG¹⁴:

¹¹ Brammer S., Brooks C., Pavelin S., 2006, *Corporate Social Performance and Stock Returns: UK Evidence from Disaggregate Measures*

¹² Pollman E., 2019, *Corporate Social Responsibility, ESG, and Compliance*

¹³ Dorfleitner G., Halbritter G., Nguyen M., 2015, *Measuring The Level and Risk of Corporate Responsibility – An empirical Comparison of Different ESG Rating Approaches*

¹⁴ Li F., Polychronopoulos A., 2020, *What A Difference An ESG Provider Makes!*

- *Fundamental*: ricomprende ESG *provider* che raccolgono e analizzano l'informazione pubblicamente disponibile (tipicamente dai siti web delle società, dai documenti o dalle dichiarazioni rilasciate da manager, dalle organizzazioni non governative o dai bilanci) e la rilasciano agli utilizzatori finali ovvero gli investitori. Non forniscono un punteggio ESG e non hanno una loro metodologia; esempi di questi provider sono Refinitiv e Bloomberg;
- *Comprehensive*: ricomprende ESG *provider* che utilizzano una combinazione di dati oggettivi (pubblicamente disponibili) e soggettivi (recuperati da interviste o questionari predisposti dal *provider* stesso), sviluppando proprie analisi interne e metodologie con cui fornire un punteggio ESG alle società prese in considerazione. La valutazione prende in considerazione i tre pilastri E, S, G;
- *Specialist*: ricomprende ESG *provider* che si specializzano in un tema come, ad esempio, quello delle emissioni, oppure del rispetto dei diritti umani, oppure della diversità di genere e forniscono i relativi dati agli investitori il cui obiettivo è quello di contrastare un particolare fenomeno.

La maggior parte delle agenzie di rating ESG operanti sul mercato fa parte della categoria *comprehensive*.

Il mercato ESG ha sperimentato nel tempo un graduale processo di concentrazione che ha portato alcune società a scomparire e a fondersi con altre, oppure a stipulare accordi di partnership, costruendo nel tempo reti di alleanze. La crescita dell'industria ESG è legata principalmente alla combinazione tra fattori finanziari e potere di mercato: da un lato, gli sforzi fatti da molte grandi società quotate in termini di sostenibilità e di maggiore trasparenza e informazione al mercato confermano l'esistenza di un reale impegno finalizzato a posizionarsi nelle parti alte delle classifiche elaborate dalle società di rating. Dall'altro, i risultati pubblicati dai *provider* sono stati usati di frequente dagli accademici e dalle comunità; conseguentemente, il mercato ESG non influenza solo le scelte finanziarie degli investitori, ma anche l'istituzionalizzazione della sostenibilità come uno degli obiettivi delle società. Per questo, le agenzie di rating ESG sono considerate come delle società a carattere istituzionale¹⁵.

Secondo un report della European Banking Authority pubblicato nel 2021¹⁶, è possibile individuare dei fattori comuni ai *provider* sulla base dei quali viene fornito il giudizio complessivo o sul singolo pilastro della società in analisi. Nella tabella sottostante (*Tabella 1*), sono riportati tali fattori per ciascuno dei pilastri E, S e G.

¹⁵ Escrig-Olmedo E., Fernandez-Izquierdo M.A., Ferrero-Ferrero I., Rivera-Lirio J.M., Munoz-Torres M.J., 2019, *Rating The Raters: Evaluating how ESG Rating Agencies Integrate Sustainability Principles*

¹⁶ European Banking Authority, 2021, *EBA Report On Management and Supervision of ESG Risks For Credit Institutions and Investment Firms*, sito web, www.eba.europa.eu

Ambientale	<ul style="list-style-type: none"> • Emissioni di gas • Consumo di energia ed efficienza energetica • Inquinamento atmosferico • Uso dell'acqua e riciclo • Prodotti di rifiuto e gestione dei rifiuti • Impatto e dipendenza sulla biodiversità • Impatto e dipendenza sull'ecosistema • Innovazione nei prodotti eco sostenibili e nei servizi
Sociale	<ul style="list-style-type: none"> • Libertà di associazione della forza lavoro • Lavoro minorile • Lavoro forzato o obbligatorio • Sicurezza e salute sul posto di lavoro • Sicurezza e salute dei clienti • Discriminazione, diversità e uguaglianza • Opportunità • Impatto sulla povertà e sulla comunità • Gestione della filiera/processo di produzione e distribuzione • Formazione e educazione • Privacy dei clienti • Impatti sulla comunità
Governance	<ul style="list-style-type: none"> • Codice di condotta e principi di comportamento • Responsabilità • Trasparenza ed informazione • Retribuzione degli esecutivi

	<ul style="list-style-type: none"> • Struttura e diversità del board • Abuso d'ufficio e corruzione • Impegno nei confronti degli stakeholder • Diritti degli azionisti
--	---

Tabella 1: Framework

Sempre in Europa, l'ESMA (*European Securities and Markets Authority*), nel marzo 2022, condusse un'intervista rivolta agli operatori del mercato, finalizzata a raccogliere informazioni sulla natura e sull'utilizzo dei rating ESG nel mercato europeo. L'organo ricevette 150 risposte, da 75 utilizzatori, 34 agenzie di rating e 47 aziende: per quanto riguarda i *provider*, ve ne sono 39 attive in UE, di cui poche grandi aziende extra UE e un elevato numero di aziende UE più piccole. Nell'ambito dell'intervista, i rispondenti hanno indicato che il valore totale degli investimenti per i quali il rating ESG e/o altri dati ESG sono utilizzati come input nel processo decisionale è di 3.787 miliardi di euro (il 48% del patrimonio totale in gestione). In genere, chi utilizza il rating ESG tende ad affidarsi a più agenzie di rating al fine di soddisfare un insieme di esigenze¹⁷.

Dati questi indicatori generici, Escrig-Olmedo et al (2019) sviluppano un'analisi su un campione di 8 *provider* nel 2008 e nel 2018 per individuare se e nel caso quali criteri valutativi sono cambiati. I due periodi selezionati sono rilevanti ai fini del mercato ESG in quanto, dopo il fallimento di Lehman Brothers nel 2008, che ha segnato l'inizio della crisi finanziaria e che ha messo in luce tutti i limiti dei tradizionali modelli valutativi della corporate governance e dei rischi, il mercato finanziario ha iniziato a considerare la sostenibilità societaria come un fattore di significativa importanza. I risultati hanno evidenziato un'evoluzione nel pilastro ambientale, dovuta probabilmente agli sviluppi climatici che sono intercorsi tra il 2008 e il 2018: in particolare, nel 2008 il criterio più valutato era la policy ambientale e la gestione dell'impatto ambientale a livello societario, a seguire il quantitativo di emissioni di CO2, mentre nel 2018 si uniscono al primo criterio, l'uso e la gestione delle fonti di acqua, la protezione della biodiversità e la gestione e riduzione della produzione di rifiuti, dimostrando nel complesso una sensibilità climatica e ambientale di molto maggiore rispetto a quella di 10 anni prima. Per quanto riguarda la S, i principali indicatori analizzati nel 2008 erano la formazione e lo sviluppo del capitale umano, il rispetto dei diritti umani e le relazioni con le comunità circostanti; nel 2018, prendono il posto il *labor management* e la qualità delle condizioni del posto di lavoro in termini di sicurezza e di salute. Inoltre, nel processo valutativo sono stati integrati criteri come la gestione della filiera produttiva e la *cyber security*, temi di recente sensibilità che riflettono un cambiamento nell'approccio valutativo che vede le società non più come strutture isolate, ma

¹⁷ Forum per la finanza sostenibile, Borsa Italiana, 29 Luglio 2022, *CSRD, gas e nucleare in tassonomia, analisi ESMA sui rating ESG*, sito web, www.borsaitaliana.it

piuttosto come articolate e integrate configurazioni produttive. Ad ultimo, per quanto riguarda il pilastro G, non si riscontrano significative differenze: rimangono rilevanti criteri come la struttura del board, i compiti del comitato esecutivo e la policy di remunerazione delle posizioni del vertice. Si riscontra una maggiore importanza in termini di peso per l'aspetto dell'abuso di ufficio e corruzione e per la trasparenza societaria¹⁸.

1.2.1. Luci ed ombre

Le società di rating, indipendentemente dalla categoria nella quale si collocano, differiscono perché ciascuna di esse sviluppa e applica una sua metodologia di valutazione e questo è da ricollegarsi alla strategia di mercato della differenziazione, ma anche ad una ragione culturale e ideologica. Infatti, la principale controversia del mercato ESG è proprio quella della scelta dei fattori da valutare e la scelta di come valutarli dal momento che si sta parlando di aspetti più che altro qualitativi (ad eccezione della categoria *environmental* che in qualche modo può essere sempre ricollegata ad indicatori quantitativi), spesso legati a fattori ideologici e culturali che possono differire tra di loro. Nella sostanza, i giudizi di sostenibilità forniti dalle agenzie di rating possono differire per il “cosa” viene valutato e per il “come” viene valutato. Le divergenze non finiscono qui se si assume una visione d'insieme; la letteratura è alquanto vasta su questo argomento, proprio perché l'importanza che assume oggi il mercato ESG ha posto diversi quesiti sulla sua validità e robustezza. Escrig-Olmedo et al (2019) identificano cinque sfide che il mercato ESG ha posto:

- *Manca di trasparenza*: le agenzie di rating non comunicano al pubblico in maniera completa i criteri e i processi di valutazione della CSP e questo rende i confronti tra diverse agenzie di rating estremamente complessi da attuare;
- *Disomogeneità dei criteri valutativi*: le società di rating spesso misurano stessi aspetti in modi diversi;
- *Trade off tra i criteri*: le metodologie di valutazione delle agenzie possono portare al fenomeno della compensazione per cui un punteggio basso in un ambito può essere compensato da uno elevato in un altro ambito;
- *Manca di un punteggio complessivo*: molte delle agenzie di rating forniscono punteggi singoli sugli aspetti E, S, G ma non ne forniscono uno complessivo della CSP;

¹⁸ Escrig-Olmedo E., Fernandez-Izquierdo M.A., Ferrero-Ferrero I., Rivera-Lirio J.M., Munoz-Torres M.J., 2019, *Rating The Raters: Evaluating how ESG Rating Agencies Integrate Sustainability Principles*

- *Preferenze degli stakeholder*: le agenzie di rating ESG non soddisfano le diverse preferenze degli stakeholder nei loro processi valutativi e questo influenza sia l'accettazione che l'utilità del rating da parte degli stessi¹⁹.

Kotsantonis et al (2019) si pongono la domanda se i dati ESG sono in grado di catturare accuratamente ed adeguatamente la CSP di una società. L'assunzione di base degli autori è che la performance ESG di un gruppo di società dovrebbe seguire una distribuzione normale come quella in *Figura 2*: poche società performeranno al meglio, un simile numero performerà al peggio della distribuzione e la restante parte, ovvero la maggioranza, performerà nel mezzo.

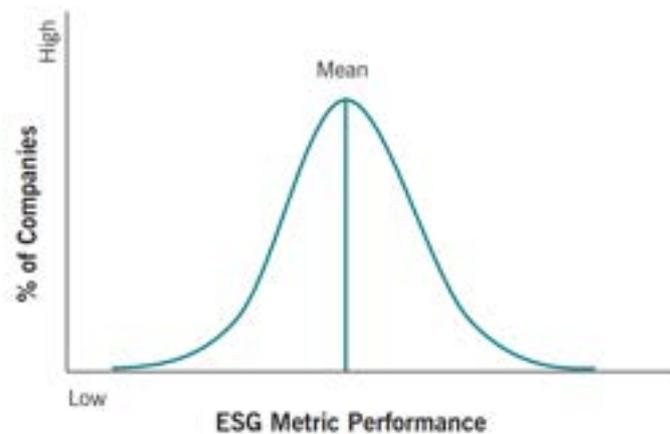


Figura 2: Funzione normale che descrive la performance ESG di un gruppo di società²⁰

Analizzando il mercato, essi hanno riscontrato i seguenti limiti del mercato ESG:

- *Inconsistenza dei dati*: prendendo un campione di 50 società quotate operanti in diversi settori e analizzando il modo con cui esse riportano al mercato informazioni sulla Sicurezza e sulla Salute dei dipendenti, si sono potuti individuare 20 modi differenti con cui le informazioni vengono comunicate. Questo è un evidente limite che pone delle domande su come le stesse agenzie di rating ESG possano svolgere le proprie valutazioni in mancanza di dati omogenei e standardizzati. La mancanza di una regolamentazione sull'informazione di tipo non finanziario è uno degli aspetti critici del mercato ESG, di cui si parlerà in questo elaborato;
- *Distorsioni date dalla mancanza di un benchmark*: si presume che il *provider* ESG assegni il punteggio a ciascuna società sulla base di un campione di riferimento. In questo caso, la definizione del range della migliore e peggiore performance e dunque del campione

¹⁹ Escrig-Olmedo E., Fernandez-Izquierdo M.A., Ferrero-Ferrero I., Rivera-Lirio J.M., Munoz-Torres M.J., 2019, *Rating The Raters: Evaluating how ESG Rating Agencies Integrate Sustainability Principles*

²⁰ Kotsantonis S., KKS Advisors, Serafeim G., Harvard Business School, 2019, *Four Things No One Will Tell You About ESG Data*

di riferimento gioca un ruolo fondamentale nell'interpretazione dei dati e nella valutazione; per questo si presume che il *provider* debba fornire informazioni esaustive e chiare sulla costruzione del benchmark, ma così non è e questo danneggia l'affidabilità delle valutazioni;

- *Mancanza di una standardizzazione nell'informativa non finanziaria*: la mancanza di una solida regolamentazione come quella finanziaria, ma nell'ambito della sostenibilità è ad oggi una delle maggiori imperfezioni del mercato ESG. Questo comporta che ciascuna società è libera di fornire i dati non finanziari nel modo che preferisce, ma soprattutto anche quali informazioni rilasciare e quali no. Lo stesso campione di 50 società ha fatto emergere che solo il 50% rilasciava informazioni sulla politica di sicurezza e salute sul lavoro e solo il 15% forniva dati sul tasso di incidenti e fatalità sul posto di lavoro. Questo significa anche che, laddove le agenzie riscontrano dei gap informativi rilevanti, adottano misure per colmarli, ma anche qua il come viene fatto gioca un ruolo significativamente rilevante ai fini valutativi;
- *Divergenze nei giudizi ESG*: su questo punto, se ne parlerà in maniera più specifica e articolata, ma la letteratura si è ampiamente dedicata al tema delle divergenze nelle valutazioni ESG. Ci si chiede come una stessa società possa essere valutata in maniera talvolta diametralmente diversa da diversi *provider*: il fatto che siano state riscontrate divergenze ha portato a chiedersi realmente se non debbano essere presi provvedimenti volti a migliorare il mercato ESG, ai fini di tutelare non solo gli investitori che su questi rating decidono come, quanto e dove investire, ma anche ai fini di tutela delle società stesse, talvolta in balia delle valutazioni, la cui reputazione può essere fortemente danneggiata²¹.

Spesso il rating ESG viene paragonato a quello creditizio: come le agenzie di rating creditizio valutano le società sulla base della loro affidabilità creditizia, allo stesso modo fanno le agenzie di rating ESG il cui criterio di valutazione è però la performance ESG. Nonostante ciò, ci sono almeno tre importanti differenze tra i due tipi di rating. La prima è la definizione del criterio valutativo: mentre l'affidabilità creditizia è relativamente definita in maniera oggettiva come la probabilità di default, non esiste una definizione univoca di ESG; la seconda differenza è costituita dal fatto che il rating creditizio affonda le sue radici nel secolo scorso e ad oggi ha raggiunto un notevole livello di convergenza e omogeneità, mentre il rating ESG è ancora nella sua fase embrionale. Non esistono standard internazionali per l'informazione ESG e se ci sono, sono applicati su base volontaria o obbligatoria in limitate giurisdizioni, tale per cui vi è un'elevata discrezionalità su cosa e su come pubblicare le informazioni. Il risultato di queste due prime differenze è una divergenza empiricamente dimostrata nel rating ESG molto più

²¹ Kotsantonis S., KKS Advisors, Serafeim G., Harvard Business School, 2019, *Four Things No One Will Tell You About ESG Data*

pronunciata di quella che si riscontra nel rating creditizio (che presenta il 99% della correlazione). A dimostrazione di questa tesi, uno studio²² dell'*Organisation for Economic Co-operation and Development*²³ nel 2020 ha selezionato dieci società sul mercato per le quali ha comparato il rating ESG a loro assegnato da 5 *provider* diversi (identificati con *provider 1*, *provider 2* ...) con il rating creditizio assegnato da Moody's, Fitch e S&P. Il grafico in *Figura 3* mostra la maggiore dispersione che si osserva sul mercato ESG rispetto a quella osservata sul mercato creditizio: nel primo, le valutazioni risultano essere in tutti i casi molto diverse per la stessa società, mentre nel secondo le valutazioni convergono e talvolta coincidono anche.

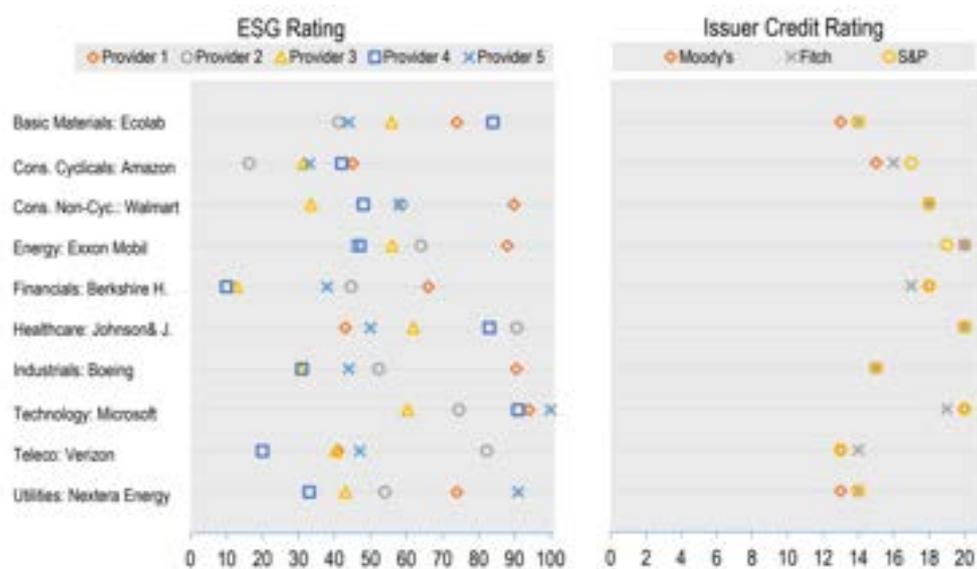


Figura 3: ESG Rating e Credit Rating, Fonte: OECD, 2020

La terza differenza, non meno importante, è il fatto che le società di rating ESG sono pagate dagli investitori che usano tali giudizi e non dalle società valutate, al contrario rispetto alla prassi del mercato creditizio²⁴. Questo costituisce un punto di forza del mercato ESG, dato che non c'è, sotto questo punto di vista, alcuna influenza da parte delle società stesse sul rating fornito.

Il mercato ESG è dunque un mercato ancora in sviluppo, e in quanto tale, deve essere migliorato per garantire agli investitori e alle stesse società la necessaria trasparenza dei processi valutativi e la sostanziale affidabilità delle valutazioni. Sono stati infatti diversi gli episodi che hanno portato il mercato ESG al centro dell'attenzione (e non per meriti): a luglio 2020, la catena di fast fashion Boohoo diventò da essere una delle società più sostenibili dal punto di vista ESG a doversi difendere dalle accuse di sfruttamento dei lavoratori, il tutto nel giro di

²² Boffo, R., and R. Patalano, OECD Paris, 2020, *ESG Investing: Practices, Progress and Challenges*

²³ www.oecd.org

²⁴ Berg F., Kolbel J.F., Rigobon R., 2022, *Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings*

poche settimane. Il quotidiano inglese *The Sunday Times* pubblicò un'indagine in corso sulla catena di abbigliamento online che era stata accusata di pagare i propri lavoratori in una fabbrica nel Leicester tra i 3,50£ e i 4,40£ all'ora e di non fornire adeguate protezioni contro il Coronavirus. L'accusa arrivò dopo appena due settimane dalla pubblicazione del rating ESG di Boohoo da parte dell'agenzia MSCI, che lo collocava tra le 15 società più sostenibili con un punteggio ben al di sopra della media per quanto riguarda gli standard di lavoro nella filiera produttiva. Venti fondi ESG, secondo Morningstar, inclusi prodotti di Standard Life Aberdeen, Legal and General Investment Management e Man Group avrebbero investito in Boohoo; Ketan Patel, manager del fondo d'investimento EdenTree Investment Management, si chiese, giustamente, come sia possibile ritenere una catena di fast fashion sostenibile nel complesso, argomentando quanto sia difficile fabbricare un vestito a 5£ senza sottopagare i propri lavoratori²⁵. Il valore di mercato di Boohoo è crollato di oltre 1,5 miliardi di dollari, perdendo 2/3 del suo valore iniziale nel giro di pochi giorni²⁶.

1.2.2. Come costruire un portafoglio ESG

Oggi, vi sono sul mercato, a fianco ai tradizionali, fondi d'investimento ESG che consentono agli investitori di considerare fattori di sostenibilità nelle loro decisioni finanziarie. Nonostante la rapida crescita del mercato, ci sono ancora poche definizioni univoche su cosa si intenda per sostenibilità, ma soprattutto su come incorporare tale fattore nei processi di costruzione e selezione di portafogli d'investimento. Una delle ragioni per cui una standardizzazione ancora non esiste è legata principalmente alla varietà di strategie disponibili. Hauff e Nilsson (2022) individuano almeno tre strategie: quella originale è spesso descritta come *strategia di esclusione* o *approccio negativo* che prevede di escludere dal portafoglio quelle società o quei settori percepiti come dannosi dal punto di vista sostenibile (il settore del gioco d'azzardo, del tabacco, delle armi da fuoco). Un investitore che sceglie di investire il proprio denaro in un fondo che implementa tale strategia deve aspettarsi che il proprio denaro non sia impiegato a sostenere attività oggettivamente considerate non performanti dal punto di vista ESG. Il problema che si pone è quello di capire quanto sia “assoluta” tale esclusione: ci sono società che hanno un business diversificato e i cui guadagni provengono da diverse attività e quindi si potrebbe verificare che una data società operante in un settore non sostenibile al di sotto di una percentuale prestabilita compaia comunque nel portafoglio, oppure al contrario società che sono solo esposte a settori non accettati vengano escluse totalmente. La strategia opposta a questa è la così detta *strategia dell'inclusione* o *approccio positivo* che prevede di includere

²⁵ Mooney A., Nilsson P., Financial Times, 27 Luglio 2020, *Why did so many ESG funds back Boohoo?*

²⁶ Paton E., The New York Times, 8 Luglio 2020, *Why You Should Care That Boohoo Is Making Headlines This Week*

esplicitamente nel portafoglio le sole società che soddisfano certi requisiti prestabiliti. Un'alternativa all'approccio inclusivo è quello di operare in maniera separata per ciascun settore, selezionando le società migliori dal punto di vista della CSP; in questo caso, potrebbe verificarsi che una società considerata complessivamente non sostenibile e quindi non considerata ai fini della strategia dell'inclusione, sia invece inclusa perché molto responsabile in tema di ambiente, ad esempio. Una terza strategia è quella *dell'engagement* o *dell'impegno* che è centrata sulla costruzione dinamica del portafoglio al fine di soddisfare e raggiungere una serie di obiettivi ESG; tale strategia è chiamata anche “*shareholder activism strategy*” dal momento che il portafoglio di società viene costruito, ad esempio, con le votazioni in assemblea degli azionisti o attraverso un dialogo diretto, allo scopo di garantire che il portafoglio soddisfi sempre le preferenze degli azionisti relativamente su temi di particolare sensibilità. In questo caso, gli investitori non accetteranno di investire in società che non rispecchiano le loro opinioni²⁷.

Uno studio condotto dall'*European Sustainable Investment Forum* (Eurosif)²⁸ nel 2018 ha fatto emergere come la strategia dell'inclusione sia una tra le più semplici da implementare e da spiegare agli investitori; al secondo posto vi è la strategia dell'*engagement* e al primo posto la strategia dell'esclusione²⁹.

1.3. Il problema delle divergenze dei rating ESG

Kotsantonis et al (2019) hanno individuato, come uno dei limiti del mercato ESG, il fatto che i giudizi forniti dai *provider* divergono in maniera significativa comportando confusione, in primo luogo, agli investitori che su questi giudizi prendono le loro decisioni di investimento o disinvestimento. Questa scarsa correlazione empiricamente dimostrata mina l'affidabilità delle valutazioni: a chi affidarsi se le valutazioni giungono a risultati così discordanti? Riguardo al tema, la letteratura si è ampiamente dedicata, con studi differenti che portano però tutti ad essere concordi con quanto è il risultato finale: le agenzie di rating ESG valutano stesse società in maniera talvolta diametralmente opposta. Capizzi et al (2021)³⁰ esaminano le differenze tra i diversi rating ESG attraverso un campione di *provider* al fine di comprendere le cause di tali divergenze; viene costruito un campione di 210 società italiane quotate sul mercato per gli anni 2019 e 2020, tra cui solo 22 sono valutate dalle sei agenzie di rating ESG selezionate (MSCI, Refinitiv, S&P Global, Arabesque, Truvalue Labs, Inrate). Prendendo coppie di agenzie, i

²⁷ Hauff J.C., Nilsson J., 2022, *Is ESG mutual fund quality in the eye of the beholder? An experimental study of investor responses to ESG fund strategies*

²⁸ www.eurosif.org

²⁹ Eurosif, 2018, *European SRI Study*

³⁰ Capizzi V., Gioia E., Giudici G., Tenca F., 2021, *The divergence of esg ratings: an analysis of italian listed companies*

coefficienti di correlazione variano da 0,03 a 0,64, confermando la scarsa correlazione nei giudizi complessivi. L'analisi empirica scompone anche le singole valutazioni nei tre *pillar* E, S, G per comprendere quello che contribuisce in maniera maggiore alla divergenza complessiva: il pilastro *Environmental* è quello che contribuisce in misura inferiore alle divergenze, confermando il fatto che è il pilastro più facile da misurare in modo oggettivo. La divergenza maggiore si osserva quando viene valutato il peso che ciascuna agenzia attribuisce all'aspetto delle Emissioni e dell'Innovazione, testimoniando che diversi *provider* assegnano un'importanza diversa ai temi ambientali. Il pilastro *Social* mostra le maggiori divergenze quando si tratta di capire quali aspetti vengono valutati, anche se tali differenze non risultano significative e questo mette in luce il fatto che, quando le categorie vengono aggregate, le differenze tendono a compensarsi. Ad ultimo, il pilastro *G* differisce in misura maggiore e significativa per i pesi attribuiti alle singole categorie; per la categoria di Corporate Governance, la differenza nella valutazione è significativamente maggiore di quella relativa ai pesi, confermando la soggettività implicita nella valutazione dell'aspetto di governance. In sintesi, le maggiori differenze si riscontrano con riferimento ai pesi e ai valori attribuiti alle singole categorie prese in analisi; tra i tre *pillar*, quello che manifesta la maggiore correlazione è quello ambientale, mentre quello che manifesta la correlazione più bassa è quello di governance.

Dorflleitner et al (2015)³¹ estendono la letteratura esistente ad un'analisi qualitativa e quantitativa di tre differenti *ESG provider* (Asset4, Bloomberg, KLD) con lo scopo di approfondire il tema delle divergenze sulla CSP; si concentrano sia sulla divergenza a livello complessivo di punteggio, ma anche sulle divergenze che si riscontrano quando il punteggio totale viene scomposto nelle sue componenti E, S e G. I risultati dimostrano che Asset4 e KLD non convergono in termini di valutazione complessiva e che i ratings di Bloomberg, nonostante non fornisca un punteggio ESG, ma bensì una valutazione a livello di informazione rilasciata dalla società al pubblico, mostrano un'elevata somiglianza con quelli forniti da Asset4, dimostrando non solo che il metodo di valutazione di quest'ultima dipende in maniera significativa dal livello di informazione rilasciata dalle singole società, ma anche che società con una buona CSP tendono a rilasciare più informazione non finanziaria. Da un'analisi attenta del modus operandi delle tre agenzie di rating considerate, è emerso come Bloomberg, KLD e Asset4 definiscano la *Corporate Social Performance* in maniera analoga su tre dimensioni che sono appunto quella ambientale, sociale e di governance; da sottolineare, che Asset4 la definisce con un *pillar* aggiuntivo che è la dimensione economica, definita come ciò che la società implementa al fine di migliorare la soddisfazione dei lavoratori e dei clienti, insieme ad altri indicatori come l'insider trading, la trasparenza finanziaria e la pubblicazione di profit warnings. I risultati

³¹ Dorflleitner G., Halbritter G., Nguyen M., 2015, *Measuring The Level and Risk of Corporate Responsibility – An empirical Comparison of Different ESG Rating Approaches*

evidenziano che, per quanto riguarda l'aspetto ambientale, tutti e tre i *provider* tengono in considerazione i medesimi aspetti critici come, ad esempio, emissioni, acqua, spreco, rifiuti, biodiversità e impatto ambientale complessivo dei servizi e dei prodotti forniti; nonostante ciò, ci sono delle notevoli differenze per quanto riguarda l'interpretazione data a tali temi da ogni singola agenzia. Ad esempio, la sperimentazione animale è considerata solo da Asset4, mentre il tema del rispetto della normativa ambientale è preso in considerazione da KLD e Bloomberg. Per quanto riguarda la dimensione sociale, essa pesa approssimativamente per il 50% della valutazione complessiva; sono valutati aspetti come la qualità del lavoro, salute e sicurezza sul lavoro, diversità e opportunità, diritti umani e sostenibilità del prodotto. Se si osserva però in dettaglio, si riscontrano enormi differenze per quanto attiene alla scrupolosità con cui tali temi vengono esaminati: KLD valuta il tema della salute e della sicurezza attraverso solo due indicatori, mentre Asset4 e Bloomberg ne prendono in considerazione un numero di gran lunga più ampio. Ad ultimo, con riferimento all'aspetto di governance, KLD fornisce il minor numero di informazioni sulla metodologia di valutazione, affermando di valutare aspetti come la struttura di governance e le controversie etiche della società. Le altre agenzie di rating, oltre a questi aspetti, considerano anche temi come l'impegno verso stakeholder e shareholder (azionisti) e la composizione del board. In sintesi, nonostante a livello generale vengano considerati i medesimi aspetti E, S e G, si riscontrano significative differenze nel metodo di valutazione e nella definizione della CSP.

Berg et al (2022) esaminano le divergenze nelle valutazioni ESG di Kinder, KLD, Sustainalytics, Moody's ESG, S&P Global, Refinitiv e MSCI, scomponendo le differenze nelle componenti che ne sono causa ovvero aspetti esaminati (*scope*) (38%), metodi di misurazione (*measurement*) (56%) e peso attribuito ai singoli indicatori (*weight*) (6%). Il data set complessivo comprende 709 indicatori individuati nel complesso per sei agenzie di rating ESG: tali indicatori sono stati categorizzati in 64 classi finali, consentendo agli autori di osservare gli indicatori presi in considerazione da ciascuna agenzia e mostrare le differenze di misurazione tra un *provider* e l'altro. Per "*scope*" si fa riferimento alla possibilità che i rating si basino su set di aspetti differenti; "*measurement divergence*" fa riferimento alla possibilità che stessi aspetti vengano misurati utilizzando diversi indicatori; "*weight divergence*" significa che agenzie di rating attribuiscono diversa importanza agli aspetti considerati. Tutti questi fattori rendono alquanto complesso il confronto tra diversi rating perché sono ciò da cui nascono le divergenze. Il primo risultato dello studio è che è possibile costruire un framework generale a partire dal framework usato dai singoli *provider*, in modo tale da mettere in luce i singoli aspetti sui quali gli stessi divergono: la tassonomia usata nello studio ha un livello di accuratezza del 77-99% e comprende 64 indicatori. L'analisi condotta ha portato anche ad affermare che la differenza nei metodi di misurazione è causata principalmente da ciò che viene chiamato "*rater effect*" o "*halo effect*" per cui una società che ha ricevuto un punteggio elevato in una categoria è più

probabile che riceva altrettante valutazioni positive nelle altre categorie quando giudicata da uno stesso *provider*: tale effetto spiega il 15% della variazione dei punteggi, dimostrandosi rilevante. La correlazione tra i rating ESG è misurata attraverso l'indice di correlazione di Pearson: esso si attesta in media allo 0,54 e in un range tra 0,38 e 0,71; Sustainalytics e Moody's ESG mostrano il grado di correlazione maggiore, pari a 0,71. Come emerso anche da altri studi, l'aspetto ambientale è quello con la più alta correlazione perché più oggettivo e quantitativo da misurare con un indice di correlazione in media dello 0,53, mentre la dimensione sociale ha una correlazione media dello 0,42 e quella di governance dello 0,30 (come già dimostrato precedentemente, l'aspetto G risulta essere il più difficile da misurare, comportando valutazioni significativamente soggettive e arbitrarie). Altro aspetto rilevante che viene approfondito nello studio è capire quali categorie sono maggiormente significative per quanto riguarda le divergenze di misurazione (*measurement*): emerge che le categorie per le quali vi sono differenze più marcate sono anche quelle che pesano in maniera inferiore nell'attribuzione del punteggio finale e queste sono *environmental fines* (multe ambientali), test clinici, ricambio dei dipendenti, programmi HIV, emissioni pulite (*non ghg air emissions*). Ci sono anche categorie per le quali le differenze metodologiche di misurazione pesano maggiormente sul punteggio ESG finale, come ad esempio, la gestione del rischio climatico, la sicurezza del prodotto, la corporate governance, la corruzione e la gestione dell'impatto ambientale.

Billio et al (2020)³² analizzano i rating ESG di nove dei maggiori *provider* sul mercato, mettendo in luce che essi mancano di uniformità nelle caratteristiche e negli standard usati per definire i pilastri E, S e G. Tale divergenza è la causa che porta le agenzie di rating talvolta a valutare in maniera opposta le stesse imprese. Le nove agenzie di rating analizzate sono:

- MSCI
- Vigeo-Eiris
- Refinitiv
- Sustainalytics
- ISS Oekom
- RobecoSAM
- ECPI
- Bloomberg
- FTSE Russel

La prima differenza che emerge è la fonte dalla quale le informazioni vengono raccolte: la principale fonte, comune a tutti i *provider*, è l'informazione pubblicamente disponibile (sito web ufficiale e report), ma alcune agenzie integrano il loro data set attingendo ad altre fonti. Per

³² Billio M., Costola M., Hristova I., Latino C., Pelizzon L., 2020, *Inside the ESG ratings: (Dis)agreement and performance*

esempio, ISS Oekom e Bloomberg usano un canale diretto, chiedendo informazioni direttamente alle società, mentre Thomson Reuters considera anche le informazioni e i dati derivanti dal mercato azionario. Ancora, RobecoSAM usa un approccio completamente diverso: le società vengono invitate a compilare un questionario che ha l'obiettivo di avere una panoramica più completa. La differenza più rilevante si riscontra quando si prende in considerazione il numero di criteri o indicatori sulla base dei quali viene eseguita la valutazione: i due estremi sono 37 e 300 (vedere *Tabella 2* per dettaglio). Ulteriore criticità attiene alla mancanza di un'unica definizione di materialità ESG (*ESG materiality*), termine che indica il principio in base al quale identificare i fattori ESG maggiormente rilevanti nel modello di business di una società. Tale mancanza porta le diverse agenzie di rating a pesare i vari indicatori e pilastri in modo diverso, coerentemente con la definizione di materialità che si sono date. Inoltre, come detto precedentemente, costituisce ulteriore criticità il fatto che, quando si riscontrano dei gap informativi, questi vengono colmati con procedure del tutto interne e soggettive che spesso non sono pubblicamente disponibili. Considerando un campione di 1049 società, ciascuna valutata da Sustainalytics, RoceboSAM, Refinitiv, MSCI, l'indice di correlazione è in media pari a 0,58 ed è compreso tra 0,43 e 0,69, confermando che una divergenza c'è.

Agenzia di rating ESG	Numero di indicatori
MSCI	37
Vigeo-Eiris	38
Refinitiv	178
Sustainalytics	155
ISS Oekom	100
RobecoSAM	74
ECPI	80/86
Bloomberg	120
FTSE Russell	300

Tabella 2: numero di indicatori della performance ESG per agenzia di rating

1.4. Necessaria regolamentazione

Il carattere piuttosto soggettivo e qualitativo delle valutazioni di sostenibilità porta con sé, come evidenziato, a numerose imperfezioni, anche per il fatto che il mercato ESG è ancora del tutto in via di sviluppo e quindi necessita di essere migliorato in maniera costante. Allo stesso tempo, la rapida crescita dei rating ESG e la dimensione che essi stanno raggiungendo

e che verrà raggiunta in termini di asset gestiti, attira l'attenzione dei regolatori e delle istituzioni: la mancanza ad oggi di una regolamentazione precisa e ampia quanto quella prevista per l'informativa finanziaria è uno dei principali limiti e anche una delle principali cause dell'imperfezione del mercato ad oggi. Il principale motivo per cui si sente il bisogno di regolamentare maggiormente questo mercato è la tutela degli investitori, ma anche delle società visionate: i primi perché basano le loro scelte di investimento su tali indicatori e dunque il loro risparmio potrebbe essere canalizzato in attività che solo apparentemente sono sostenibili, con il rischio concreto di *greenwashing*. Per le società, vale il ragionamento contrario: dato che gli investimenti ad oggi sono guidati in grande parte da criteri di sostenibilità, un giudizio negativo fornito da una società di rating può voler dire disinvestimento e rischio reputazionale con effetti potenzialmente devastanti sulla struttura economico-finanziaria.

A livello europeo, i passi compiuti sono stati diversi e rilevanti, se consideriamo che una regolamentazione anche generale non esisteva. La direttiva 2014/95/Eu “*Non-Financial Reporting Directive*” (NFRD) ha introdotto il requisito, per alcune società di grandi dimensioni, di includere nella relazione sulla gestione una dichiarazione di carattere non finanziario. Le società rientranti nell'ambito di applicazione di questa direttiva sono le imprese di grandi dimensioni che costituiscono enti di interesse pubblico e che, alla data di chiusura del bilancio, presentano un numero di dipendenti occupati in media durante l'esercizio pari a 500. L'oggetto della relazione, ai sensi della direttiva, era circoscritto a quattro tematiche principali:

- Impatti ambientali;
- Problematiche di tipo sociale e riguardanti i dipendenti;
- Rispetto dei diritti umani;
- Corruzione e antiriciclaggio.

L'informativa, o in inglese *disclosure*, richiesta alle società riguarda: il modello di business adottato, le policy adottate con riguardo alle tematiche precedenti, i risultati di queste, i profili di gestione del rischio e gli indicatori essenziali di prestazione rilevanti per il tipo di business. La direttiva si limitava ad imporre un obbligo di *disclosure*, ma non prevedeva un obbligo di conformarsi ad un principio informativo in particolare; dunque, rimaneva la libera scelta della singola società su come strutturare tale dichiarazione. L'informativa si limitava “a quanto necessario alla comprensione dell'andamento dell'impresa, dei suoi risultati, della sua situazione e dell'impatto della sua attività”: questo allude al principio della così detta **doppia materialità**, per cui la società deve pubblicare informazioni inerenti sia all'impatto che le tematiche sostenibili hanno sulla società, che viceversa ovvero anche l'impatto che la società

ha sull'ambiente circostante. In Italia, la direttiva è stata recepita con il decreto legislativo 30 dicembre 2016 numero 254. Per tutte le società non esplicitamente toccate da tale obbligo, la pubblicazione di tale dichiarazione è solo su base volontaria³³.

Un passo ulteriore si raggiunse il 22 giugno 2020 (poi divenuto effettivo il 12 luglio 2020), quando la Commissione Europea approvò una tassonomia al fine di definire le attività economiche che possono essere definite sostenibili dal punto di vista ambientale, ottenendo in questo modo un grado di standardizzazione. La motivazione principale che portò ad approvare il provvedimento fu il *green deal* europeo e gli obiettivi energetici e climatici posti dalla Commissione da raggiungersi entro il 2030. Il *green deal* pose come obiettivi:

- Nessuna emissione netta di gas serra entro il 2050;
- Divisione del binomio crescita economica – sfruttamento delle risorse;
- Nessun posto e nessuna persona trascurata dal cambiamento (*no person and no place left behind*)

In aggiunta, la Commissione Europea approvò un insieme di proposte con l'obiettivo di rendere il clima, l'energia, il trasporto e le politiche di tassazione adatte alla riduzione dell'emissione di gas serra del 55% entro il 2030³⁴. Tali obiettivi possono essere raggiunti solo se il risparmio viene canalizzato verso progetti e attività sostenibili, che possano rendere le economie e le società europee più inclini alla protezione dell'ambiente. La *EU Taxonomy* è un sistema di classificazione, che stabilisce i criteri sulla base dei quali un'attività economica possa essere definita sostenibile (*environmental friendly*), con un impatto concreto sugli investitori che vengono protetti in maniera più efficace dal fenomeno del *greenwashing* e sulle società alle quali vengono fornite indicazioni per diventare ecosostenibili. Ad ultimo, questo consente di ridurre la frammentazione del mercato ESG e aiuta ad indirizzare gli investimenti laddove sono più necessari³⁵. Il provvedimento stabilisce quattro condizioni generali necessarie per definire un'attività economica sostenibile (articolo 2 “criteri di ecosostenibilità delle attività economiche”):

1. L'attività economica contribuisce in modo sostanziale al raggiungimento di uno o più degli obiettivi ambientali di cui all'articolo 9 (vedi sotto);

³³ Forum per la finanza sostenibile, Borsa Italiana, *L'informativa a carattere non finanziario*, sito web, www.borsaitaliana.it

³⁴ European Commission, sito web, www.commission.europa.eu

³⁵ European Commission, sito web, www.finance.ec.europa.eu

2. Non arreca un danno significativo a nessuno degli obiettivi ambientali di cui all'articolo 9 (vedi sotto);
3. È svolto nel rispetto delle garanzie minime di salvaguardia;
4. È conforme ai criteri di vaglio tecnico fissati dalla Commissione³⁶.

Gli obiettivi ambientali previsti all'articolo 9 della *EU Taxonomy* sono i seguenti:

1. La mitigazione dei cambiamenti climatici;
2. L'adattamento ai cambiamenti climatici;
3. L'uso sostenibile e la protezione delle acque e delle risorse marine;
4. La transizione verso un'economia circolare;
5. La prevenzione e la riduzione dell'inquinamento;
6. La protezione e il ripristino della biodiversità e degli ecosistemi³⁷.

Dopo 9 anni dalla “*Non-Financial Reporting Directive*”, il 21 giugno 2022 la Commissione Europea ha trovato un accordo in merito alla nuova proposta di “*Corporate Sustainability Reporting Directive*” (CSRD), entrata in vigore il 5 gennaio 2023. La necessità è quella di ampliare gli obblighi informativi per le società in materia di rischi che esse affrontano sul fronte sociale e ambientale e degli impatti che le loro attività hanno sulle comunità e sull'ambiente circostante. Si stima che 50.000 società quotate, tra cui anche le piccole-medie imprese (prima escluse dalla NFRD), saranno ora soggette alla normativa e questo consentirà agli investitori e agli stakeholder di avere accesso a tutte le informazioni di cui hanno bisogno per valutare i propri investimenti. Tale set normativo creerà, afferma la Commissione, un clima di trasparenza con riguardo all'impatto che le società hanno sulle persone e sull'ambiente; questa armonizzazione a livello europeo consentirà nel medio-lungo termine di ridurre i costi associati alla *disclosure*. La CSRD si applicherà alle aziende quotate di grandi dimensioni, alle PMI con l'opzione “opt-out” da esercitare, ovvero con la possibilità di posticipare il primo report al 2029 con riferimento all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2028 (salva la necessità di spiegare perché l'impresa ha deciso di avvalersi di tale opzione), e alle imprese extra UE con un fatturato netto maggiore di 150€ milioni e con almeno una sussidiaria/controllata in UE. Entro il 30 giugno 2024, saranno adottati dalla Commissione gli standard prodotti dall'*European Financial Reporting Advisory Group* (EFRAG), organo indipendente; sulla base dell'applicazione di tali

³⁶ Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea, 22 Giugno 2020, www.eur-lex.europa.eu

³⁷ Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea, 22 Giugno 2020, www.eur-lex.europa.eu

standard, le aziende interessate dovranno pubblicare il report nel 2025 con riferimento all'anno finanziario 2024 se già soggette alla NFRD, dal 2026 per le aziende di grandi dimensioni, quotate e non, e dal 2027 per le PMI. La normativa rende obbligatorio per le società predisporre un controllo (audit) sull'informazione non finanziaria, esattamente come quanto stabilito per l'informativa finanziaria³⁸³⁹.

Volgendo uno sguardo d'attenzione verso le PMI, che da sole generano il 40% del Pil complessivo europeo, l'intento del legislatore europeo con l'introduzione della CSRD è chiaro: anche le Pmi, direttamente perché quotate o indirettamente perché parte della catena del valore di imprese soggette ad obblighi di informazione sostenibile, devono fornire informazioni ESG in modo efficace, completo e uniforme (come stabilito dal *European Sustainability Reporting Standards 1 general requirements*: rendicontare informazioni di sostenibilità lungo l'intera catena del valore). Per rendere la transizione graduale e per contenere i costi associati alla *disclosure* per le piccole-medie imprese, il legislatore europeo ha previsto per quelle quotate la possibilità di rendicontare le informazioni seguendo principi più semplici rispetto a quelli che si applicheranno alle grandi imprese. Secondo un'indagine pubblicata dal Forum per la Finanza Sostenibile (FSF), nel 2021 sono state 40 le PMI quotate all'Euronext growth Milan su 179 a pubblicare un'informativa di carattere non finanziario, in crescita del 54% rispetto al 2020. La volontà delle PMI di contribuire alla transizione è dimostrata dal fatto che negli ultimi anni molte hanno pubblicato informazioni di sostenibilità totalmente su base volontaria, anche se alcuni osservatori commentano come tali dati siano spesso non comparabili e incompleti. In tale panorama, rilevano maggiormente le imprese nelle quali partecipano al capitale di rischio investitori istituzionali, tra cui fondi azionari o di private equity, assicurazioni, banche che si dimostrano essere i soggetti più sensibili a tali tematiche. Per le PMI non partecipate da investitori istituzionali ma che comunque su base volontaria rilasciano informazioni non finanziarie, le principali motivazioni che ad oggi le incentivano ad avviare un percorso verso la sostenibilità derivano da pressioni interne, in quanto il bilancio di sostenibilità è un efficace strumento per esprimere la propria *Corporate Social Responsibility* oppure motivazioni di carattere strategico e competitivo, tra cui migliorare la propria relazione con i clienti e la propria reputazione. Le altre due forze che intervengono sono, da un lato, le preferenze dei consumatori finali per prodotti più *green* e l'attenzione che essi rivolgono alle modalità con cui l'azienda sostiene il territorio, i lavoratori e la comunità; dall'altro, il fatto che le banche hanno un ruolo cruciale nell'accelerare questa transizione, dal momento che integrano i criteri ESG nelle proprie politiche di erogazione del credito. Per entrambe le categorie risultano meno incentivanti motivazioni legate alle pressioni esercitate da stakeholder come comunità locali,

³⁸ Forum per la finanza sostenibile, Borsa Italiana, 29 Luglio 2022, *CSRD, gas e nucleare in tassonomia, analisi ESMA sui rating ESG*, sito web, www.borsaitaliana.it

³⁹ European Commission, sito web, www.finance.ec.europa.eu

associazioni o istituzioni pubbliche. Per le piccole-medie organizzazioni, il fattore di maggiore criticità risulta essere la complessità della raccolta di informazioni sulla catena di fornitura, o per la dipendenza delle PMI da fornitori e sub fornitori di dimensioni analoghe o inferiori tra i quali la sostenibilità non è ancora adeguatamente diffusa, oppure, al contrario, per la loro dipendenza da fornitori più grandi nei confronti dei quali dispongono di un limitato potere negoziale. Ha un peso spesso anche la carenza di competenze specifiche interne alle aziende in materia di reporting di sostenibilità⁴⁰.

Come abbiamo detto precedentemente, la “*Non-Financial Reporting Directive*” si limitava ad imporre obblighi informativi, ma nulla veniva stabilito con riferimento a quale principio informativo adeguarsi, lasciando dunque totale libertà alle società. Questo significa che principi in materia di informativa non finanziaria esistono: il problema è che ce ne sono diversi e questo comporta che, ad oggi, una standardizzazione ancora non esiste. Inoltre, l’adesione ad una categoria di principi non è in alcun modo obbligatoria: in materia finanziaria, la Commissione Europea con regolamento n. 1606/2002 ha reso obbligatoria l’applicazione dei principi contabili IAS/IFRS nell’ordinamento comunitario, emanati dallo IASB (*International Accounting Standards Board*) e successivamente vagliati dall’EFRAG⁴¹. In materia di sostenibilità, la strada è ancora lunga: la stessa Unione Europea ha emanato i suoi principi ovvero gli ESRS (*European Sustainability Reporting Standards*) nell’ambito della nuova direttiva CSRD. Vi sono altre organizzazioni ed enti senza scopo di lucro che si sono impegnate nel formulare e divulgare regole sulla base delle quali riportare informazioni circa l’impatto ambientale, sociale e di governance della singola organizzazione societaria legata all’attività economica svolta. Alcuni dei più famosi enti sono:

- Global Reporting Initiative (GRI): per 25 anni, l’organizzazione si è impegnata a sviluppare e diffondere la best practice globale con la quale le società possono comunicare al mercato, con affidabilità, il proprio impatto economico, ambientale e sociale. I loro principi sono tra i più usati a livello globale e coprono temi come la biodiversità, lo spreco e le emissioni, diversità e uguaglianza, sicurezza e salute⁴²;
- Sustainability Accounting Standards Board (SASB): disponibili per 77 industrie e settori, i principi dal board diffusi consentono di identificare sottoinsiemi di aspetti e temi ambientali, sociali e di governance sulla base dei quali valutare la *Corporate Social Performance* di ciascun settore o industria. L’organizzazione fu fondata come non profit nel 2011 con l’obiettivo di sviluppare un linguaggio unico per imprese e investitori con riferimento ai temi di carattere non finanziario; nel 2020, lo SASB si fonde con

⁴⁰ Mussi S., Ponzio A., Il Sole 24 Ore, Bilanci 2023, *La sostenibilità va provata sulla catena del valore*

⁴¹ Consob, sito web, www.consob.it

⁴² Global Reporting Initiative, sito web, www.globalreporting.org

l'*International Integrated Reporting Council* (IIRC) in una nuova organizzazione ovvero la *Value Reporting Foundation*, formalmente esecutiva da giugno 2021. Nel novembre del 2021, la IFRS Foundation annunciò l'intenzione di creare un board dedicato ai temi della sostenibilità ovvero l'*International Sustainability Standards Board* (ISSB) e il suo piano di consolidarsi con Value Reporting Foundation e Carbon Disclosure Standards Board (CDSB), esecutivi dall'agosto 2022⁴³;

- Carbon Disclosure Project (CDP): è un'organizzazione senza scopo di lucro che fornisce agli investitori, alle imprese, ai governi e agli stati un linguaggio comune per divulgare informazioni sul proprio impatto ambientale. Il motto è “*You can't manage what you don't measure*”⁴⁴;
- Task Force on Climate-Related Financial Disclosures: il *Financial Stability Board* (FSB) creò tale organizzazione con il fine di migliorare la trasparenza dell'informazione fornita dalle imprese al mercato e agli investitori sull'impatto e sui principali rischi ambientali della propria attività. Nel 2017, TCFD pubblicò delle raccomandazioni allo scopo di aiutare le imprese a fornire una migliore informazione di tipo non finanziario in modo da supportare un'allocazione del risparmio informata e consapevole. Le raccomandazioni sono strutturate su quattro tematiche definite core: governance, strategia, risk management e metriche/targets⁴⁵;
- Streamlined Energy and Carbon Reporting (SECR): è una struttura creata dal governo britannico nel 2018 che fornisce delle linee guida che aiutano le società a rilasciare dati e informazioni sull'uso e consumo di energia al fine di misurarne l'efficienza e ridurre l'impatto sul cambiamento climatico. La guida si rivolge a tutte le società non quotate di grandi dimensioni che, dal Regolamento del 2018, hanno consumato più di 40.000 kilowatt ora (kWh) di energia; per società di grandi dimensioni, si intende, ai sensi del Companies Act del 2006, società che soddisfino due o più criteri tra i seguenti: un reddito lordo maggiore o uguale di 3 milioni di sterline, un valore degli assets in bilancio maggiore o uguale di 18 milioni di sterline, 250 dipendenti o più⁴⁶;
- Workforce Disclosure Initiative (WDI): controllata di ShareAction e parzialmente fondata da UK Government's Foreign, Commonwealth and Development Office (FCDO), la piattaforma WDI consente alle imprese che ne fanno parte di avere standard comuni per rilasciare informazioni e dati che riguardano i lavoratori interni

⁴³ Sustainability Accounting Standards Board, sito web, www.sasb.org

⁴⁴ Carbon Disclosure Project, sito web, www.cdp.net

⁴⁵ Task Force on Climate-Related Financial Disclosures, sito web, www.fsb-tcfd.org

⁴⁶ Streamlined Energy and Carbon Reporting, sito web, www.gov.uk

ed esterni, i rapporti con i fornitori, la conformità e il rispetto dei migliori standard di sicurezza e salute del luogo di lavoro. Nel 2022, sono state 167 le società che hanno preso parte alla Workforce Disclosure Initiative⁴⁷.

⁴⁷ Workforce Disclosure Initiative, sito web, shareaction.org

Capitolo 2

La letteratura esistente

Come precedentemente descritto, le agenzie di rating differiscono principalmente tra di loro per le metodologie valutative implementate e per i criteri sottostanti al processo di valutazione. Tale aspetto è ricollegabile alla mancanza ad oggi di una struttura di regole standardizzate, valide per tutte le agenzie di rating e alla complessità di valutazione implicita dovuta alla soggettività della materia valutata, che cela fattori ideologici e culturali che, in maniera più o meno pronunciata, impattano sull'esito finale. A questo, si aggiunge la mancanza di trasparenza da parte delle agenzie di rating nei confronti degli stakeholder, anche per ragioni di concorrenza: non tutti i criteri che convergono a determinare la valutazione vengono resi pubblici e questo rende complicato soprattutto il confronto tra diversi rating ESG.

A partire da queste premesse, è interessante indagare quali sotto aspetti dei pilastri E, S e G più di altri vengono analizzati e misurati al fine valutativo, andando oltre a quelli meramente comunicati nei documenti ufficiali rilasciati dai *provider*. L'obiettivo è quello di fare maggiore luce sui metodi valutativi, colmando il gap informativo attuale in attesa di regolamentazioni più stringenti e, in particolare, avere maggior contezza dei differenti pesi attribuiti ai *pillar* E, S e G, e ai relativi sotto *pillar* delle agenzie di rating. Il tema è estremamente attuale e recente, di conseguenza la relativa letteratura non è vasta quanto quella che emerge su altri temi.

2.1. Revisione della letteratura

Di Simone et al (2022)⁴⁸ indagano una delle dimensioni di sostenibilità su cui si fonda la *corporate social responsibility* ovvero l'innovazione. La difficoltà di indagine scaturisce dal fatto che l'innovazione è un fenomeno eterogeneo, non di semplice quantificazione; nella letteratura accademica, sono emersi differenti indicatori per approssimare le sue dimensioni. Indipendentemente dalla proxy scelta, in letteratura c'è un ampio consenso per cui l'innovazione tende ad essere positiva nella crescita (*growth*), nella produttività (*productivity*) e

⁴⁸ Di Simone L., Petracci B., Piva M., 2022, *Economic Sustainability, Innovation, and the ESG Factors: An Empirical Investigation*

nell'occupazione (*employment*), ovvero al crescere di queste tre variabili, l'innovazione tende ad aumentare.

L'approssimazione che viene scelta più frequentemente è il rapporto tra le spese di ricerca e sviluppo (*Research and Development Expenditures*) e il valore totale degli asset o i ricavi totali (*Total Assets* o *Revenues*). Tale approssimazione non è accettata da molti, argomentando che le spese di ricerca e sviluppo non possono sufficientemente rappresentare il grado di innovazione di un'impresa, dal momento che tali investimenti non è detto che migliorino la performance futura e non è detto neanche che si trasformino immediatamente in innovazione osservabile, ma soprattutto quantificabile. In conclusione, l'intensità di R&S (Ricerca e Sviluppo), intendendosi con intensità non il valore assoluto delle spese di ricerca e sviluppo, ma il loro rapporto con i ricavi totali, costituirebbe una condizione necessaria, ma non sufficiente. Per questo motivo, gli autori optano per un alternativo indicatore di misura che tenga in considerazione due tipologie di informazione:

1. Le informazioni riguardanti l'intensità di R&D:
2. Le informazioni relative alla percezione delle opportunità di crescita implicite nel mercato azionario (approssimate dal rapporto *market-to-book ratio*, ovvero dal rapporto tra il valore di mercato o *market capitalization* e il valore contabile o *book value*).

Il risultato è il così detto MPI, ovvero *Market-Perceived Innovation* ed è definito come segue:

$$MPI = (R\&D\ intensity) * (market - to - book\ ratio)$$

Una relazione positiva tra le due variabili dell'equazione è considerata dunque una condizione necessaria e sufficiente per affermare che l'innovazione di un'impresa sia efficace sulla performance economica futura e sulla sostenibilità. Tra le altre ipotesi, gli autori cercano di dimostrare empiricamente l'ipotesi secondo cui sussiste una relazione positiva tra l'indicatore MPI e la sostenibilità economica di un'impresa, dimostrando quindi come l'innovazione sia una dimensione che rientra nella valutazione ESG. Il data set complessivo è ottenuto mediante l'unione del ranking fornito ogni anno dal Joint Research Centre⁴⁹ della Commissione Europea delle 2500 imprese più innovative del mondo sulla base delle spese di R&S e il rating ESG di Refinitiv⁵⁰ riguardante il pilastro ambientale, sociale e di governance, più un'ulteriore dimensione che è quella della sostenibilità economica. Regredendo la variabile dipendente (sostenibilità economica) sulle variabili indipendenti di MPI, punteggio ESG totale e per pilastro, dimensione dell'impresa (logaritmo naturale del totale delle vendite), redditività (rapporto tra l'Ebit e il totale degli asset) e grado di indebitamento (o *leverage*, misurato come il rapporto tra il debito a medio-lungo termine e il totale degli asset), il risultato della regressione

⁴⁹ www.joint-research-centre.ec.europa.eu

⁵⁰ www.refinitiv.com

dimostra una relazione positiva e statisticamente significativa tra MPI e la performance di sostenibilità economica e di conseguenza non è possibile rigettare l'ipotesi. L'innovazione è dunque una delle dimensioni ESG, che converge nella valutazione complessiva quando si valuta anche il pilastro della sostenibilità economica. Per gli autori, la significatività statistica dell'indicatore della *market-perceived innovation* è attribuibile al fatto che l'intensità delle spese di ricerca e sviluppo sarebbe indicatore dello sforzo finanziario interno alla società nei confronti dell'innovazione, che viene amplificato o scontato dalla percezione della crescita implicita nelle valutazioni di mercato degli analisti e degli investitori. Se il *market-to-book ratio* (proxy della crescita della società) è maggiore di 1, ciò significa che il valore di mercato della società è maggiore del suo valore contabile e dunque gli investitori percepiscono crescita economica e strutturale e questo amplifica l'impegno finanziario della società verso l'innovazione. Il ragionamento è inverso quando il *market-to-book ratio* è inferiore a 1. In conclusione, l'indicatore MPI costituirebbe una condizione non solo necessaria, ma anche sufficiente per catturare la correlazione tra impegno finanziario interno e opportunità di crescita esterne; più la società è in grado, attraverso le abilità del management, di cogliere le opportunità di crescita del mercato sfruttando le risorse interne, più questo è indice di sostenibilità economica.

Lo studio prosegue e, dato il risultato precedente, si indaga se la correlazione tra percezione del mercato e sostenibilità economica sia valida anche per diverse industrie e settori e per diversi paesi o se ci siano effetti legati a queste due variabili che possano alterare il risultato. Nonostante emerga un *pattern* piuttosto preciso che confermerebbe la significatività statistica delle variabili indipendenti su quella dipendente (sostenibilità economica), quest'ultima sembrerebbe essere influenzata da fattori specifici concernenti il paese e l'industria di riferimento. Per quanto riguarda il fattore *country*, la relazione positiva tra MPI e la sostenibilità economica sembrerebbe più forte per le società operanti in Europa e in Giappone, mentre risulterebbe debole per quelle operanti in Cina. Questo risultato è spiegato, parzialmente, dal fatto che i paesi europei sono paesi di *civil law* (ad eccezione del Regno Unito), caratterizzati dal fatto che la principale fonte del diritto è la legislazione e non la giurisprudenza e dal fatto che il diritto sia interpretato in modo dogmatico e sistematico (contrapposti ai paesi di *common law* come Regno Unito, Stati Uniti, Canada, Australia e India, dove il diritto sancisce la vincolatività del precedente giudiziario, ovvero ci si attiene ai principi espressi nella sentenza del giudice)⁵¹. Da questa impostazione del diritto, deriva che i paesi di *civil law* esprimono, per ragioni anche storiche, un orientamento di tipo stakeholder che nella pratica si concretizza in un atteggiamento del management più inclusivo che va oltre alla mera prospettiva azionista e che prende in considerazione gli interessi di un numero più ampio di soggetti. Per quanto riguarda la Cina, al contrario, essa risulta una delle più importanti economie emergenti, dove ancora non esiste un'impalcatura normativa che protegga l'ambiente e orientata alla *corporate*

⁵¹ Enciclopedia Treccani, sito web, www.treccani.it

sustainability. I risultati ottenuti, si specifica, possono essere stati impattati dall'arco temporale del campione (2013-2017) che comprende l'anno 2015 dell'Accordo di Parigi sul cambiamento climatico.

Un altro criterio di valutazione della sostenibilità è costituito dalle controversie di carattere ambientale, sociale o di governance che consentono di formulare un giudizio, in maniera opposta rispetto ad altri criteri, sulla società valutata. Nello specifico, se viene assegnato un *ESG Controversy Score* (punteggio) alto è perché la società è coinvolta in questioni spinose per la sostenibilità che non ne consentono un giudizio ESG complessivamente positivo. Nello studio di Passas et al (2022)⁵², le controversie risultano un metro di valutazione importante che è in grado di catturare le pratiche dannose da un punto di vista sostenibile. Il *ESG Controversy Score* prende in considerazione alcuni elementi tra cui:

- comportamenti monopolistici in violazione delle regolamentazioni di mercato sulla libera concorrenza;
- attività fraudolente;
- sicurezza sul lavoro (ad esempio, se atti di molestia sessuale sono stati riportati agli organi competenti);
- incidenti ambientali in corso;
- irregolarità finanziarie e di bilancio;
- corruzione;
- rilascio di informazioni private e/o sensibili;
- attività illegali come traffico di droga o alcol.

Innanzitutto, è bene definire cosa si intenda per controversia di tipo ESG. Si tratta di un termine usato per riferirsi a qualsiasi pratica dannosa messa in atto da un'organizzazione economica, che può essere oggetto di divulgazione da parte dei media, con un danno reputazionale di entità rilevante e con conseguente perdita di quote di mercato. Per mitigare ed evitare il rischio di controversie, il ruolo dell'etica corporate è cruciale: l'organizzazione economica deve dotarsi di una solida struttura sociale e di un inclusivo framework di regole e procedure. Lo studio è stato condotto su un campione di dati panel (differenti variabili osservate in differenti periodi di tempo) di 2278 società nel mondo in diversi settori per il periodo di tempo 2018-2020. I dati provengono dal database di Thomson Reuters, il cui punteggio *ESG Controversy* si basa su 23 variabili che vengono valutate singolarmente e riportate nella tabella sottostante (*Tabella 3*).

⁵² Passas I., Ragazou K., Zafeiriou E., Garefalakis A., Zopounidis C., 2022, *ESG Controversies: A Quantitative and Qualitative Analysis for the Sociopolitical Determinants in EU Firms*

Comportamenti contro la libera concorrenza
Etica corporate
Diritti di proprietà intellettuale
Controversie riguardanti il paese nel quale l'impresa svolge la sua attività
Salute pubblica
Frode fiscale
Lavoro minorile
Diritti umani
Retribuzioni del management
Controversie riguardanti il rapporto con il consumatore
Sicurezza e salute dei consumatori
Privacy
Accesso al prodotto
Responsabilità di marketing
Responsabilità della Ricerca&Sviluppo
Controversie ambientali
Controversie riguardanti la contabilità e l'informazione finanziaria
Insider trading
Diritti degli azionisti
Diversità ed opportunità
Sicurezza e salute dei lavoratori
Condizioni contrattuali e di lavoro
Diritto di sciopero

Tabella 3: Le 23 variabili alla base del ESG Controversy Score. Fonte: Refinitiv

I risultati ottenuti dimostrano che sono statisticamente significative sul punteggio ESG variabili come il rispetto dei diritti umani, il numero di donne che ricoprono ruoli apicali e i presidi posti a controllo di atti di corruzione, nonché politiche di protezione dell'ambiente, dei consumatori e dei lavoratori.

2.1.1. Relazione tra CSR e variabili finanziarie

Se appunto, si afferma che una *Corporate Social Responsibility* esiste e che le società possono essere sostenibili dal punto di vista ambientale, sociale e di corporate governance, allora è naturale chiedersi in che misura l'adesione a comportamenti virtuosi, attestati da un punteggio ESG, impatti sulla performance finanziaria. È una domanda ragionevole dal momento che

oggi la sensibilità a questi temi sta crescendo esponenzialmente. Infatti, molti gestori di fondi di investimento costruiscono i propri portafogli sulla base di uno screening delle società più *green*, al fine di soddisfare le richieste dei clienti, sempre più attenti ad investimenti che abbiano sia una remunerazione finanziaria, sia un impatto ambientale-sociale (*impact investing*). La letteratura è molto vasta su questo tema: in questa sezione ci soffermiamo su alcuni studi che verranno successivamente ripresi nel prossimo capitolo per implementare modelli empirici che, utilizzando le variabili indicate negli studi, consentano di far emergere una relazione tra CSP e CFP.

Il primo studio è quello di Servaes e Tamayo (2013)⁵³: se la maggior parte della letteratura si è focalizzata sull'esistenza di un legame diretto tra *Corporate Social Responsibility* e il valore di una impresa, gli autori di questo studio indagano invece una relazione indiretta che passa attraverso la capacità dell'impresa e il suo impegno sociale di influenzare il comportamento dei suoi stakeholders. L'idea è che solo la consapevolezza dei consumatori rispetto alla CSR dell'impresa sia in grado di modificare il comportamento dei consumatori stessi e dunque anche impattare sul valore dell'impresa. Inoltre, anche se i consumatori sono al corrente dell'impegno sociale dell'impresa, ma questo non è in linea con la sua reputazione di buon cittadino, allora l'impatto sul valore dell'impresa sarà di molto ridotto. La consapevolezza dei consumatori viene approssimata dall'intensità delle spese di pubblicità, intesa come rapporto tra le spese di pubblicità e il totale delle vendite: la logica sottostante è che solo la pubblicità è in grado di ridurre il gap informativo tra l'impresa stessa e i suoi clienti riguardo al suo impegno di sostenibilità e dunque sarà anche più probabile che l'impresa stessa venga premiata. Alcuni studi infatti hanno sottolineato, e lo possiamo confermare anche osservando i trend più recenti, che oggi i consumatori, essendo più sensibili ai temi socio-ambientali, sono disposti a pagare qualcosa di più se il prodotto è sostenibile o pagarlo di più alla società che si impegna ad essere più sostenibile; anche qualora il consumatore non sia disposto a pagare un prezzo più alto, sarà comunque più propenso ad acquistarlo (se c'è concorrenza) dalla società con una maggiore CSR.

Il campione, costituito da imprese statunitensi, copre il periodo che va dal 1991 al 2005. Per approssimare la performance finanziaria delle società, viene scelta una misura (alquanto ricorrente in questi tipi di studi) che è la Q di Tobin: vi sono vari modi per calcolarla, ma rappresenta sempre la capacità della società di creare valore con i suoi assets. Il vantaggio di usare la Q di Tobin, e non la profittabilità, ad esempio, è legato al fatto che è una misura di lungo termine e non di breve: infatti è ragionevole pensare che un'impresa sia disposta ad impiegare risorse nell'elaborare una comunicativa e solida strategia di CSR, svantaggiando la

⁵³ Servaes H., Tamayo A., 2013, *The Impact of Corporate Social Responsibility on Firm Value: The Role of Customer Awareness*

profitabilità corrente, se nel lungo periodo questa ha un impatto positivo sul valore dell'impresa. La regressione è stata stimata con l'utilizzo del modello OLS (*Ordinary Least Squares*): la variabile dipendente è la Q di Tobin, mentre le variabili indipendenti sono la CSR, il totale dell'attivo contabile, l'intensità delle spese di pubblicità e l'intensità delle spese di ricerca e sviluppo (calcolate come il rapporto tra le spese di ricerca e sviluppo e il totale delle vendite). I risultati supportano l'ipotesi iniziale che la CSP e la CFP siano correlate positivamente attraverso l'intensità delle spese di pubblicità; infatti, per le imprese che hanno una bassa intensità, l'impatto della CSR sul valore dell'impresa è statisticamente non significativa o addirittura negativa (per gli elevati costi connessi all'impegno sostenibile).

Un secondo studio, quello di Aouadi e Marsat (2016)⁵⁴, indaga la relazione che c'è tra le controversie di tipo ESG e la CFP, utilizzando un campione internazionale di più di 3000 controversie ESG dal 2002 al 2011 per più di 4312 imprese. Sorprendentemente, il risultato al quale gli autori arrivano è un impatto positivo dell'*ESG Controversies* sulla performance finanziaria delle imprese: questo è dettato dal fatto che gli scandali attirano i media e l'attenzione degli investitori sulla società che ne beneficia in termini di maggior valore di mercato. Questo è vero, però, per le società che hanno maggiore visibilità, che sono più grandi, che performano meglio e che sono collocate in paesi dove è garantita la libertà di stampa. Anche in questo studio, la performance finanziaria viene approssimata dalla Tobin's Q che, come detto, ha il beneficio di essere una misura di lungo termine: un valore più basso di 1 indica uno scarso uso delle risorse nella misura in cui l'impresa crea meno valore sul mercato dei capitali rispetto a quanto valgano i suoi assets. Al contrario, un valore maggiore di 1 indica che il valore di mercato a lungo termine dell'impresa è maggiore del valore corrente dei suoi assets. Le variabili indipendenti selezionate sono il logaritmo naturale degli assets (che misura la *size* cioè la dimensione dell'impresa), il ROA o *Return on Assets* (calcolato come il rapporto tra Ebitda e valore contabile dell'attivo), il *leverage* (calcolato come il rapporto tra Debito e Assets) e il *dividend yield* (calcolato come il rapporto tra il dividendo per azione e il prezzo di mercato dell'azione). Il modello di regressione implementato è quello ad effetti fissi, con l'aggiunta di variabili dummy paese e settore; le variabili indipendenti sono state tutte ritardate di un anno. I risultati confermano che l'*ESG Controversies* ha un impatto positivo sulla performance finanziaria, che la *size* è negativamente correlata alla Tobin's Q insieme al rapporto Debito/Assets e al *dividend yield*, mentre è positivo il ROA.

⁵⁴ Aouadi A., Marsat S., 2016, *Do ESG Controversies Matter for Firm Value? Evidence from International Data*

Capitolo 3

Caso empirico: il settore food and beverage

Prima di procedere al confronto tra i diversi ESG scoring al fine di avere maggiore contezza delle divergenze emergenti attualmente in termini di sotto *pillar* e di peso attribuito a ciascuno di esso dai diversi *provider*, si intende indagare sull'eventuale, e in caso affermativo in che misura, correlazione tra *ESG Score* e la performance finanziaria. A tal fine, è stato costruito un campione di 141 società nel mondo appartenenti al settore del food and beverage.

Se appunto, si afferma che una *Corporate Social Responsibility* esiste e che le società possono essere sostenibili dal punto di vista ambientale, sociale e di corporate governance, allora è naturale chiedersi in che misura l'adesione a comportamenti virtuosi, attestati da un punteggio ESG, impatti sulla performance finanziaria. È una domanda ragionevole dal momento che oggi la sensibilità a questi temi sta crescendo esponenzialmente. Infatti, molti gestori di fondi di investimento costruiscono i propri portafogli sulla base di uno screening delle società più *green*, al fine di soddisfare le richieste dei clienti, sempre più attenti ad investimenti che abbiano sia una remunerazione finanziaria, sia un impatto ambientale-sociale (*impact investing*).

La letteratura è molto vasta su tale tema, e diversi sono anche i risultati a cui gli autori sono giunti: una parte minoritaria degli studi ha concluso che esiste una relazione negativa tra ESG e CFP (*Corporate Financial Performance*). Ad esempio, uno studio condotto su un gruppo di imprese inglesi ha fatto emergere una correlazione negativa tra i rendimenti azionari e la performance ambientale e, in misura inferiore, tra la prima variabile e attività di natura sociale, su un arco temporale da uno a tre anni (Brammer et al, 2008⁵⁵). La maggior parte degli studi ha concluso che “nonostante non esista una relazione di causalità sistematica tra impegno sociale e maggiori rendimenti azionari, una performance sociale positiva ha un effetto positivo o neutrale sui rendimenti azionari aggiustati per il rischio (*risk-adjusted returns*), sulla redditività e su altre misure finanziarie a livello di impresa e a livello di portafoglio”. Non è chiaro secondo quale meccanismo tale correlazione si manifesti: potrebbe derivare dal miglioramento della relazione con gli stakeholder e i clienti oppure anche dalla compliance, dalla regolamentazione o dal rischio di controversie. Altre interpretazioni vedono nell'atteggiamento positivo delle

⁵⁵ Brammer S., Brooks C., Pavelin S., 2008, *Corporate Social Performance and Stock Returns: UK Evidence from Disaggregate Measures*

imprese con CSR una sorta di assicurazione contro eventi negativi che possono compromettere seriamente la reputazione della società; un'altra possibilità è che la CSR sia una proxy della qualità del management, che prende migliori decisioni, in maniera più ragionata e strategica.

Gli studi che indagano sulla relazione tra *ESG Score* e performance finanziaria si distinguono tra studi di settore e studi più generici: tra i primi, lo studio di Young In et al (2017)⁵⁶ si concentra sulle società *carbon-efficient* che vengono selezionate sulla base delle emissioni totali di *greenhouse gases* (GHG) (gas che producono effetto serra) lungo tutta la catena del valore sul totale del fatturato della società. Vengono costruiti due portafogli: una posizione lunga (acquisto) su società *carbon-efficient* e una posizione corta (vendita) su società *carbon-inefficient*, tutte operanti nel settore statunitense nel periodo compreso da gennaio 2015 a dicembre 2015; i risultati dimostrano che i portafogli così predisposti danno luogo a rendimenti anomali del 3,5%-5,4% annuo e che dunque l'investimento in società efficienti da un punto di vista energetico può essere redditizio anche in assenza di incentivi statali. Uno studio di Bellavite Pellegrini et al ⁵⁷ ha evidenziato una correlazione positiva tra performance finanziaria e *ESG Score* nel settore automobilistico e dei ricambi su un campione di società quotate in Europa e Nord America nel periodo compreso dal 2002 al 2016. Dei tre *pillar*, quello che manifesta la correlazione più robusta è il *pillar* ambientale. Per quanto riguarda gli studi generici, Friede et al (2015)⁵⁸ raccolgono i risultati empirici di 2200 studi condotti a partire dagli anni Settanta sulla correlazione tra *ESG Score* e *Corporate Financial Performance*: il 90% degli studi conclude per una relazione non negativa tra le due variabili, positiva o neutrale e che di questi, più del 50% conclude per una relazione di tipo positivo.

3.1. Struttura del campione

Il campione è stato costruito utilizzando la banca dati di Refinitiv⁵⁹. Le società appartenenti al campione sono 141, distribuite in tutto il mondo.

⁵⁶ Young In S., Young Park K., Monk A., 2017, *Is "Being Green" Rewarded in the Market? An Empirical Investigation of Decarbonization and Stock Returns*

⁵⁷ Pellegrini Bellavite C., Caruso R., Cifone R., *The Impact of ESG Scores on both Firm Profitability and Value in the Tyre and Automotive Sector (2002-2016)*

⁵⁸ Friede G., Bush T., Bassen A., 2015, *ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies*

⁵⁹Refinitiv, sito web, www.refinitiv.com

3.1.1. Distribuzione geografica del campione

La distribuzione per area geografica del campione è rappresentata nella *Figura 4*, mentre nella *Tabella 4* vi sono riportate il numero di osservazioni (o di società) per paese e la corrispondente percentuale sul totale. I due paesi che pesano maggiormente sul campione sono il Giappone (14,89%) e gli Stati Uniti (14,18%), a seguire l’Australia (7,09%). Dalla *Figura 4*, è immediato notare l’assenza di società nel settore del food and beverage in Africa, in Europa Orientale, e in Asia (ad eccezione dell’Asia Orientale).

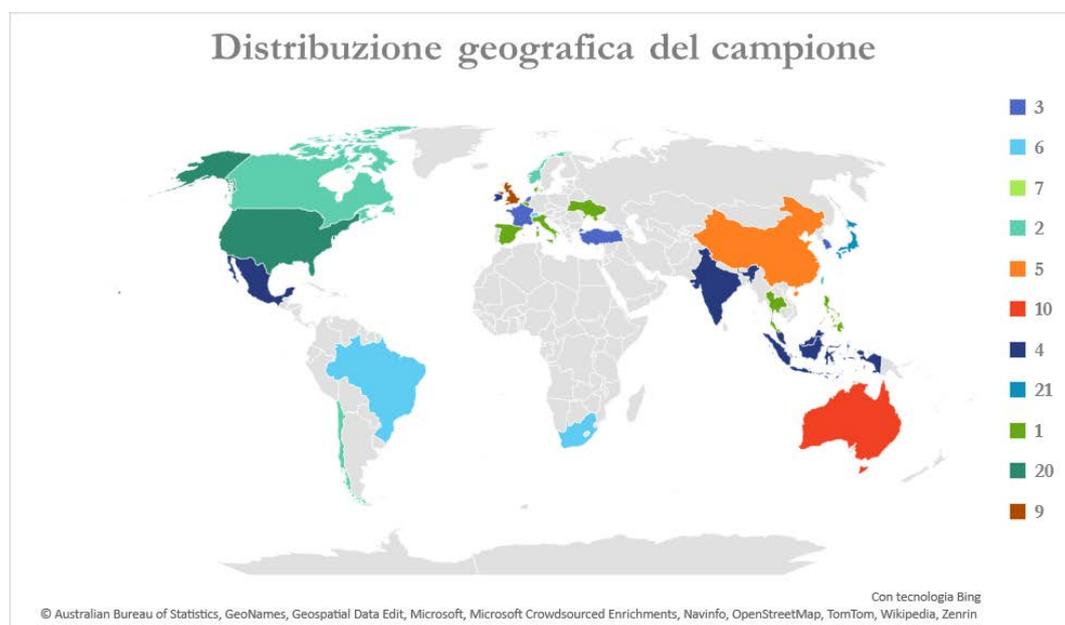


Figura 4: Distribuzione geografica del campione

Paese	Numero osservazioni	Percentuale sul totale
France	3	2,13%
Brazil	6	4,26%
Hong Kong	7	4,96%
Canada	2	1,42%
China	5	3,55%
Australia	10	7,09%
Ireland	4	2,84%
India	4	2,84%
Indonesia	4	2,84%
Japan	21	14,89%
Mexico	4	2,84%
Malaysia	4	2,84%
Switzerland	6	4,26%

Norway	2	1,42%
South Africa	6	4,26%
South Korea	3	2,13%
Netherlands	3	2,13%
Singapore	2	1,42%
Other Eastern European	1	0,71%
Philippines	1	0,71%
Spain	1	0,71%
Ukraine	1	0,71%
United States	20	14,18%
United Kingdom	9	6,38%
Thailand	1	0,71%
Taiwan	2	1,42%
Cayman Islands	1	0,71%
Turkey	3	2,13%
Belgium	1	0,71%
Denmark	1	0,71%
Italy	1	0,71%
Chile	2	1,42%
Totale osservazioni	141	100,00%

Tabella 4: Distribuzione geografica del campione, numero di osservazioni e percentuale sul totale

3.1.2. Distribuzione settoriale del campione

Il settore del food and beverage può essere diviso nei seguenti sottosettori:

- Brewers (produttori di birra)
- Chemicals Diversified (prodotti chimici)
- Distillers & Vintners (distillatore e vinificatore)
- Soft Drinks (bevande analcoliche e bibite)
- Food Products (produttori di alimentari)
- Farming & Fishing (prodotti agricoli e pesca)
- Fruit & Grain Processing (frutta e cereali)
- Travel & Tourism (viaggio e turismo)

In *Figura 5*, è rappresentata la distribuzione settoriale del campione in un grafico a torta con la corrispondente percentuale sul totale, mentre in *Tabella 5* viene riportato il numero di osservazioni. Circa la metà del campione (49%) opera nel settore del food (alimentari); a seguire vi sono i settori del farming & fishing (14%), soft drinks (13%), brewers (11%) e, infine, distillers & vintners (9%). Gli altri settori hanno un peso relativo sul campione tra l'1% e il 3%.

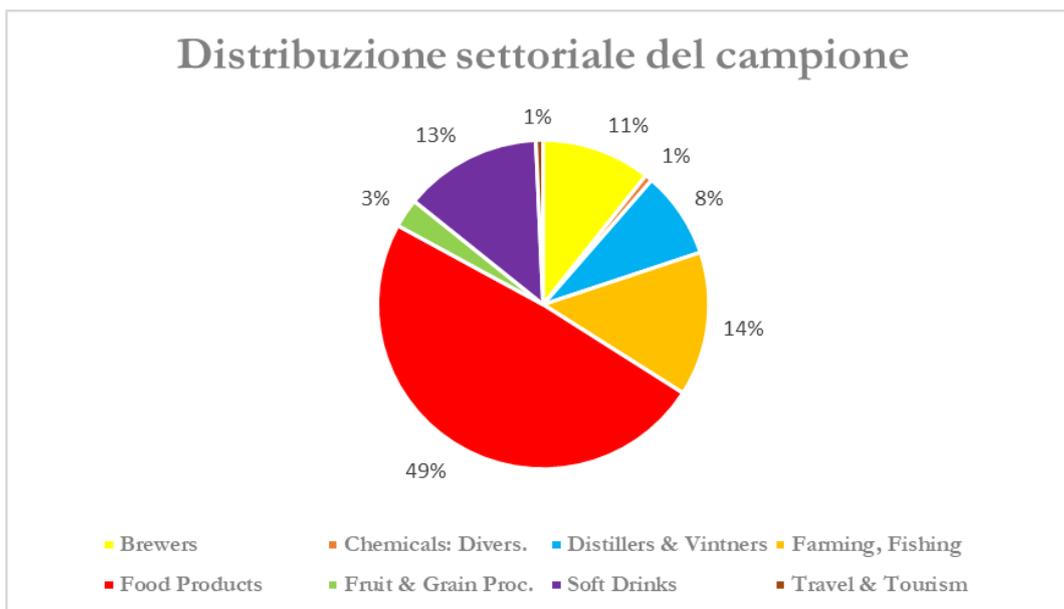


Figura 5: Grafico a torta della distribuzione settoriale del campione

Settori	Numero osservazioni	Percentuale sul totale
Brewers	15	11%
Chemicals: Divers.	1	1%
Distillers & Vintners	12	9%
Farming, Fishing	20	14%
Food Products	69	49%
Fruit & Grain Proc.	4	3%
Soft Drinks	19	13%
Travel & Tourism	1	1%
Totale osservazioni	141	100%

Tabella 5: Distribuzione settoriale del campione, numero di osservazioni e percentuale sul totale

3.1.3. ESG Score

In Tabella 6, sono indicati i valori di media, mediana, deviazione standard, numero di valori mancanti per l'ESG Score annuale, rilasciato da Refinitiv. È possibile notare come, con il passare del tempo, sia diventato sempre più comune per le società essere oggetto di valutazione ESG: infatti, se nel 2008 circa la metà del campione non possedeva un punteggio ESG, negli anni dal 2013 al 2018 tutte le 141 società sono state oggetto di valutazione sui profili di sostenibilità. Nel 2021, solo a circa l'11% del campione non è stato assegnato un punteggio ESG, mentre

nel 2022 più della metà del campione non presenta un punteggio di sostenibilità: questo è legato al fatto che il processo di valutazione e assegnazione del punteggio, per ragioni di correttezza e serietà, è lungo e scrupoloso, richiedendo l'analisi di diverse informazioni pubbliche. Questo spiega l'assenza del punteggio relativo allo scorso anno per alcune società.

Anni	Media	Mediana	Dev. Standard	Valori mancanti	Valori mancanti in %
2008	40,54	36,87	22,56	68	48,23%
2009	42,74	38,33	22,86	48	34,04%
2010	41,85	37,5	22,13	30	21,28%
2011	42,37	38,93	21,69	17	12,06%
2012	43,21	41,255	21,86	9	6,38%
2013	42,41	39,55	21,62	0	0,00%
2014	43,64	42,05	21,77	0	0,00%
2015	46,84	48,06	21,1	0	0,00%
2016	49,24	48,9	20,48	0	0,00%
2017	52,16	55,64	20,18	0	0,00%
2018	54,62	56,54	19,53	0	0,00%
2019	57,16	59,85	18,54	2	1,42%
2020	59,86	63,83	18,31	6	4,26%
2021	63,36	65,71	17,00	15	10,64%
2022	62,25	65,205	13,42	97	68,79%

Tabella 6: Media, Mediana, Deviazione standard, Valori mancanti per l'ESG Score annuale

3.2. Come Refinitiv assegna l'ESG Score

La banca dati usata in questo elaborato è DataStream di Refinitiv⁶⁰, una divisione del London Stock Exchange Group (LSEG) che si occupa di fornire dati finanziari e analisi. Per quanto riguarda i dati relativi alla performance ESG, il database di Refinitiv⁶¹ risulta essere uno dei più completi che copre circa l'85% della capitalizzazione di mercato globale, prendendo in considerazione più di 630 criteri di misurazione con uno storico a partire dal 2002.

Il modello di Refinitiv prevede di fornire per ciascuna società un punteggio *ESG Combined* (*ESGC Score*), ovvero combinato nel senso che è il risultato della media aritmetica di due punteggi:

⁶⁰ Refinitiv, sito web, www.refinitiv.com

⁶¹ Refinitiv, Maggio 2022, *Environmental, Social and Governance Scores from Refinitiv*, sito web, www.refinitiv.com

1. *ESG Score*: misura la performance ESG della società basandosi su dati pubblici e verificabili;
2. *ESG Controversies Score*: misura le controversie in tema ESG documentate dai media globali.

Il punteggio *Combined* è in grado di fornire una valutazione ommicomprensiva dell’impatto di sostenibilità della società oggetto di valutazione (*Figura 6*).

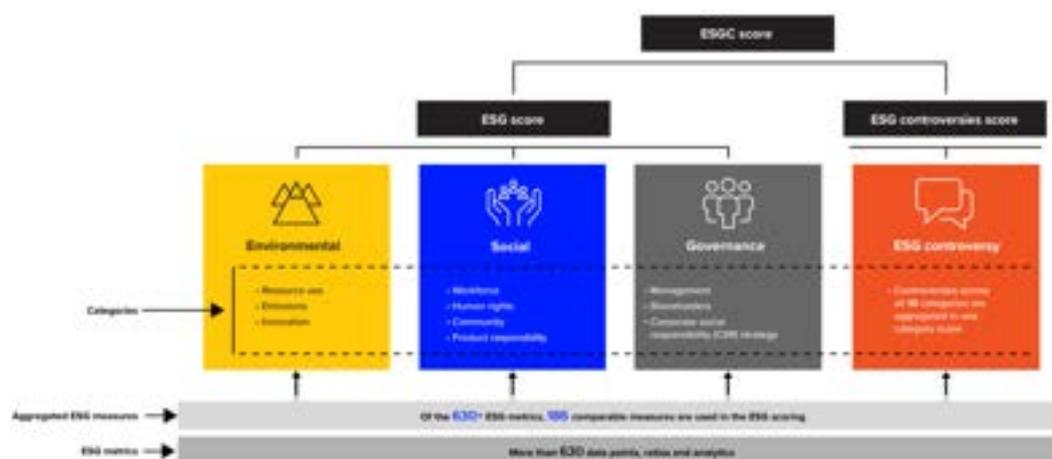


Figura 6: ESG Score, ESG Controversies Score e ESGC Score. Fonte: Refinitiv, 2022

3.2.1. ESG Score

Il punteggio ESG viene assegnato prendendo in considerazione più di 630 criteri di misurazione, differenziati per industria e settore, che sono raggruppati una prima volta in 186 criteri e una seconda volta in 10 categorie riassuntive, divise a loro volta tra i singoli *pillar* E, S e G (vedere *Figura 7*). Il punteggio ESG viene assegnato con un metodo basato su tre fattori:

1. Quante società sono peggiori (dal punto di vista ESG) rispetto alla società oggetto di valutazione? (Fattore a)
2. Quante società hanno il medesimo punteggio della società oggetto di valutazione? (Fattore b)
3. Quante società hanno un punteggio ESG? (Fattore c)

In formula:

$$score = \frac{Fattore\ a + \frac{Fattore\ b\ (inclusa\ la\ società\ valutata)}{2}}{Fattore\ c}$$

Refinitiv fornisce sia il punteggio ESG, come media ponderata delle 10 categorie, sia un punteggio per *pillar* (quindi E, S, G separatamente) dove il peso di ciascuna categoria viene ricalcolato in quanto punteggio a sé stante. Ad esempio, per quanto riguarda il settore acqua e utenze, il *pillar* E prevede 3 categorie: Emissioni, Innovazione e Uso delle risorse; quando viene calcolato il punteggio ESG, i pesi di queste categorie sono rispettivamente 15%, 13% e 15%. Quindi vuol dire che il *pillar* E pesa per il 43% sul punteggio ESG complessivo: gli altri *pillar* pesano per il 31% (S) e per il 26% (G). Quando si guarda al solo *E Score*, la somma del peso delle 3 categorie dovrà necessariamente risultare il 100% e dunque ecco che i pesi vengono ricalcolati una seconda volta: 35% Emissioni, 29% Innovazione e 35% Uso delle risorse (per un totale pari al 100%)⁶².

I pesi assegnati alle diverse categorie variano a seconda del settore e dell'industria: Refinitiv individua 61 settori. La particolarità è che, quando si guarda al solo *G Score*, i pesi delle 3 categorie (Management, Shareholders, CSR Strategy) sono costanti per tutti i settori, data la trasversalità dei temi: 67%, 20%, 13% rispettivamente. Quando si considera il punteggio ESG complessivo, ecco che i pesi delle 10 categorie variano da settore a settore.

In *Figura 7*, è fornita una rappresentazione schematica di quanto appena discusso.

È funzionale alla nostra analisi riportare qui i pesi assegnati da Refinitiv a ciascuna delle 10 categorie nel settore del food and beverage (in *Tabella 7* il settore beverage, in *Tabella 8* il settore food & drug retailing, in *Tabella 9* il settore food & tabacco).



Figura 7: Le 10 categorie. Fonte: Refinitiv, 2022

⁶² Decimali

Pillar	Categorie	E Score	S Score	G Score	ESG Score
E	Emission	42%			12%
	Innovation	14%			4%
	Resource Use	44%			13%
S	Human Rights		33%		15%
	Product Responsibility		27%		12%
	Workforce		23%		10%
	Community		18%		8%
G	Management			67%	17%
	Shareholders			20%	5%
	CSR Strategy			13%	3%
Totale		100%	100%	100%	100%

Tabella 7: Settore Beverage

Pillar	Categorie	E Score	S Score	G Score	ESG Score
E	Emission	46%			11%
	Innovation	21%			5%
	Resource Use	33%			8%
S	Human Rights		21%		10%
	Product Responsibility		32%		15%
	Workforce		26%		12%
	Community		21%		10%
G	Management			67%	20%
	Shareholders			20%	6%
	CSR Strategy			13%	4%
Totale		100%	100%	100%	100%

Tabella 8: Settore Food & Drug Retailing

Pillar	Categorie	E Score	S Score	G Score	ESG Score
E	Emission	45%			13%

	Innovation	9%			3%
	Resource Use	45%			13%
S	Human Rights		27%		12%
	Product Responsibility		30%		13%
	Workforce		24%		11%
	Community		19%		9%
G	Management			67%	17%
	Shareholders			20%	5%
	CSR Strategy			13%	3%
Totale		100%	100%	100%	100%

Tabella 9: Settore Food & Tobacco

3.2.2. ESG Controversies Score

Il punteggio ESG *Controversies* viene assegnato sulla base di 23 temi controversi appunto (vedere Tabella 3 a pagina 33); durante l'anno, se si verifica uno scandalo, la società viene penalizzata e questo impatta direttamente sul punteggio *Combined* (quello complessivo). Le conseguenze in termini di penalizzazione sul giudizio ESG possono permanere fino all'anno successivo se vi sono sviluppi sullo scandalo come cause legali, sentenze, eventuali sanzioni. Lo scandalo potrebbe impattare anche sulla capitalizzazione di mercato se la società è di grandi dimensioni (*large-cap companies*) in quanto la risonanza mediatica che esse subiscono rispetto a quelle di più piccole dimensioni (*smaller-cap companies*) è decisamente maggiore.

Vengono considerate le sole controversie verificatesi nel corso dell'ultimo anno fiscale concluso e nessuna controversia viene considerata due volte. Inoltre, alle società per le quali non è stata riscontrata alcuna controversia viene assegnato un punteggio pari a 100. In Tabella 10, vengono riportati il numero di punteggi pieni per anno: negli anni dal 2012 al 2020, sono più di 100 le società del campione che hanno ricevuto un punteggio pari a 100, il che significa che per esse non è stata riscontrata alcuna controversia.

Anni	Numero di punteggi pari a 100	Numero di punteggi diversi da 100 ⁶³
2008	58	15
2009	73	20
2010	86	25

⁶³ Come differenza tra 141 (numero delle società nel campione), il numero di punteggi pari a 100 e il numero di valori mancanti (per il numero di NA, fare riferimento alla Tabella 6 a pagina 39)

2011	97	27
2012	104	28
2013	110	31
2014	112	29
2015	125	16
2016	120	21
2017	113	28
2018	116	25
2019	103	36
2020	100	35
2021	98	28
2022	38	6

Tabella 10: Numero di punteggi pari a 100

3.2.3. ESG Combined Score

Il punteggio *ESG Combined* è calcolato come la media aritmetica tra *ESG Score* e *ESG Controversies*. Quando il punteggio *ESG Controversies* è più alto dell'*ESG Score*, allora *ESG Score* e *ESGC Score* coincidono. Viene fornito un esempio di seguito:

Scenario	ESG Controversies Score	ESG Score	ESGC Score
ESG Controversies > ESG Score	100	89	89
ESG Controversies < ESG Score	48	49	$(48+49)/2=48,5$

In *Figura 8*, è fornita una rappresentazione schematica della metodologia usata da Refinitiv per assegnare il punteggio ESGC.

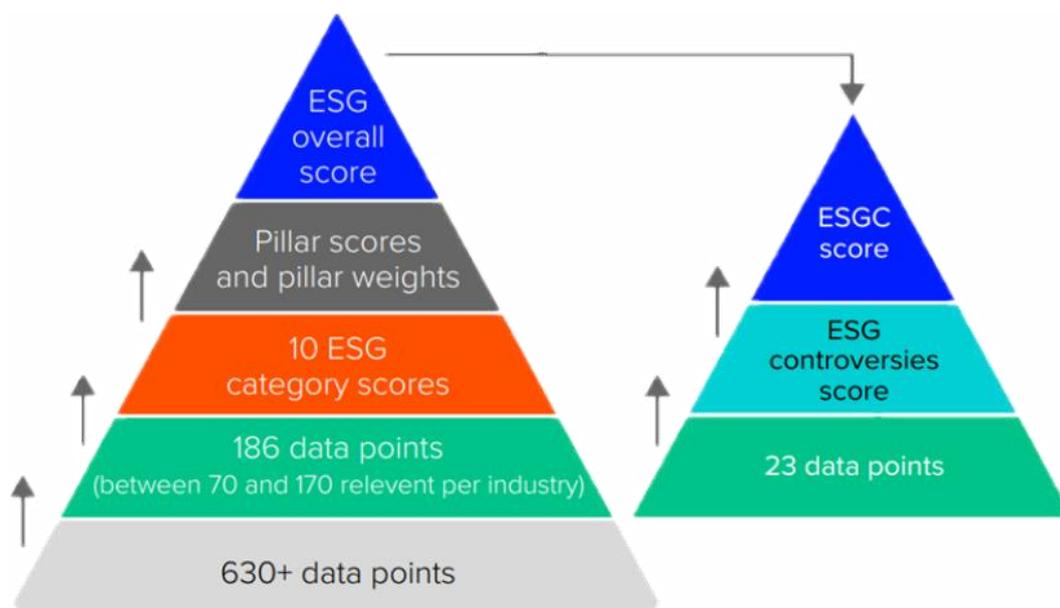


Figura 8: ESG Overall Score e ESGC Score. Fonte: Refinitiv, 2022

3.2.4. Le 10 categorie e la griglia di valutazione

Come illustrato in *Figura 7*, il *pillar Environmental* è diviso in tre categorie, il *pillar Social* in quattro e il *pillar Governance* in tre categorie, per un totale appunto di 10 categorie. I temi analizzati in ciascuna categoria sono riportati in *Tabella 11*.

Pillar	Categoria	Tema
Environmental	Emissions	Emissioni
		Spreco
		Biodiversità
		Sistemi di monitoraggio dell'impatto ambientale
	Innovation	Innovazione del prodotto
		Ricavi green, ricerca e sviluppo (R&D), spese in conto capitale (CapEx)
	Resource Use	Acqua
		Energia
		Packaging sostenibile
		Filiera ecosostenibile

Social	Community	Ugualmente considerato importante per ciascun gruppo industriale, dunque è assegnato un peso di 5 a tutte le società
	Human Rights	Diritti umani
	Product Responsibility	Marketing responsabile
		Qualità del prodotto
		Data privacy
	Workforce	Diversità ed inclusione
		Opportunità di crescita professionale e formazione
		Condizioni di lavoro
Salute e sicurezza		
Governance	Corporate Social Responsibility Strategy	Strategia CSR
	Management	Trasparenza e disponibilità di dati ESG
	Shareholders	Struttura interna (comitati, indipendenza, diversità)
		Retribuzione
		Diritti degli azionisti
		Strategie di difesa da takeover (acquisizioni)

Tabella 11: Temi

In Tabella 12, viene fornita una definizione per ciascuna delle 10 categorie.

Categoria	Definizione
ESG Emissions Reduction Score	Si misura l'impegno e l'efficacia della società rispetto alla riduzione delle emissioni ambientali durante i processi produttivi ed operativi
ESG Innovation Score	Riflette la capacità della società di ridurre i costi ambientali e gli oneri sui clienti, creando nuove opportunità di mercato attraverso nuove tecnologie ambientali e nuovi processi o prodotti ecologici
ESG Resource Use Score	Riflette la performance e la capacità di una società di ridurre l'uso di materiali, energia o acqua, e di trovare delle soluzioni più

	ecologiche attraverso un miglioramento del processo di produzione e distribuzione
ESG Community Score	Misura l'impegno della società nell'essere un buon cittadino, proteggendo la salute pubblica e rispettando l'etica del business
ESG Human Rights Score	Misura l'efficacia della società in termini del rispetto delle convenzioni sui diritti umani
ESG Product Responsibility Score	Riflette la capacità della società di produrre beni e servizi di qualità, integrando la salute e la sicurezza dei clienti, nonché l'integrità e la privacy
ESG Workforce Score	Misura l'efficacia della società nel fornire soddisfazione lavorativa e uno spazio di lavoro sano e sicuro, nel mantenere diversità ed eguali opportunità e nel creare opportunità per tutta la sua forza lavoro
ESG CSR Strategy Score	Riflette le azioni che una società mette in atto per comunicare come la dimensione economica, sociale e ambientale viene integrata nei processi decisionali di tutti i giorni
ESG Management Score	Misura l'impegno e l'efficacia della società rispetto all'implementazione dei principi di <i>best practice</i> a livello governance
ESG Shareholders Score	Misura l'efficacia della società rispetto ad un eguale trattamento degli azionisti e rispetto all'uso di strategie <i>anti-takeover</i>

Tabella 12: Definizione dei Category Scores. Fonte: da Refinitiv, 2020

Il punteggio ESGC viene assegnato su una scala da 0 a 100, a cui corrisponde anche un punteggio alfabetico da A+ a D- (Tabella 13).

Range numerico	Voto alfabetico	Descrizione
0,0 <= score <=0,083333	D-	"D" indica una debole performance ESG relativa e un insufficiente grado di trasparenza nella pubblicazione dei dati ESG
0,083333 < score <=0,166666	D	
0,166666 < score <=0,250000	D+	
0,250000 < score <=0,333333	C-	

0,333333 < score <=0,416666	C	“C” indica una soddisfacente performance ESG relativa e un moderato grado di trasparenza nella pubblicazione dei dati ESG
0,416666 < score <=0,500000	C+	
0,500000 < score <=0,583333	B-	“B” indica una buona performance ESG relativa e un grado di trasparenza nella pubblicazione dei dati ESG al di sopra della media
0,583333 < score <=0,666666	B	
0,666666 < score <=0,750000	B+	
0,750000 < score <=0,833333	A-	“A” indica un’eccellente performance ESG relativa e un alto grado di trasparenza nella pubblicazione dei dati ESG
0,833333 < score <=0,916666	A	
0,916666 < score <=1	A+	

Tabella 13: Punteggio ESG. Fonte: da Refinitiv, 2022

3.3. Il modello di regressione

Come abbiamo detto, il campione è formato da 141 società, sparse in tutto il mondo, per le quali sono state scaricate alcune variabili finanziarie nell’arco temporale 2008-2022. Questa struttura qualifica il dataset come *panel* perché le osservazioni si riferiscono a più soggetti per più periodi temporali (15 anni).

Prendendo come riferimento lo studio di Servaes e Tamayo (2013)⁶⁴ e quello di Aouadi e Marsat (2016)⁶⁵ (vedere Capitolo 2, paragrafo 2.1.1.), implementiamo un modello di regressione che veda come variabile dipendente la Tobin’s Q e come variabili indipendenti il logaritmo naturale degli assets, il leverage (rapporto debito/assets), il ROA (rapporto utile/assets) e il dividend yield. Le variabili sono state scaricate da DataStream⁶⁶ e sono definite nel modo seguente:

- Q di Tobin⁶⁷: approssima la performance finanziaria di una società; fu inventata dal premio Nobel per l’economia J. Tobin nel 1969⁶⁸. Refinitiv definisce la variabile di Tobin come il rapporto tra il valore di mercato della società e il valore contabile dei suoi assets. Come detto nel Capitolo 2, la Q di Tobin ha il vantaggio di essere una

⁶⁴ Servaes H., Tamayo A., 2013, *The Impact of Corporate Social Responsibility on Firm Value: The Role of Customer Awareness*

⁶⁵ Aouadi A., Marsat S., 2016, *Do ESG Controversies Matter for Firm Value? Evidence from International Data*

⁶⁶ Refinitiv, sito web, www.refinitiv.com

⁶⁷ Codice DataStream/Refinitiv: 170E

⁶⁸ Enciclopedia Treccani, sito web, www.treccani.it

misura di lungo periodo della capacità della società di trasformare i suoi assets in valore di mercato; infatti, è ragionevole pensare che un'impresa sia disposta ad impiegare risorse nell'elaborare una comunicativa e solida strategia di CSR, svantaggiando la profittabilità corrente, se nel lungo periodo questa ha un impatto positivo sul valore dell'impresa;

- Totale Attivo⁶⁹: somma del totale attivo corrente, crediti a lungo termine, investimenti in società controllate non consolidate, altri investimenti, immobili, impianti e macchinari, altre attività;
- Totale Debito⁷⁰: somma di debito a breve e lungo termine;
- ROA (*Return on Assets*)⁷¹:

$$\frac{[\text{Utile Netto} + (\text{Interessi Passivi sul Debito} - \text{Interessi Capitalizzati}) * (1 - \text{aliquota fiscale})]}{\text{Media del totale Attivo dell'anno corrente } n \text{ e dell'anno precedente } n - 1} * 100$$

- Dividend Yield⁷²: espressione del dividendo per azione come percentuale del prezzo dell'azione.

Della variabile assets, è stato computato il logaritmo naturale e la variabile così ottenuta viene chiamata *size* (dimensione dell'impresa). La Tobin's Q entra nella regressione in logaritmo naturale. Il leverage è stato computato "manualmente", rapportando il dato scaricato dalla banca dati di Totale Debito e Totale Assets. In *Tabella 14*, vengono indicate le principali statistiche descrittive, mentre la matrice di correlazione è in *Tabella 15*. Le variabili maggiormente correlate sono il leverage e la size (0,4073).

Variabile	Media	Mediana	SQM	Min	Max
Q di Tobin	1,75	1,32	1,70	0,0740	23,2
Size	15,0	15,0	1,49	7,66	19,3
Return On Assets	6,42	6,22	14,0	-228	378
Dividend Yield	2,76	1,85	14,0	0,000	414
Leverage	0,259	0,259	0,157	0,000	0,985

Tabella 14: Statistiche descrittive

	Q di Tobin	Size	Return On Assets	Dividend Yield	Leverage
Q di Tobin	1,0000				
Size	-0,2168	1,0000			
Return On Assets	0,1398	0,0796	1,0000		
Dividend Yield	-0,0585	0,0045	0,0035	1,0000	
Leverage	-0,2162	0,4073	-0,0366	0,0160	1,0000

Tabella 15: Matrice di correlazione, valore critico al 5% (per due code) = 0,0426 per n = 2115

⁶⁹ Codice DataStream/Refinitiv: WC02999

⁷⁰ Codice DataStream/Refinitiv: WC03255

⁷¹ Codice DataStream/Refinitiv: WC08326

⁷² Codice DataStream/Refinitiv: DY

I due principali modelli di regressione con dati panel sono il modello ad effetti fissi (*fixed effects*) e il modello ad effetto casuale (*random effects*). Specificatamente, il primo modello ha la capacità di analizzare i dati mantenendo costanti i periodi temporali e le unità del campione (cattura la variabilità tra le unità del campione); al contrario il secondo modello cattura la variabilità tra periodi e unità. Usando il modello ad effetti fissi, nessuna relazione statisticamente significativa emerge tra performance finanziaria e CSR: in Servaes e Tamayo (2013)⁷³ si osserva che, se la maggior parte della variabilità nei dati è *cross-sectional* (ovvero tra le società nel campione su base annuale) e, al contrario, se ne osserva poca nei dati *time-series* (per una stessa società sull'intero arco temporale), vi è il rischio che il modello ad effetti fissi essenzialmente rimuova la variabilità che è obiettivo stesso indagare e spiegare. Per maggiore chiarezza, si osservi la *Tabella 16*: i dati mostrano una deviazione standard *cross-sectional* relativa all'*ESG Combined Score* doppia rispetto a quella *time-series*. Dunque, non dovrebbe sorprendere se il modello così implementato non mostri alcuna relazione tra CSR e la performance finanziaria. Il modello ad effetti fissi è stato implementato e, come osservato nello studio, l'*ESG Score*, così come anche l'*ESG Combined Score*, (approssimazione della *Corporate Social Responsibility*) non risulta statisticamente significativo.

Anni	Dev. Standard
2008	20,45916228
2009	20,45916228
2010	20,45625905
2011	20,45157126
2012	20,44756032
2013	20,44346369
2014	20,44025785
2015	20,43999887
2016	20,43849507
2017	20,44548586
2018	20,44970387
2019	20,45269693
2020	20,45762231
2021	20,45762231
2022	20,45762231
Media della Dev. Standard time-series	11,77762805

Tabella 16: Deviazione Standard cross-sectional e time-series dell'ESG Combined Score

Seguendo il procedimento riportato da Servaes e Tamayo (2013) nel paragrafo 4.2., si calcola, per ogni società del campione, la deviazione standard *time-series* dell'*ESG Combined Score*, dunque dal 2008 al 2022 e, successivamente, si calcola la media dei dati così ottenuti. Essa è riportata nell'ultima riga della tabella. Tale dato viene confrontato con la deviazione standard *cross-sectional*, ottenuta su base annuale per tutto il campione. Quest'ultimo dato è riportato nella seconda colonna della tabella. Per la deviazione standard *time-series* delle 141 società appartenenti al campione, consultare l'Appendice a fine elaborato.

⁷³ Servaes H., Tamayo A., 2013, *The Impact of Corporate Social Responsibility on Firm Value: The Role of Customer Awareness*

È stata computata la deviazione standard *cross-sectional* e *time-series* solo dell'*ESG Combined Score* perché per Refinitiv costituisce il dato più completo essendo la media aritmetica dell'*ESG Score* e dell'*ESG Controversies Score*; si è tralasciato l'*ESG Score* perché si ricorda che la metodologia di Refinitiv vuole che, quando l'*ESG Controversies* è maggiore dell'*ESG Score*, allora l'*ESGC Score* è uguale all'*ESG Score*. I risultati, dunque, non si sarebbero discostati in maniera significativa e si sarebbe giunti alle medesime conclusioni.

La soluzione, dunque, è implementare il modello standard di regressione, ovvero il modello OLS (*Ordinary Least Squares*), come d'altra parte è stato fatto nello studio. Sono state aggiunte le variabili dummy di settore e di paese, come mostrato in Aouadi e Marsat; inoltre, le variabili indipendenti sono state tutte ritardate di un anno e sono stati inseriti errori standard robusti.

Nel prossimo capitolo, vengono illustrati e commentati i risultati empirici che sono emersi.

Capitolo 4

Risultati empirici

Nel precedente capitolo, è stata illustrata la metodologia che consente alla società Refinitiv di assegnare il punteggio ESG a circa l'85% della capitalizzazione globale. Sono stati presentati due studi importanti che costituiscono, in tale elaborato, punto di riferimento per il lavoro di ricerca qui condotto.

In tale capitolo, verranno illustrati e commentati i risultati ottenuti dai modelli di regressione implementati: la variabile dipendente rimane la Q di Tobin (in logaritmo naturale), mentre la variabile indipendente principale sarà differente, passando in rassegna il punteggio *ESG Score* e quello *Combined*, i punteggi per *pillar* E, S, G e anche quelli sotto *pillar* (cioè quelli che si riferiscono alle 10 categorie in base alle quali viene assegnato il punteggio di sostenibilità; vedere Capitolo 3 paragrafo 3.2.4.).

Il modello implementato è quello OLS, con dummy settoriali e di paese, con errori standard robusti e le variabili indipendenti ritardate di un anno. Il software econometrico usato in tale elaborato è Gretl⁷⁴.

Considerando che obiettivo di tale elaborato è quello di indagare le divergenze nel mondo ESG e riflettere su quali possano essere le cause di tali divergenze, è stato ritenuto fondamentale e propedeutico ad una completa e approfondita analisi effettuare il medesimo lavoro econometrico con i punteggi di sostenibilità forniti da altre due banche dati, da decenni consolidate nel mondo economico-finanziario, di cui si parlerà successivamente all'interno di questo capitolo: Bloomberg⁷⁵ e Truvalue Labs⁷⁶, una società di Factset.

4.1. Refinitiv

Verranno qui presentati i risultati che riguardano la relazione tra performance finanziaria e punteggi di sostenibilità forniti da Refinitiv.

⁷⁴ gretl.sourceforge.net

⁷⁵ www.bloomberg.com

⁷⁶ www.factset.com

4.1.1. Esg Score e Esg Combined

In *Tabella 17*, sono riportati i valori dei coefficienti della regressione che vede come variabile dipendente la Q di Tobin e come variabili indipendenti principali l'*ESG Score* nella seconda colonna e l'*ESG Combined Score* nella terza colonna. Per una corretta lettura dell'output, gli asterischi indicano il livello di significatività dei coefficienti:

- * indica che il coefficiente è significativo ad un livello di significatività pari al 10%;
- ** indica che il coefficiente è significativo ad un livello di significatività dell'5%;
- *** indica che il coefficiente è significativo ad un livello di significatività dello 1%.

Come è possibile notare, emerge una relazione positiva e statisticamente molto significativa tra l'*ESG Score* e la performance finanziaria: il coefficiente, pari a 0,0044, indica che l'aumento di un punto nell'*ESG Score* è associato ad un aumento dello 0,0044 nel computo della Q di Tobin e dunque della performance finanziaria (*ceteris paribus*, ovvero a parità di altre condizioni). Questo è in linea con quanto ci si aspetta e con quanto trattato fino ad ora: questo ci consente di affermare che, nel settore del food and beverage, a livello internazionale, un aumento del giudizio di sostenibilità ha dei benefici in termini di migliore performance finanziaria sul mercato. Altre relazioni statisticamente significative sono la *size*, il *leverage* e il *dividend yield*, mentre il ROA non è statisticamente significativo. I segni delle variabili sono coerenti con quanto emerge nello studio di Aouadi e Marsat (2016): impattano negativamente la *size*, il *dividend yield* e il *leverage* e anche questo è in linea con l'impianto teorico classico per cui una maggiore dimensione dell'attivo, un maggior rendimento azionario o un maggior indebitamento riducono il rapporto tra il valore di mercato dell'impresa e il valore contabile dei suoi assets. È positiva, invece, la relazione tra Q di Tobin e l'indicatore *Return On Assets*, indicando quest'ultimo la redditività complessiva degli assets di una impresa. Altro valore importante è l' R^2 che indica la bontà del modello: un valore pari a 0,4579 significa che il 45,79% della variabilità della Q di Tobin è spiegata dalla variabilità dei regressori scelti in questo modello. Per quanto riguarda la relazione tra Q di Tobin e *ESG Combined Score*, essa è positiva e statisticamente significativa al 5%; questa è un'ulteriore conferma dell'impatto positivo che la sostenibilità socio-ambientale ha nel settore del food and beverage in termini economico-finanziari. Il commento rispetto alle altre variabili rimane invariato al precedente.

Variabili	Coefficienti	
	ESG Score	ESG Combined Score
Costante	2,14813*** (0,472611)	1,97631*** (0,504203)
Score	0,00448003*** (0,00162566)	0,00353450** (0,00151831)
Size_1	-0,112478*** (0,0300468)	-0,0972487*** (0,0315912)
Return On Assets_1	0,00290272 (0,00530574)	0,00283081 (0,00525680)
Dividend Yield_1	-0,0251916* (0,0134012)	-0,0239688* (0,0133059)
Leverage_1	-0,799392*** (0,233337)	-0,792850*** (0,231304)
Dummy settore	Si	Si
Dummy paese	Si	Si
Errori standard robusti	Si	Si
R²	0,457919	0,454117
Numero di osservazioni	1759	1759

Tabella 17: Modello Pooled OLS; variabile dipendente $\ln(Q$ di Tobin)

La Tabella 17 presenta i risultati ottenuti utilizzando il modello OLS. La seconda colonna contiene l'output di una regressione che pone la Q di Tobin (in logaritmo naturale) come variabile dipendente e l'ESG Score come variabile principale indipendente; nella terza colonna, la regressione pone l'ESG Combined Score come variabile principale indipendente. Le variabili di controllo impiegate sono da riferirsi tutte ritardate di un anno e sono: il logaritmo del totale attivo, il ROA, il dividend yield e il leverage. Inoltre, sono state utilizzate la dummy settoriale e la dummy paese. Anche l'ESG Score è ritardato di un anno. Gli errori standard sono di tipo HAC, dunque consistenti per l'eteroschedasticità e per l'autocorrelazione e sono indicati tra parentesi.

***, **, * indicano una significatività statistica rispettivamente dell'1%, del 5% e del 10%.

4.1.2. Pillar E, S, G

In Tabella 18, è riportato il risultato della regressione OLS che vede come principale variabile indipendente l'E Score nella seconda colonna, il S Score nella terza colonna e il G Score nella quarta colonna; dunque, il punteggio ESG è stato scomposto nei suoi *pillar* al fine di comprendere quale dei tre pilastri manifesta la relazione statisticamente più significativa e maggiormente impattante. Il pilastro ambientale e sociale è variabile statisticamente molto significativa (ad un livello di significatività dell'1%) e impatta positivamente sulla performance di mercato delle società appartenenti al settore del food and beverage; tra i due pilastri, l'S Score risulta avere un coefficiente maggiore rispetto al punteggio ambientale, risultando dunque maggiormente impattante sulla variabile dipendente.

Variabili	Coefficienti		
	E	S	G
Costante	2,11449*** (0,485652)	2,24589*** (0,458516)	1,81786*** (0,517135)
Pillar	0,00386414*** (0,00129040)	0,00476955*** (0,00134517)	-0,00103326 (0,00119400)
Size_1	-0,111691*** (0,0305888)	-0,119743*** (0,0287667)	-0,0720051** (0,0310061)
Return On Assets_1	0,00277529 (0,00527381)	0,00302218 (0,00535517)	0,00286630 (0,00521559)
Dividend Yield_1	-0,0243118* (0,013091)	-0,0264912* (0,0134450)	-0,0213603*** (0,0129577)
Leverage_1	-0,794379*** (0,229566)	-0,778702*** (0,229295)	-0,705799*** (0,231580)
Dummy settore	Si	Si	Si
Dummy paese	Si	Si	Si
Errori standard robusti	Si	Si	Si
R²	0,461967	0,463981	0,447044
Numero di osservazioni	1759	1759	1759

Tabella 18: Modello Pooled OLS; variabile dipendente $\ln(Q$ di Tobin)

La Tabella 18 presenta i risultati ottenuti utilizzando il modello OLS. Ogni colonna contiene l'output di una regressione che pone la Q di Tobin (in logaritmo naturale) come variabile dipendente e il pillar score come variabile principale indipendente (uno per ogni colonna). Le variabili di controllo impiegate sono da riferirsi tutte ritardate di un anno e sono: il logaritmo del totale attivo, il ROA, il dividend yield e il leverage. Inoltre, sono state utilizzate la dummy settoriale e la dummy paese. Anche l'ESG Score è ritardato di un anno. Gli errori standard sono di tipo HAC dunque consistenti per l'eteroschedasticità e per l'autocorrelazione e sono indicati tra parentesi.

***, **, * indicano una significatività statistica rispettivamente dell'1%, del 5% e del 10%.

Questo vuol dire che l'attenzione che le società pongono nei confronti di temi di tipo ambientale e sociale, nel settore del food and beverage, viene ricompensata da una migliore performance di mercato, esattamente di 0,0039 per il pilastro ambientale e di 0,0048 per il pilastro sociale (ad ogni aumento unitario del punteggio di pilastro). Questo è in linea con le caratteristiche del settore, laddove la sostenibilità della catena di produzione e distribuzione, la sostenibilità e l'innovazione del prodotto e del suo packaging e l'uso delle risorse sono temi ambientali di primaria importanza, così come i temi di carattere sociale come il rapporto con la comunità, il luogo di lavoro, il rispetto dei diritti umani e la qualità del prodotto distribuito. Un punteggio alto di questi pilastri, che dimostra la piena sostenibilità dell'impresa, si traduce in un risultato di mercato maggiore in tale settore. Come è possibile notare dall'output di regressione, il *pillar G* non risulta essere una variabile statisticamente significativa.

4.1.3. Sotto pillar E e S

In *Tabella 19*, sono riportati i risultati della regressione OLS che pone come variabile indipendente principale le 10 categorie definite da Refinitiv e riportate in *Tabella 12* (vedere Capitolo 3 paragrafo 3.2.4.). La regressione è stata effettuata per le categorie appartenenti al *pillar* ambientale e sociale, dato che il *pillar G* è risultato non statisticamente significativo. Tutti i sotto *pillar* risultano statisticamente significativi; quello che impatta maggiormente, con un coefficiente pari a 0,0047 è il *WorkForce Score*, mentre quello che impatta in misura inferiore è quello relativo alla responsabilità del prodotto, con un coefficiente pari a 0,002.

Variabili	Coefficienti						
	Resource Use Score	Emissions Score	Innovation Score	Workforce Score	Human Rights Score	Community Score	Product Responsibility Score
Costante	1,99211*** (0,497228)	2,07006*** (0,490132)	2,08309*** (0,469636)	2,07166*** (0,457822)	2,20810*** (0,513354)	2,07242*** (0,481425)	1,93636*** (0,483270)
Pillar	0,00264153** (0,00115118)	0,00329168*** (0,00108212)	0,00236395** (0,000972835)	0,00466849*** (0,00118525)	0,00235492*** (0,000807803)	0,00321682*** (0,00121102)	0,00196872* (0,00112782)
Size_1	-0,0995156*** (0,0307845)	-0,106061*** (0,0305928)	-0,0968896*** (0,0285792)	-0,114494*** (0,0280204)	-0,106270*** (0,0319917)	-0,0973054*** (0,0292215)	-0,0905147*** (0,0288646)
Return On Assets_1	0,00285620 (0,00529199)	0,00267490 (0,00521653)	0,00301427 (0,00529151)	0,00272946 (0,00516925)	0,00304567 (0,00534158)	0,00276294 (0,00518956)	0,00296012 (0,00529932)
Dividend Yield_1	-0,0257521* (0,0130954)	-0,0248249* (0,0126793)	-0,0232977* (0,0127368)	-0,0279608** (0,0130498)	-0,0253495** (0,0127406)	-0,0286412** (0,0134291)	-0,0243690* (0,0131326)
Leverage_1	-0,765703*** (0,230310)	-0,805002*** (0,229153)	-0,731911*** (0,229855)	-0,766524*** (0,228061)	-0,714922*** (0,227991)	-0,811826*** (0,232787)	-0,770869*** (0,234799)
Dummy settore	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
Dummy paese	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
Errori standard robusti	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
R²	0,455337	0,462106	0,455776	0,472401	0,455214	0,457004	0,451500
Numero di osservazioni	1763	1763	1763	1763	1763	1763	1763

Tabella 19: Modello Pooled OLS; variabile dipendente $\ln(Q$ di Tobin)

La Tabella 19 presenta i risultati ottenuti utilizzando il modello OLS. Ogni colonna contiene l'output di una regressione che pone la Q di Tobin (in logaritmo naturale) come variabile dipendente e i sotto pillar della E e della S come variabile principale indipendente (uno per ogni colonna). Le variabili di controllo impiegate sono da riferirsi tutte ritardate di un anno e sono: il logaritmo del totale attivo, il ROA, il dividend yield e il leverage. Inoltre, sono state utilizzate la dummy settoriale e la dummy paese. Anche l'ESG Score è ritardato di un anno. Gli errori standard sono di tipo HAC dunque consistenti per l'eteroschedasticità e per l'autocorrelazione e sono indicati tra parentesi.

***, **, * indicano una significatività statistica rispettivamente dell'1%, del 5% e del 10%.

4.2. Bloomberg

Bloomberg⁷⁷ è leader nel mercato dell'informazione finanziaria e dell'analisi dei dati con il suo Terminal utilizzato da università, banche e da altri player del mercato finanziario. Uno dei servizi che offre è proprio quello di *provider* di informazioni e *score* ESG: l'obiettivo è quello di fornire informazione che sia trasparente, flessibile e comparabile. Copre l'88% della capitalizzazione globale, valutando circa 15000 società in più di 100 paesi sulla base di più di 5000 criteri di sostenibilità, con dati storici che coprono un arco temporale di 16 anni⁷⁸.

Il processo che porta gli analisti di Bloomberg ad analizzare e usare i dati ESG si compone di 5 step (vedere *Figura 9*):

1. Ricerca: vengono monitorate e consultate tutte le fonti di informazioni come, ad esempio, i report di *Corporate Responsibility*, i report annuali, i sondaggi per i membri del *Bloomberg Gender-Equality Index* (GEI), dichiarazioni e comunicazioni ufficiali, siti web, standard di trasparenza e di informazione, regolamenti ufficiali (come, ad esempio, la *EU Taxonomy* (vedere Capitolo 1, paragrafo 1.4.);
2. Acquisizione: vengono acquisite informazioni e dati provenienti da più di 25 tipologie di documenti pubblici, inclusi anche quelli provenienti da terze parti;
3. Trasformazione: prima che tali dati vengano pubblicati, essi vengono standardizzati per garantire una facile comparazione tra diverse società, settori, regioni geografiche e periodi temporali;
4. Validazione: i dati vengono validati se sono conformi agli standard previsti; quando non lo sono, vengono scorporati e divisi per essere validati singolarmente;
5. Supporto alla pubblicazione: una volta pubblicati, i dati vengono sottoposti ad una verifica sofisticata e automatizzata che può essere mensile o giornaliera.



Figura 9: Fasi operative di Bloomberg. Fonte: Bloomberg Terminal ESG (2023)

⁷⁷ www.bloomberg.com

⁷⁸ Bloomberg Terminal ESG, 2023

I dati così ottenuti possono essere ora analizzati per rilasciare punteggi di sostenibilità, modelli, stime e per comprendere meglio il framework regolatorio e aspetti specifici di taluni settori.

La particolarità di Bloomberg è che fornisce due tipologie di punteggi ESG: uno è il punteggio *ESG Disclosure Score*, che è possibile recuperare dal Terminal, e che è disponibile sia nella versione combinata ESG, sia per *pillar*. Tale punteggio viene assegnato secondo una scala che va da 0 a 100 (come Refinitiv), con l'obiettivo di renderlo confrontabile con gli *score* rilasciati da altri *provider* che usano la medesima scala numerica. L'altro punteggio disponibile è il *Bloomberg ESG Score* o BESG, introdotto e disponibile solo dal 2015, che può assumere valori da 0 a 10 e di cui si parlerà più avanti in questo capitolo al fine di far emergere le divergenze tra il *provider* Refinitiv e il *provider* Bloomberg, che seppure si riferiscano a questi soli due *provider*, possono essere rappresentative della soggettività che attualmente permea questo mercato.

Come detto precedentemente, al fine di fornire una completa e approfondita analisi delle divergenze nel mondo ESG, il lavoro empirico, precedentemente svolto nel paragrafo 4.1., viene qui ripetuto in maniera del tutto analoga, sostituendo ai punteggi di Refinitiv quelli di Bloomberg e confrontando i risultati.

4.2.1. I risultati

In *Tabella 20*, sono riportati i risultati della regressione OLS effettuata nel paragrafo 4.1.1. e 4.1.2.: la differenza consiste nel fatto che la variabile indipendente principale è il punteggio di sostenibilità rilasciato dalla banca dati Bloomberg. Il fine è quello di verificare che i risultati si ripetano in maniera per lo più simile per diversi *provider*.

I risultati confermano la significatività del punteggio ESG di Bloomberg sulla variabile dipendente *Q* di Tobin: il coefficiente è pari a 0,005, maggiore rispetto allo 0,0045 di Refinitiv. I risultati per i singoli *pillar* sono analoghi a quelli emersi nel paragrafo precedente: *pillar E* e *pillar S* risultano essere statisticamente significativi, mentre il *pillar G* non è statisticamente significativo; si conferma, inoltre, che il *pillar S* è quello maggiormente incisivo sulla performance finanziaria delle società, con un coefficiente pari a 0,0054. I segni delle altre variabili indipendenti di controllo coincidono con i risultati precedenti; è interessante notare come il ROA diventi variabile statisticamente significativa quando la variabile indipendente principale è l'*E Score* e il *S Score*.

Variabili	Coefficienti			
	ESG Score	E Score	S Score	G Score
Costante	1,94348*** (0,473736)	2,08445*** (0,611201)	2,06408*** (0,622463)	1,76538*** (0,507616)
Pillar	0,00503727** (0,00201648)	0,00345051*** (0,00116423)	0,00537326*** (0,00189312)	0,00124140 (0,00210631)
Size_1	-0,0996300*** (0,0298072)	-0,110787*** (0,0355661)	-0,108519*** (0,0360895)	-0,0786915** (0,0305924)
Return On Assets_1	0,00252559 (0,00518318)	0,0215488*** (0,00785664)	0,0213639*** (0,00790750)	0,00241831 (0,00514713)
Dividend Yield_1	-0,0122377*** (0,00172984)	-0,0109095*** (0,00288124)	-0,0108878*** (0,00285926)	-0,0122373*** (0,00168941)
Leverage_1	-0,866871*** (0,221878)	-0,595523*** (0,218271)	-0,571617*** (0,218593)	-0,872596*** (0,222135)
Dummy settore	Si	Si	Si	Si
Dummy paese	Si	Si	Si	Si
Errori standard robusti	Si	Si	Si	Si
R²	0,454923	0,523676	0,522721	0,447662
Numero di osservazioni	1824	1818	1818	1824

Tabella 20: Modello Pooled OLS; variabile dipendente $\ln(Q$ di Tobin)

La Tabella 20 presenta i risultati ottenuti utilizzando il modello OLS. Ogni colonna contiene l'output di una regressione che pone la Q di Tobin (in logaritmo naturale) come variabile dipendente e il punteggio complessivo e per pillar come variabile principale indipendente (uno per ogni colonna). Le variabili di controllo impiegate sono da riferirsi tutte ritardate di un anno e sono: il logaritmo del totale attivo, il ROA, il dividend yield e il leverage. Inoltre, sono state utilizzate la dummy settoriale e la dummy paese. Anche l'*ESG Score* è ritardato di un anno. Gli errori standard sono di tipo HAC dunque consistenti per l'eteroschedasticità e per l'autocorrelazione e sono indicati tra parentesi.

***, **, * indicano una significatività statistica rispettivamente dell'1%, del 5% e del 10%.

4.2.2. Come Bloomberg assegna l'ESG Score

Come preannunciato, Bloomberg rende disponibile due tipologie di punteggi ESG:

- *ESG Disclosure Score*
- *Bloomberg ESG Score*

Il primo è stato introdotto nel 2010, ma disponibile a partire dall'anno 2008 e può assumere valori da 0 a 100; si basa esclusivamente su quanto riportato pubblicamente dalle società e le caratteristiche principali sono l'equi ponderazione dei *pillar* E, S e G (che dunque hanno un peso pari al 33% ciascuno) e dei sotto *pillar*. L'altra caratteristica è che non ci sono differenze settoriali o di paese e dunque, laddove un determinato criterio non si applica a tutti i settori, la società semplicemente ottiene un punteggio pari a 0. In *Tabella 21*, sono riportati i *pillar* e i sotto *pilar* con i rispettivi pesi espressi in percentuale.

Pillar	Sotto pillar	Temi
Environmental (33%)	Air Quality (4,78%)	Emissioni
	Climate Change (4,70%)	Emissioni
	Ecological & Biodiversity Impacts (4,79%)	Numero, importo e altre caratteristiche delle sanzioni ambientali
	Energy (4,73%)	Uso di risorse rinnovabili, uso di energia elettrica, combustibili fossili, politiche di efficientamento
	Materials & Waste (4,74%)	Spreco dei materiali, uso di materiali ecosostenibili e riciclabili
	Supply Chain (4,79%)	Management
	Water (4,79%)	Consumo
Social (33%)	Community & Customers (5,53%)	Diritti umani, politica contro il lavoro minorile, privacy dei clienti, numero di reclami, spese a favore della comunità
	Diversity (5,49%)	Uguali opportunità, numero di donne, di minori e disabili a vari livelli,
	Ethics & Compliance (5,57%)	Donazioni politiche, policy anticorruzione, codice etico
	Health & Safety (5,58%)	Fatalità, policy, indici di salute e sicurezza sul posto di lavoro
	Human Capital (5,55%)	Numero di dipendenti, policy di training, politica di remunerazione, percentuale di turnover,
	Supply Chain (5,54%)	Gestione della catena, numero di controlli effettuati

Governance (33%)	Audit Risk & Oversight (4,17%)	Dimensione del comitato audit, numero di meetings, percentuale di presenze
	Board Composition (4,16%)	Dimensione, numero di meeting all'anno, presenze, numero di manager, numero di esecutivi e non esecutivi
	Compensation (4,16%)	Policy, trasparenza, numero di amministratori nel comitato
	Diversity (4,17%)	Età media del Board, numero di donne, età dell'amministratore più giovane e più vecchio
	Independence (4,18%)	Numero di amministratori indipendenti
	Nominations & Governance Oversight (4,18%)	Dimensione del comitato, numero di meetings
	Sustainability Governance (4,18%)	Training CSR dei dipendenti
	Tenure (mandato) (4,18%)	Durata del mandato

Tabella 21: Pillar, Sotto Pillar e Temi dell'ESG Disclosure Score e relativi pesi

Il secondo punteggio fornito dalla banca dati è il *Bloomberg ESG Score* (BESG), introdotto e disponibile a partire dal 2015, il cui approccio viene definito “*bottom-up and model driven*”⁷⁹ basato su informazione esclusivamente pubblica e rilasciata dalle società stesse che si traduce in un *framework* complessivo di scoring trasparente, parametrico e basato su regole oggettive e ben precise. I punti chiave di tale metodologia sono i seguenti:

- Input qualitativi che provengono da analisti e esperti del settore che si impegnano nell'identificare temi e criteri di valutazione specifici per ciascun settore e industria
- Tecniche statistiche e di analisi dei dati per identificare campioni di riferimento
- Analisi fattoriale con il fine di identificare specifici temi (*issue*) di tipo ambientale e sociale
- Incentivi per migliorare la trasparenza e il grado di informazione in modo tale che il miglior punteggio rifletta sia una buona performance di sostenibilità sia un buon livello di *disclosure*

Lo *score* fornito da Bloomberg è strutturato gerarchicamente: alla base, vi sono temi e criteri di valutazione (*ESG data fields*) sia di tipo qualitativo che quantitativo che vengono aggregati, ad un primo livello, in *Sub-Issue* e questi ultimi aggregati, ad un secondo livello, in *Issue*. La lista di *Issue* identifica i *pillar* E, S e G. Gli *Issue* e i *Sub-Issue* si diversificano a seconda dell'industria e del settore: vengono di seguito riportati, in *Tabella 22*, quelli riferiti al settore del food and

⁷⁹ Bloomberg ESG, 2023, *Environmental and Social Scores*

beverage che Bloomberg divide in tre sottosettori (Packaged Foods, Alcoholic Beverages e Non-Alcoholic Beverages).

Pillar	Issue	Sub-Issue
Environmental	Energy Management	Consumo di energia
		Energia rinnovabile
	Environmental Supply Chain Management	Rispetto della sostenibilità della catena di produzione e distribuzione
		Approvvigionamento di risorse sostenibili
	Sustainable Product	Prodotti green
	Waste Management	Spreco di cibo
		Produzione rischiosa di spreco
		Riciclo rischioso di spreco
	Water Management	Spreco di acqua
		Uso di acqua
Policy sull'uso dell'acqua		
Social	Customer Welfare	Sicurezza e salute del cliente
	Marketing & Labeling	Pratiche di marketing
		Etichettatura del prodotto
	Occupational Health & Safety Management	Fatalità
		Multe sulla sicurezza e sulla salute
		Policy sulla sicurezza e sulla salute
		Incidenti sulla sicurezza
	Product & Quality Management	Sicurezza e qualità del prodotto
Social Supply Chain Management	Compliance sull'aspetto sociale della catena di produzione e distribuzione	

Tabella 22: Pillar, Issue e Sub-Issue del settore food and beverage⁸⁰

⁸⁰ Bloomberg ESG, 2023, *Environmental and Social Scores*

Al fine di comprendere meglio cosa misuri ciascun issue, si fornisce una descrizione più completa nella tabella sottostante (Tabella 23).

Issue	Descrizione
Energy Management	Il consumo di energia, nel settore del <i>food and beverage</i> , costituisce una delle principali voci di costo per diversi processi quali cottura, refrigerazione, aria compressa, imballaggio. Secondo la <i>European Environmental Agency</i> (EEA), il settore considerato è in grado di ridurre l'uso di energia e a seguire i costi entro il 2050 con ottimismo.
Environmental Supply Chain Management	Il settore presenta un'importante rete di fornitori, dai piccoli produttori agricoli alle grandi imprese agricole, così come imprese di imballaggio e imbottigliamento. Fornitori che implementano pratiche non sostenibili possono danneggiare l'ambiente con costi a carico del settore progressivamente crescenti. Da qui, la necessità che le imprese richiedano di mitigare tali costi attraverso la riduzione dell'impatto ambientale e di essere in regola con le normative del settore.
Sustainable Product	Il packaging risulta essere una parte fondamentale nel settore del <i>food and beverage</i> e così anche l'inquinamento da plastica. Per questo, c'è crescente pressione regolatoria a che si sostituisca l'imballaggio di plastica con altri materiali meno impattanti sull'ambiente.
Waste Management	Si tratta del processo di smaltimento dei rifiuti o in discarica o attraverso gli inceneritori. Sono processi che per le imprese producono solo voci di costi e nessuna voce di ricavo, ma con un enorme impatto ambientale che a loro stesse va imputato.
Water Management	L'uso di acqua pulita risulta vitale in tale settore perché ingrediente di base nel settore del <i>beverage</i> e utilizzata nelle colture nel settore del <i>food</i> . Se non adeguatamente controllata e gestita, essa può venire sprecata e portare a ingenti costi per le imprese, oltre all'impatto ambientale, dato che il WWF stima che entro il 2030 la domanda supererà l'offerta del 40%.
Customer Welfare	C'è una crescente attenzione dell'opinione pubblica per prodotti che siano a basso contenuto di grassi, ipocalorici, senza glutine e senza zuccheri o con un limitato quantitativo di questi, soprattutto dopo la -pandemia da Covid-19 che ci ha sensibilizzato maggiormente rispetto a problemi di salute come l'obesità. Secondo <i>McKinsey</i> , il 25-30% dell'EBITDA delle imprese che operano in tale settore potrebbe essere a rischio in mancanza di una diversificazione della gamma di prodotti verso cibi e bevande più salutari da un punto di vista nutritivo ed energetico.
Marketing & Labeling	Nel settore del <i>food and beverage</i> , la regolamentazione in materia di marketing ed etichettatura è molto stringente, garantendo la massima trasparenza e sicurezza per i consumatori. Ad esempio, la <i>US Food and Drug Administration</i> (FDA) ha emanato delle specifiche linee guida per l'etichettatura e il marketing, allineandosi con il <i>Nutrition Labeling and</i>

	<i>Education Act</i> (NLEA). Il mancato rispetto delle normative può portare a sanzioni ingenti.
Occupational Health & Safety Management	I problemi maggiori nel settore del <i>beverage</i> riguardano incidenti con l'uso di macchine, incidenti stradali durante le consegne su strada, esposizione a prodotti chimici o liquidi ad alta temperatura, nonché incidenti durante processi di manutenzione. Nel settore del <i>food</i> , gli incidenti possono riguardare i processi di produzione dato l'utilizzo di macchine e l'esposizione a prodotti chimici. La scarsa attenzione nei confronti della sicurezza dei lavoratori può portare a costi legali, costi legati alla catena di produzione e distribuzione che, ad ultimo, possono riversarsi sui consumatori finali.
Product & Quality Management	La scarsa qualità del prodotto in tale settore può danneggiare l'immagine dell'impresa in modo talvolta irreversibile, senza considerare i costi legali diretti e quelli relativi ad un eventuale ritiro dal mercato di un prodotto. Si stima che la media dei costi finanziari legati al ritiro dal mercato di un prodotto sia di 9.2 milioni di dollari, tra costi legali, danno d'immagine e future vendite ridotte. Per ridurre incidenti di questo genere, la <i>U.S. Food and Drug Administration</i> raccomanda alle imprese e ai fornitori che intrattengono rapporti con terze parti di svolgere ispezioni sul luogo.
Social Supply Chain Management	Data l'interdipendenza del settore del <i>food and beverage</i> con quello agricolo, vi è particolare attenzione a che gli standard etico sociali vengano rispettati (Codici di Condotta) e il mancato rispetto può generare costi legali, ma anche costi legati all'interruzione della catena del valore a causa di interruzioni o modifiche contrattuali.

Tabella 23: Descrizione degli Issue ambientali e sociali⁸¹

La particolarità di Bloomberg è che i pesi di ciascun *Issue*, nell'assegnazione dello *score*, vengono determinati da analisti professionisti dell'Intelligence di Bloomberg (*Bloomberg Intelligence* o *BI*) sulla base dell'importanza relativa di ciascun tema all'interno di ciascuna industria/settore. A tal fine, la valutazione dell'importanza di ciascun tema si sviluppa in tre step:

- *Probability*: a ciascun *Issue* viene assegnato un valore che può essere alto, medio o basso e che rappresenta la probabilità che quel "tema" si materializzi
- *Magnitude*: a ciascun *Issue* viene assegnato un valore che può essere alto, medio o basso e che rappresenta la potenziale dannosità del "tema" qualora si materializzasse
- *Timing*: a ciascun *Issue* viene assegnato un giudizio di breve, medio o lungo termine a seconda che l'impatto finanziario del "tema" si possa verificare entro 2 anni (breve), tra i 2 e i 5 anni (medio), tra i 5 e i 10 anni (lungo)

Per una maggiore comprensione della metodologia, viene fornito un esempio: nel caso del settore del food and beverage, vi è crescente pressione regolatoria affinché le società che

⁸¹ Bloomberg ESG, 2023, *Environmental and Social Scores*

operano in tale settore sostituiscano pack in plastica con pack riciclabili o fatti con materiali riciclati. L'Issue "Sustainable Product" ha un'alta *probability*, un'alta *magnitude* e un *timing* medio. Di seguito, in *Figura 10* e in *Figura 11*, viene riportata la priorità di ciascun Issue ambientale e sociale per ciascuno dei tre sottosettori: essa non viene espressa in percentuale, fattore che oltretutto sarebbe di più facile interpretazione e comprensione, ma espressa in colore e in una scala da 1 a 5 (il verde scuro indica la priorità massima ovvero 1, mentre il grigio rappresenta la priorità minima ovvero 5; i colori di intensità intermedia indicano valori intermedi di priorità).

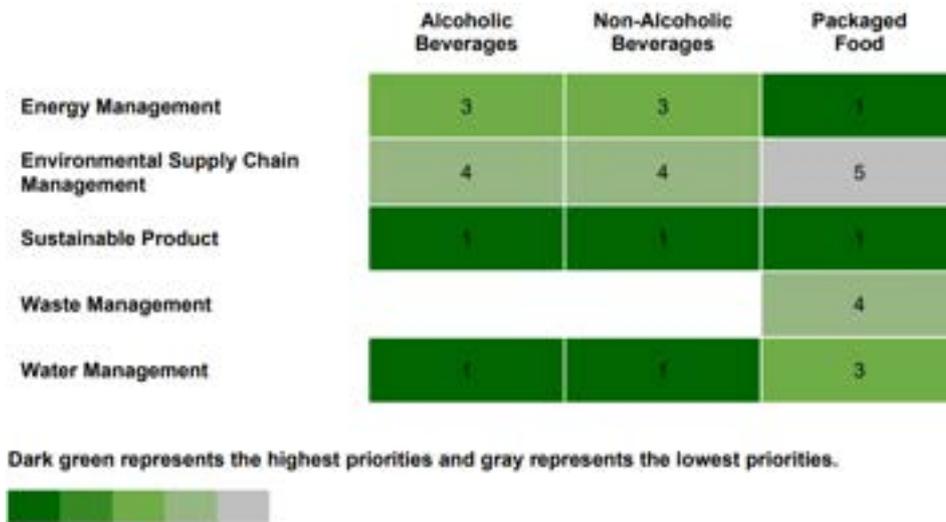


Figura 10: Priorità degli Issue ambientali. Fonte: Bloomberg, 2023

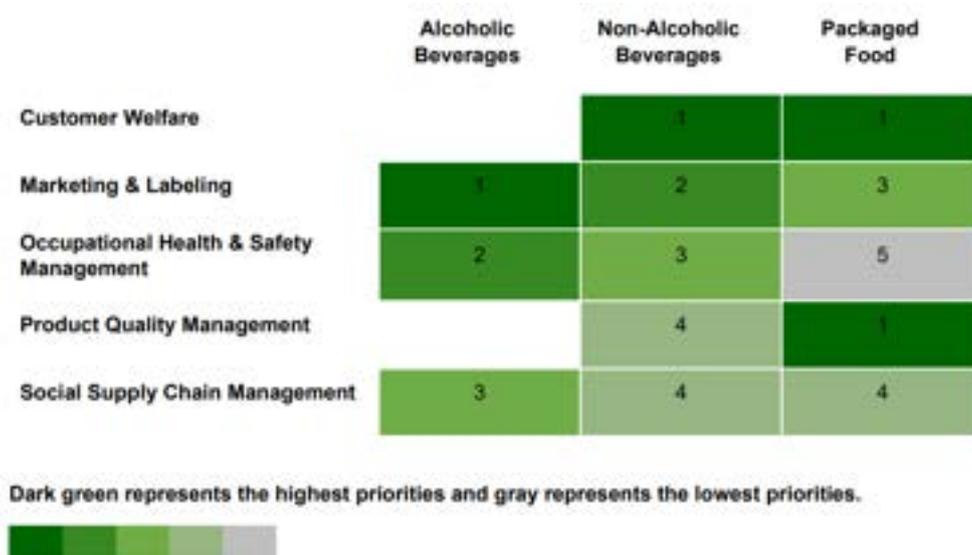


Figura 11: Priorità degli Issue sociali. Fonte: Bloomberg, 2023

La metodologia di aggregazione che porta all'ESG Score prevede appunto che si segua la gerarchia di aggregazione a livelli, partendo dagli ESG Fields e arrivando ai pillar E, S e G; l'aggregazione degli ESG Fields nei Sub-Issue avviene mediante il calcolo di una media

ponderata, laddove i pesi vengono assegnati a seconda della “qualità” dei *fields*. Per qualità si intende il fatto che il criterio valutativo sia buono, medio o basso:

- “Buono” significa che il criterio è una buona misura di sostenibilità e il dato è comparabile
- “Medio” significa che il criterio è una buona misura di sostenibilità oppure che il dato è comparabile (ma non entrambi)
- “Basso” significa che il criterio non è una buona misura di sostenibilità e che il dato non è comparabile

Al fine del calcolo della media ponderata, un giudizio “buono” corrisponde a un punteggio di 9, un giudizio “medio” corrisponde a un punteggio di 4 e un giudizio “basso” corrisponde a un punteggio di 1; se una società non fornisce un’informazione riconducibile ad un dato *field*, il *field* viene ignorato e questo incide sul calcolo della media ponderata.

Un ruolo importante nell’assegnazione dell’*ESG Score* è quello del *Disclosure Factor*: le società possono fornire informazioni sia di tipo quantitativo che di tipo qualitativo; le prime sono più facili da processare e da confrontare, mentre le seconde sono più difficili e complesse, dato il range di contenuto più ampio che possono avere. Il processo di aggregazione implementato da Bloomberg ha l’obiettivo di minimizzare il rischio che una società ottenga un buon punteggio, rilasciando informazione solo o per lo più qualitativa. A tal fine, il giudizio sul grado e sul tipo di informazione rilasciata è riassunto separatamente nel *Disclosure Factor*.

Lo *Issue Score* risulta una funzione della media generalizzata pesata (*p-mean*) di *Sub-Issue Score* (di cui si fa la media ponderata, ottenendo un punteggio che viene chiamato *Performance Score*) e *Disclosure Factor*. Nel dettaglio, lo *Issue Score* si ottiene nel modo seguente:

1. Si determina il *Performance Score* come media pesata (*p-mean*) con potenza (power, *p*) pari a 0,5 e traslazione (shift, *s*) pari a 1:

$$M(x, w, p, s) = \left(\sum_{j=1}^n w_j (x_j + s)^p \right)^{1/p} - s$$

dove “*w*” indica i pesi, mentre “*x*” indica i punteggi *Sub-Issue*. I pesi (*w*) assegnati sono di $\frac{1}{4}$ se il *Sub-Issue* contiene solo informazioni qualitative, altrimenti è uguale a 1.

2. Si misura il grado di *disclosure* (quindi di informazione) prendendo in considerazione sia i *fields* qualitativi sia i *fields* quantitativi; si ottiene così il *Disclosure Factor*.
3. Il *Disclosure Factor* può assumere solo due valori che sono 0 e 1, a loro volta associati a un range di variazione del *Issue Score* come mostrato dalla tabella sottostante (*Tabella 24*)

Disclosure Factor	Issue Score Range
0	0-3
1	0-10

Tabella 24: Disclosure Factor

Il *Disclosure Score* è finalizzato a determinare *Upper* e *Lower Targets* (UT e LT) ovvero le performance estreme; entrambi i target aumentano all'aumentare del livello di *disclosure*. Il UT è uguale a 3 se il *Disclosure Factor* è 0; alternativamente, è 10 se il *Disclosure Factor* è 1. L'UT è una curva concava, la cui pendenza diminuisce all'aumentare del fattore *disclosure* (questo vuol dire che il valore marginale diminuisce e che quindi un aumento del livello di *disclosure* per valori piccoli del DF si traduce in un aumento più significativo del *Issue Score*).

Il LT è 0,45 se il DF è 0; alternativamente, è 4 se il DF è uguale a 10. In *Figura 12*, vengono rappresentate graficamente le due curve.

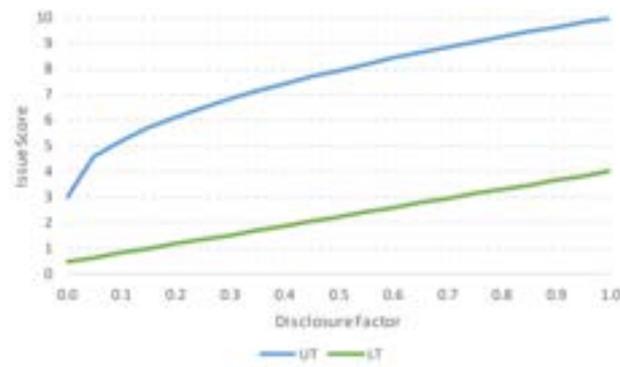


Figura 12: UT e LT. Fonte: Bloomberg 2023

4. Lo *Issue Score* è calcolato mediante l'applicazione della seguente formula:

$$Issue\ Score(M, DF) = \begin{cases} \frac{LT}{1.5} \times M & M < 1.5 \\ LT + \left[\left(\frac{UT - LT}{8.5} \right) \times (M - 1.5) \right] & 1.5 \leq M \leq 10 \end{cases}$$

dove "M" è il *Performance Score*, "UT" è l'*Upper Target* e "LT" è il *Lower Target*.

Una volta ottenuto lo *Issue Score* si procede con il calcolo del *Pillar Score* come media generalizzata pesata (p-mean) degli *Issue Score*, dove i pesi di ciascun *issue* sono determinati dal *BI Issue Priority Ranking* secondo la seguente funzione:

$$w = 1 + e^{0.5 \times (3 - k)}$$

dove "k" è il ranking.

Per quanto riguarda il *pillar Governance*⁸², Bloomberg ne riconosce la trasversalità a tutti i settori e industrie e dunque gli *Issue* e i *Sub-Issue* risultano essere gli stessi per tutte le società, anche se appartenenti a diversi settori. Il *pillar G* è articolato in quattro *Themes*, dodici *Issue* e altrettanti *Sub-Issue* che vengono riportati nella tabella sottostante (Tabella 25).

Themes	Issue	Sub-Issue
Board Composition	Director Roles	Ruolo del CEO
		Ruolo della presidenza
		Ruolo del Board
	Diversity	Diversità di età
		Diversità di genere
	Independence	Indipendenza del Board e della Leadership
Tenure	Mandato del Board e della presidenza	
Executive Compensation	Incentive Structure	Piano di incentivi del CEO
		Piano di incentivi degli esecutivi
		Remunerazioni e compensi
	Pay Governance	Compensazione della supervisione del Board
		Policy remunerativa
	Pay for Performance	Allineamento della parte fissa
Allineamento della parte variabile		
Shareholder Rights	Shareholder Policies	Strategia di difesa contro Takeover
		Politica di voto
		Policy di elezione del director
	Director Voting	Director Terms
		Director Support
Audit	Comitato Audit	Incontri del comitato Audit
		Struttura del comitato Audit

⁸² Bloomberg ESG, 2023, *Governance Scores*

	Revisore contabile esterno	Approvazione del revisore contabile
		Remunerazione del revisore contabile
		Mandato del revisore contabile
	Audit Outcome	Revisione contabile
		Opinione del revisore contabile

Tabella 25: Issue, Sub-Issue e Themes del pillar Governance

Al fine dell'assegnazione del *G Score*, Bloomberg considera anche l'età delle società, in quanto si ritiene che sia più comune trovare applicate le *best practices* internazionali in società adulte piuttosto che in società giovani che sono sul mercato solo da poco. Inoltre, allo scopo di selezionare i *fields* più appropriati, Bloomberg conduce un'analisi di mercato sulle *best practices* internazionali, assegnando a queste ultime un punteggio da 7 a 10 e alle *worst practices* un punteggio da 0 a 3, con punteggi intermedi per performance medie. Il procedimento per il calcolo del *G Score* è simile a quello applicato al pilastro ambientale e sociale: l'approccio è quello gerarchico alla cui base vi sono i *fields*, che vengono aggregati prima in *Sub-Issue*, successivamente in *Issue* e *Themes* ed infine nel *Governance Pillar Score*. Una volta calcolato il *Performance Score*, in maniera del tutto analoga al pilastro E e S, si procede con il calcolo del *Disclosure Factor* che serve per determinare l'*Upper Target*. Il grafico della curva UT è rappresentato in *Figura 13*: esso è uguale a 1 se il DF è 0; alternativamente, è 10 se il DF è 1.

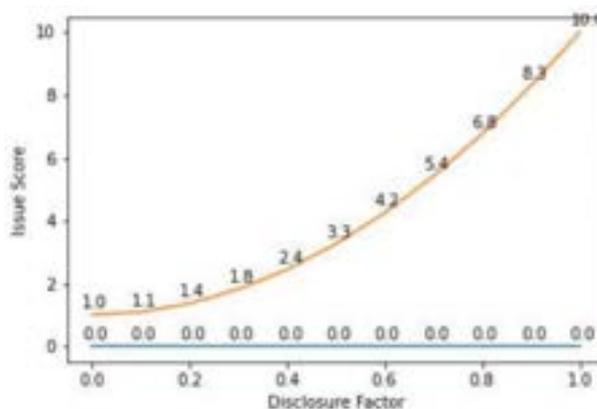


Figura 13: Upper Target. Fonte: Bloomberg, 2023

Lo *Issue Score* è dato dall'applicazione della seguente formula:

$$\text{Issue Score} = \text{Performance Score} \times \frac{UT}{10}$$

Quando l'*Upper Target* è uguale a 10, che vuol dire che l'informazione è stata pienamente rilasciata (*full disclosure*), lo *Issue Score* è uguale al *Performance Score*; questo vuol dire che, quando c'è informazione perfetta (secondo Bloomberg), il *Performance Score* non richiede alcun aggiustamento.

Il *Governance Pillar Score* è uguale alla media generalizzata pesata (*p-mean*) dei quattro temi in *Tabella 25*, ovvero *Board Composition*, *Executive Compensation*, *Shareholder Rights* e *Audit*, dove i pesi assegnati a ciascuno di questi temi vengono determinati dal *Theme Priority Ranking* usando una funzione di trasformazione e usando l'Intelligenza di Bloomberg. Le priorità di ciascun tema vengono assegnate in base ad una valutazione dei principali *issue* di corporate governance, usando i seguenti input:

- Risultati di analisi condotte da BI
- Analisi delle differenti pratiche di corporate governance in diversi paesi
- Studi scientifici o accademici che mettono in luce i principali aspetti di corporate governance

Il peso "w" è assegnato applicando la seguente funzione:

$$w = \frac{1}{1 + e^{-(p - 1)}}$$

Una volta calcolati i pesi assoluti di ciascun tema, i pesi relativi sono ottenuti dividendo ciascun peso assoluto per il totale dei pesi (pari a 10,62). In *Figura 14*, sono riportati i pesi assoluti (seconda colonna) e i pesi relativi espressi in percentuale (terza colonna).

Provisional Governance Score	BI Theme Priority Rank	Weighting Points	Theme Weight
Board Composition	1	3.72	35.00%
Executive Compensation	2	2.65	24.94%
Shareholder Rights	2	2.65	24.94%
Audit	4	1.61	15.12%
Total Points		10.62	100%

Dark green represents the highest priority and light green represents the lowest priority.

Figura 14: Pesi assoluti e relativi di ciascun Themes di Governance. Fonte: Bloomberg, 2023

4.3. Factset

Factset⁸³ è una società americana di informazione finanziaria e di software per l'analisi dei dati, con oltre 180.000 clienti a livello globale. Nel 2020, Factset acquista la società Truvalue Labs, pioniera nel mercato della sostenibilità in quanto è stata la prima società ad utilizzare l'Intelligenza Artificiale ai dati ESG con l'obiettivo di identificare opportunità e rischi per gli investitori finali. I dati provengono da più di 100 mila fonti esterne, tra cui informazioni locali, nazionali e internazionali, organizzazioni non governative (*Business & Human Rights Resource Centre, International Rivers, Carbon Tracker Library*), pubblicazioni di settore, associazioni di lavoratori (*Trade Union Congress, Global Unions, Public Services International*), report governativi e report accademici che includono sia eventi positivi, sia eventi negativi con l'obiettivo di fornire un giudizio di sostenibilità il più possibile aggiornato rispetto agli eventi che si verificano. Sono più di 230 mila le società, quotate e non quotate, che vengono monitorate con uno storico dei dati che parte dal 2007. I dati vengono divulgati in più di 30 lingue diverse⁸⁴.

Truvalue Labs si serve dell'utilizzo del *machine learning* per aggregare i dati provenienti da più di 100 mila fonti, per estrarre e processare 4,5 milioni di dati al mese ritenuti rilevanti per settori e società specifiche, per analizzare 300 mila indicatori generati mensilmente, per generare quattro tipologie di *score* da 26 categorie e, infine, per fornire più di 14 anni di dati storici (guardare figura sottostante, *Figura 15*).



Figura 15: L'Intelligenza Artificiale in Truvalue Labs. Fonte: Truvalue Labs, 2023

La particolarità molto interessante di Truvalue Labs, ai fini di tale analisi, è che i punteggi di sostenibilità si basano sull'analisi di 26 categorie che vengono individuate non da Truvalue Labs stesso, ma dal *Sustainability Accounting Standards Board (SASB)*, di cui si è parlato nel

⁸³ www.factset.com

⁸⁴ Truvalue Labs, 2023, *ESG Data and Analytics from Truvalue Labs*

paragrafo 1.4. Dall'agosto del 2020, l'*International Sustainability Standards Board*, parte della *IFRS Foundation (International Financial Reporting Standards)* che emana i principi finanziari contabili riconosciuti a livello globale e uniformemente applicati, ha assunto piena responsabilità dei *SASB Standards*. Di tale aspetto se ne discuterà in maniera più approfondita successivamente in questo paragrafo.

I punteggi di sostenibilità rilasciati da Truvalue Labs sono quattro, ciascuno dei quali misura la sostenibilità in maniera univoca:

1. *Insight Score*: misura la CSP di medio-lungo termine ed è equivalente ad un *ESG rating*. Il punteggio in questione è meno sensibile ad eventi o news recenti e riflette la performance durevole di una società nel tempo;
2. *Momentum Score*: misura il trend dell'*Insight Score* di una società ed è usato per identificare società la cui performance di sostenibilità è in miglioramento o in peggioramento;
3. *Pulse Score*: misura la CSP di brevissimo termine e dunque è in grado di riflettere immediatamente le notizie e gli eventi più recenti. È un punteggio real-time;
4. *Volume Score*: misura il flusso di informazione o il numero di articoli che riguarda la società, nello specifico nei trascorsi 12 mesi.

In *Figura 16*, è fornita una rappresentazione dei quattro tipi di punteggi ESG rilasciati dal *provider* Truvalue Labs.

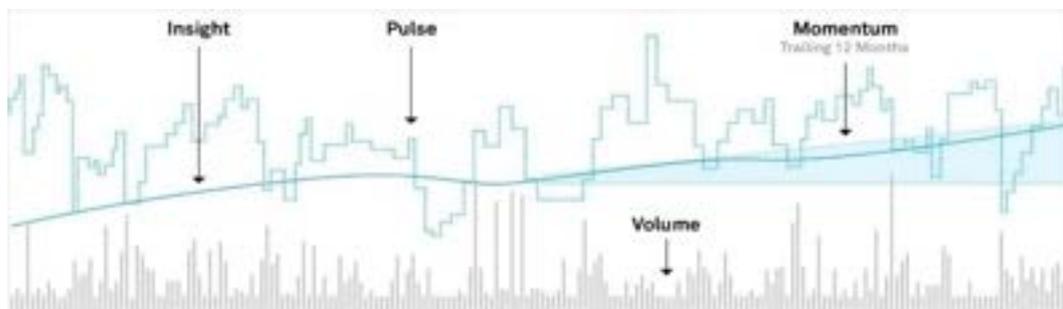


Figura 16: I punteggi di sostenibilità di Truvalue Labs. Fonte: Truvalue Labs, 2023

4.3.1. I risultati

Nella *Tabella 26* sono riportati i risultati della regressione OLS, utilizzando come variabile indipendente principale il punteggio di sostenibilità rilasciato da Truvalue Labs. Si è voluto prendere in considerazione anche un terzo *provider*, al fine di verificare l'eventuale divergenza dei risultati del medesimo modello di regressione considerando rating ESG elaborati da differenti *data provider*.

I risultati confermano la significatività del punteggio ESG di Truvalue Labs sulla variabile dipendente Q di Tobin, ad un livello di significatività del 10%: il coefficiente è pari a 0,0049, maggiore rispetto a quello di Refinitiv e uguale a quello di Bloomberg. I segni delle variabili di controllo (*size*, *dividend yield* e *leverage*) si mostrano coerenti con i risultati delle regressioni implementate con i rating ESG di Refinitiv e di Bloomberg e dunque anche della letteratura di riferimento; la variabile *Return On Assets* non risulta statisticamente significativa, così come verificatosi anche per gli altri due modelli. I dati per i singoli *pillar* E, S e G non sono disponibili per questo *provider*. Nonostante tale mancanza, è stato ritenuto opportuno considerare anche questo *data provider* alla luce della peculiarità che contraddistingue, nella metodologia di assegnazione del punteggio, il *provider* Truvalue Labs e che contribuisce all'analisi delle divergenze nel mercato della sostenibilità in maniera consistente.

Variabili	Coefficienti
	ESG Adjusted Score
Costante	1,59614*** (0,498353)
Score	0,00491454* (0,00261651)
Size_1	-0,0823427*** (0,0281666)
Return On Assets_1	0,00321526 (0,00528332)
Dividend Yield_1	-0,0128857*** (0,00218197)
Leverage_1	-0,729117*** (0,213177)
Dummy settore	Si
Dummy paese	Si
Errori standard robusti	Si
R²	0,446418
Numero di osservazioni	1878

Tabella 26: Modello Pooled OLS; variabile dipendente $\ln(Q$ di Tobin)

La Tabella 26 presenta i risultati ottenuti utilizzando il modello OLS. La seconda colonna contiene l'output di una regressione che pone la Q di Tobin (in logaritmo naturale) come variabile dipendente e il punteggio complessivo come variabile principale indipendente. Le variabili di controllo impiegate sono da riferirsi tutte ritardate di un anno e sono: il logaritmo del totale attivo, il ROA, il dividend yield e il leverage. Inoltre, sono state utilizzate la dummy settoriale e la dummy paese. Anche l'*ESG Score* è ritardato di un anno. Gli errori standard sono di tipo HAC dunque consistenti per l'eteroschedasticità e per l'autocorrelazione e sono indicati tra parentesi.

***, **, * indicano una significatività statistica rispettivamente dell'1%, del 5% e del 10%.

4.3.2. Come Truvalue Labs assegna l'ESG Score

Truvalue Labs⁸⁵ monitorava, a Marzo 2023 (ultimo dato disponibile), 237 mila organizzazioni, tra cui molte società quotate appartenenti ad importanti indici finanziari come S&P 500, Russell 1000 e 3000, e società non quotate globali di grandi dimensioni. In *Figura 17*, è riportata la distribuzione geografica di tutte le società valutate dal *provider*.

Region	Total
Africa	3,000
Asia	69,000
Europe	79,000
Latin America	4,000
Middle East	4,000
North America	72,000
Pacific	5,000
Total	237,000

Figura 17: Distribuzione geografica, Fonte: Truvalue Labs, 2023

La tecnologia di Truvalue Labs, che si compone di Intelligenza Artificiale e *Natural Language Processing* (NLP), consente di ordinare e trovare un senso logico e un contenuto ai dati grezzi (*unstructured data*), provenienti dalle oltre 150 mila fonti esterne. Ordinando e processando tali informazioni, la tecnologia di Truvalue Labs è in grado di assegnare un punteggio a ciascun tema/categoria rilevante per il settore. Il punteggio, dunque, non dice solo se la performance è positiva o negativa, ma anche come/quanto è positiva o negativa. La scala numerica usata va da 0 a 100, dove il 50 rappresenta una performance neutra; valori più vicini allo 0 riflettono performance via via più scadenti, mentre valori più vicini al 100 riflettono performance via via più brillanti. Gli algoritmi usati assegnano gli *score* in maniera consistente: ipoteticamente, se c'è un evento identico che si verifica e di cui vi è un'identica discussione testuale (articoli di giornale, pubblicazioni), il tema viene valutato con la medesima importanza e questo garantisce una valutazione oggettiva.

Come detto precedentemente, Truvalue Labs dispone di quattro punteggi di sostenibilità: l'*Insight Score* è quello su cui, in tale sede, si pone attenzione, essendo equivalente ad un *ESG rating* ed essendo il punteggio utilizzato nel modello di regressione rappresentato in *Tabella 26*. L'*Insight Score* è il punteggio di medio-lungo termine che riflette la performance di sostenibilità della società al passare del tempo ed è quantitativamente costruito sul *Pulse Score* (il punteggio di brevissimo termine). Il *Pulse Score* viene calcolato applicando una media ("by applying a running sum average formulation") su un flusso di informazioni continuativo, processato con NLP: la

⁸⁵ Truvalue Labs, 2023, *Content Methodology: Truvalue SASB Scores & Spotlights*

media è dunque calcolata su un orizzonte temporale non finito. Tale media è pesata da un fattore, chiamato *Freshness Factor*: varia al variare del tempo in maniera diversa a seconda della tecnica di calcolo della media pesata continuativa che viene impiegata. Tale fattore funziona in modo tale che le notizie/dati più recenti pesano di più rispetto a quelle più lontane nel tempo (dopo il 14esimo giorno dalla pubblicazione della notizia). Ritornando all'*Insight Score*, questo è un punteggio che misura la performance durevole di una società e viene calcolato applicando la media mobile (*Exponentially-Weighted Moving Average* o EWMA)⁸⁶, alla serie storica del *Pulse Score*. Tale punteggio viene calcolato a partire dal 15esimo giorno dalla pubblicazione dell'informazione o dal verificarsi dell'evento e ha una durata di 6 mesi con un fattore di traslazione giornaliero uguale a 0,0038. Si fornisce di seguito un esempio numerico:

- **Evento A** – 1/1/2023
Pulse Score=55
Insight Score= non ancora disponibile
- **Evento B** – 15/1/2023
Pulse Score=62,5
Insight Score=62,5 (in quanto è il primo giorno di computo dell'*Insight Score*)
- **Evento C** – 29/1/2023
Pulse Score=68,9
Insight Score=0,0038*68,9+(1-0,0038) *62,5=62,52

Come detto precedentemente, l'aspetto più significativo ed interessante della metodologia di Truvalue Labs nell'assegnazione dell'*ESG Score* è il fatto che le informazioni vengono classificate in 26 categorie, divise in 5 aree, che però non sono individuate dal *provider* stesso (e dunque soggettive), ma sono quelle definite e divulgate dal *Sustainability Accounting Standards Board* (SASB). Questo è un aspetto di standardizzazione non indifferente, di cui si parlerà in seguito in questo elaborato. Le 26 categorie sono riportate nella *Tabella 27* con la relativa descrizione.

Aree	Categorie	Descrizione
Leadership & Governance	Business Ethics	Si tratta di valutare la capacità della società di gestire rischi e opportunità legate a problemi etici come frode, corruzione, abuso d'ufficio. Include anche la sensibilità del business a standard e norme etiche che possono cambiare nel tempo, tra giurisdizioni e culture diverse. Si valuta anche la capacità della società di provvedere a servizi e prodotti che soddisfino i più alti standard etici e professionali del settore.

⁸⁶ Harper D. R., Investopedia, 2 Giugno 2022, *Exploring the Exponentially Weighted Moving Average*

	Competitive Behavior	Si tratta di valutare i problemi sociali connessi all'esistenza di monopoli che possono includere prezzi eccessivi, bassa qualità dei prodotti e inefficienze varie. Si valuta la capacità della società di soddisfare le aspettative legali e sociali relativamente alle pratiche di monopolio e anti-competitive.
	Management of the Legal & Regulatory Environment	Si tratta di valutare l'impegno (<i>engagement</i>) della società nei confronti degli enti regolatori laddove vi possono essere conflitti di interesse che generino impatti diretti o indiretti sull'ambiente e sulla società.
	Critical Incident, Systemic Risk Management	Si tratta di valutare la gestione dei rischi sistemici (rischi finanziari, rischi naturali, rischi tecnologici) e quelli legati alla sicurezza sul posto di lavoro. Si tratta di valutare come la società cerca di mitigare queste tipologie di rischi, riducendone le probabilità di realizzazione.
	Accident and Safety Management	Si tratta di valutare l'uso, da parte della società, di sistemi in grado di indentificare fattori di rischio legati ad incidenti con possibili esternalità ambientali e sociali. Si tratta di valutare la cultura della società rispetto ai temi di sicurezza sul luogo di lavoro, e dunque controlli di qualità, manutenzione e training al fine di minimizzare la probabilità che si verificano incidenti.
Environment	GHG Emissions	Si tratta di calcolare il quantitativo di emissioni di gas serra che una società genera con le sue operazioni. Le emissioni considerate sono sia quelle prodotte da fonti stazionarie che mobili.
	Air Quality	Si tratta dell'impatto delle emissioni prodotte da fonti stazionarie e mobili sull'aria circostante; si tratta di inquinamento.
	Energy Management	Si tratta dell'impatto ambientale associato al consumo di energia; si valuta la quantità di energia che serve alla società per gestire tutti i processi. Più specificatamente, si tratta di valutare l'efficiamento energetico.
	Water & Wastewater Management	Si tratta di calcolare l'ammontare di acqua che la società usa durante i suoi processi e lo spreco di acqua ad essi associato; si valuta le strategie che vengono adottate allo scopo di minimizzare lo spreco di acqua e renderne l'utilizzo più efficiente
	Waste & Hazardous Materials Management	Si tratta di valutare i problemi ambientali associati allo spreco azzardato o non azzardato di materiali, generato dalla società durante processi di

		trattamento, conservazione, deposito, stoccaggio, trasporto.
	Ecological Impacts	Si tratta di calcolare l'impatto che la società ha sull'ecosistema e sulla biodiversità attraverso le operazioni di estrazione, sfruttamento della terra, coltivazione, come anche i processi di costruzione (deforestazione, perdita di biodiversità, impatto sulle comunità)
Human Capital	Employee Engagement, Diversity & Inclusion	Si tratta di valutare la capacità della società di creare una cultura orientata all'inclusività nei processi di selezione, posizionamento e promozione che rispetti i talenti di ciascuno.
	Employee Health & Safety	Si tratta di valutare la capacità della società di creare e mantenere un ambiente di lavoro sano e sicuro, dove non ci siano incidenti, fatalità o malattie. Si tratta dunque di rispettare le leggi in materia di sicurezza e salute sul posto di lavoro, con training specifici e corsi di aggiornamento.
	Labor Practices	Si tratta di valutare la capacità della società di rispettare gli standard comunemente accettati per quanto riguarda la gestione della forza lavoro, inclusa la <i>compliance</i> rispetto a leggi, sia nazionali che internazionali.
Social Capital	Human Rights & Community Relations	Si tratta della gestione della relazione tra la società/il suo business e le comunità circostanti in cui la società stessa opera. Tale categoria copre gli impatti socioeconomici sulle comunità, l'impegno verso la comunità, la giustizia ambientale, l'impatto sui business locali, il possesso di licenze ad operare, lo sfruttamento della manodopera locale.
	Customer Privacy	Si tratta di valutare i rischi connessi all'uso di informazioni private e confidenziali; si tratta di individuare le strategie attraverso cui la società cerca di mitigare i rischi connessi al trattamento e all'uso dei dati in suo possesso.
	Data Security	Si tratta di valutare i rischi connessi al trattamento, alla conservazione e all'elaborazione dei dati in possesso della società.
	Access & Affordability	Si tratta di valutare la capacità della società di assicurare un ampio accesso ai suoi servizi e ai suoi prodotti, soprattutto a coloro più svantaggiati e ai mercati poco sviluppati. Si tratta della gestione dei problemi connessi ai diritti umani principali come salute pubblica, servizi finanziari, accesso ai servizi essenziali, educazione e telecomunicazioni.

	Product Quality & Safety	Si tratta di valutare le caratteristiche dei servizi e dei prodotti venduti sul mercato e l'impatto di questi sulla sicurezza e sulla salute dei consumatori finali.
	Customer Welfare	Si tratta di valutare i problemi connessi alla salute e ai valori nutrizionali di cibo e bevande nel caso del settore in questione, all'uso di antibiotici nella produzione animale, alla gestione di sostanze controllate.
	Selling Practices & Product Labeling	Si tratta di valutare i problemi connessi alla mancanza di trasparenza, accuratezza, completezza e comprensibilità delle etichette e delle operazioni di marketing. Si tratta anche di valutare la <i>compliance</i> rispetto a regolamentazioni e standards nel caso dell' <i>advertising</i> , e l'etica e la responsabilità nelle strategie di <i>marketing</i> .
Business Model & Innovation	Product Design & Lifecycle Management	Si tratta di valutare la capacità della società di incorporare i fattori ESG nei prodotti e nei servizi che offre; include la gestione del ciclo economico dei prodotti e dei servizi. Valuta la capacità della società di soddisfare le richieste dei clienti a servizi e prodotti più sostenibili, nonché di rispettare la regolamentazione in campo sociale e ambientale.
	Business Model Resilience	Si tratta di valutare la capacità della società di gestire i rischi e le opportunità associate all'incorporazione dei fattori ESG nel <i>business model</i> a lungo termine della società.
	Supply Chain Management	Si tratta di valutare i rischi ESG nell'ambito della catena di produzione e distribuzione; si tratta di considerare problemi associati alle esternalità sociali e ambientali create dai fornitori attraverso le loro operazioni. Alcuni di questi problemi possono essere la responsabilità ambientale, i diritti umani, lo sfruttamento del lavoro minorile, corruzione ed etica.
	Materials Sourcing & Efficiency	Si tratta di valutare i problemi legati all'impatto dei materiali usati lungo la catena di produzione sull'ambiente e sulle comunità circostanti. Si valuta la capacità della società di gestire i rischi attraverso il design del prodotto, l'utilizzo di materiali riciclati o riciclabili.
	Physical Impacts of Climate Change	Si tratta di valutare la capacità della società di gestire i rischi e le opportunità associate all'esposizione diretta dei suoi stessi assets e delle operazioni ad un potenziale impatto fisico sul cambiamento climatico. Si tratta di considerare i problemi ambientali e sociali

		che possono sorgere dall'interruzione operativa dei processi.
--	--	---

Tabella 27: Le 26 categorie del Sustainability Accounting Standards Board

Il SASB⁸⁷ individua 77 settori e industrie per le quali identifica tematiche specifiche e significative dal punto di vista degli investitori. Dunque, in Tabella 27, sono riportate le categorie generiche, che possono valere per qualsiasi settore; successivamente, queste vengono declinate in maniera più specifica e caratterizzante il settore considerato. Nel caso del settore del food and beverage⁸⁸, le tematiche più importanti risultano essere le seguenti:

- *Pillar Environment*: Fuel Management, Air Emissions from Refrigeration (food retailers & distributors), Energy Management, Food Waste Management, Water Management
- *Pillar Social Capital*: Data Security, Food Safety, Product Health & Nutrition, Product Labelling & Marketing, Packaging Lifecycle Management, Responsible Drinking & Marketing (alcoholic beverages)
- *Pillar Human Capital*: Labour Practices
- *Pillar Business Model & Innovation*: Management of Environmental & Social Impacts in the Supply Chain, Ingredient Sourcing

Il SASB individua tre sottosectori: food retailers & distributors, alcoholic beverages e non-alcoholic beverages.

Le informazioni disponibili sui punteggi ESG di Truvalue Labs non includono i pesi che tale *provider* assegna a ciascuna delle categorie: se da una parte questo non consente di giungere ad alcuna conclusione rispetto alle divergenze di sensibilità tra i tre *provider*, e dunque sembrare di poco valore aggiunto, dall'altra parte la scelta di includere anche questo *provider* è stata motivata proprio dal valore aggiunto che da all'analisi delle divergenze nel mercato ESG e di cui si tratterà in dettaglio nelle conclusioni.

4.4. Analisi delle divergenze

Giunti a questo punto dell'analisi, ci si può chiedere quali siano le divergenze nel concreto che si riscontrano effettuando dei confronti tra *score* di sostenibilità rilasciati da differenti *provider*. Come è stato già detto precedentemente, il dataset si compone di 141 società che vengono osservate in un arco temporale di 15 anni, dal 2008 al 2022, per un totale di 2115⁸⁹ osservazioni.

⁸⁷ SASB Standards Overview, sito web, www.sasb.org,

⁸⁸ Download SASB Standards, sito web, www.sasb.org

⁸⁹ 141*15=2115

Di queste 141 società operanti nel settore del food and beverage, si è posto a confronto l'ESG Score rilasciato da tre *provider* di dati ESG, ovvero Refinitiv, Bloomberg e Truvalue Labs, ed è stato così possibile procedere con un'analisi dei dati piuttosto interessante.

Per comprendere se esiste, e in caso affermativo, quanta divergenza di punteggio di sostenibilità si riscontra per una stessa società valutata nello stesso anno da *provider* diversi, si è computata la varianza tra i punteggi ESG per ciascun anno, per ciascuna società per coppia di *provider* (le coppie risultanti sono tre: Refinitiv-Bloomberg, Refinitiv-Truvalue Labs, Bloomberg-Truvalue Labs). La varianza è un indice statistico che misura il grado di variabilità di una variabile quantitativa; si può affermare che valori bassi della varianza sono tipici di variabili che assumono valori simili tra di loro, e simmetricamente, valori alti della varianza sono tipici di variabili che divergono in valore in maniera significativa. La varianza si può calcolare in due modi alternativi che ne fanno comprendere maggiormente il significato statistico:

$$\text{Varianza}(x) = \text{Media}(x^2) - [\text{Media}(x)]^2 \quad (1)$$

$$\text{Varianza}(x) = \frac{\sum_{i=1}^N [x_i - \text{Media}(x)]^2}{N} \quad (2)$$

In tale paragrafo, si procede con osservazioni di carattere generale che è stato possibile fare dopo un'attenta analisi dei dati così ottenuti. Si è potuto notare come valori della varianza intorno al 100 corrispondono all'incirca ad una differenza di 15 punti tra due punteggi ESG, differenza che viene, in tale elaborato, ritenuta la soglia al di sopra della quale il punteggio ESG veicola un giudizio sulla sostenibilità ambientale, sociale e di governance divergente, se non addirittura contrastante nel momento in cui la differenza supera i 30 punti. Prendendo dunque il valore 100 della varianza come spartiacque, il numero di osservazioni con un valore di varianza inferiore a 100 è 1039 per la coppia di *provider* Refinitiv-Bloomberg, su 2115 osservazioni totali, che corrisponde all'incirca alla metà (49,13%) dell'osservazione globale campionaria. Per la coppia Refinitiv-Truvalue Labs, il dato scende a 794 osservazioni, che rappresenta il 37,54% dell'intera osservazione campionaria; infine, la coppia Bloomberg-Truvalue Labs presenta 930 valori della varianza inferiori a 100, che equivale al 43,97% delle osservazioni totali. Restringendo la forbice e ponendo come valore soglia della varianza 1, che corrisponde a un punteggio di sostenibilità pressoché identico, il numero di osservazioni che riporta un valore della varianza inferiore a 1 è di 130 per la coppia Refinitiv-Bloomberg, ovvero il 6,05% dell'osservazione globale campionaria, di 81 per la coppia Refinitiv-Truvalue Labs

(3,83%) e di 88 (4,16%) per la coppia Bloomberg-Truvalue Labs. Sulla base di questi dati, è possibile concludere che la coppia di *provider* che diverge in misura inferiore è quella Refinitiv-Bloomberg, mentre quella che diverge in misura superiore è la coppia Refinitiv-Truvalue Labs. I dati mostrano come, in generale, vi sia una significativa dispersione: il numero di punteggi ESG coincidenti sono molto pochi rispetto al totale delle osservazioni e il numero di punteggi ESG con un valore di varianza al di sotto di un valore considerato accettabile non supera la metà delle osservazioni totali, un dato ben lontano dal 99% (paragrafo 1.2.1.) di correlazione che si riscontra nel mercato del rating creditizio.

Un altro dato interessante che contribuisce all'analisi del mercato ESG e che è esemplificativo della soggettività delle metodologie seguite e, più in generale, del concetto stesso di sostenibilità è verificare quante volte succede, nel campione, che una società non venga valutata da tutti e tre i *provider* selezionati. A tal fine, è stato considerato, come anno di riferimento, l'anno più recente, ovvero il 2022 e, per questo motivo, i dati sono stati riscaricati una seconda volta nello stesso momento in modo da poter fare un confronto logico da un punto di vista temporale: infatti, l'*ESG Score*, relativo all'anno 2022, viene rilasciato nel corso dell'anno successivo (2023), a verifica completata delle informazioni pubbliche rilasciate dalle società. Su 141 società, si riscontra che, per 80 di queste, un dato è mancante e questo risulta essere, nella quasi totalità dei casi, quello di Refinitiv. Ci si potrebbe chiedere, in maniera del tutto logica, come sia possibile che per un *provider* le informazioni rilasciate siano sufficienti per formulare un giudizio di sostenibilità, mentre per un altro esse siano tali da rendere impossibile ancora rilasciare un punteggio. Questa divergenza potrebbe essere imputabile a differenze metodologiche di misurazione dei diversi parametri, a differenze nei parametri stessi, a informazione incompleta rilasciata dalla società, al *provider* prudente che attende che nuovi dati vengano rilasciati dalla società. Qualsiasi sia la causa, emerge dall'analisi dei dati una significativa discrezionalità generale nel mercato ESG che alimenta la convinzione di molti osservatori, secondo cui questi dati non siano attendibili e non riescano (ancora) a riassumere in maniera trasparente e standardizzata l'impegno ambientale, sociale e di governance di ciascuna società.

Un altro dato interessante attiene alla serie storica dei dati: è stato possibile osservare come, per 5 società (Chaoda Modern Agric. HDG, Terra Santa Agro On, Olam International, Coca-Cola Europacific, Primo Water), la serie storica dei dati è incompleta per un *provider* e completa per l'altro *provider*: ad esempio, Olam International è stata valutata da Refinitiv ogni anno dal 2008 al 2020, mentre Bloomberg non ha dati disponibili sull'*ESG Score* di questa società nel medesimo arco temporale e Truvalue Labs è in grado di assegnare il punteggio solo nel 2022. Anche questo dato risulta essere sospetto, dato che, va ricordato, le società considerate in tale campione sono tutte quotate e dunque soggette a regole di trasparenza e di pubblicazione delle informazioni, che sono archiviate e sempre reperibili da parte delle banche dati stesse.

Conclusioni

L'obiettivo di tale elaborato è quello di indagare la presenza di divergenze dei rating ESG, rilasciati da differenti *data provider* e spiegare tali divergenze alla luce delle differenti metodologie utilizzate. In particolare, si cerca di comprendere se esistano significative divergenze nei sotto *pillar* e nei pesi assegnati a ciascuno di questi dai *provider* sul mercato, in quanto questi fattori sono stati indicati, dalla letteratura esistente, come le principali cause della soggettività che permea il mercato della sostenibilità.

Sotto la lente di ingrandimento, ci sono tre *provider*, ben consolidati nel mondo, non solo della sostenibilità, ma, più in generale, economico-finanziario: Refinitiv, Bloomberg e Factset. Con le variabili economiche scaricate da Refinitiv, è stato possibile implementare tre regressioni: la prima, in cui la principale variabile indipendente è l'*ESG Score* di Refinitiv che ci consente di partire da un'importante osservazione, ovvero quella secondo cui, tra la performance finanziaria e la sostenibilità, intercorre una relazione, non solo positiva, ma anche statisticamente significativa. La seconda e la terza regressione sono identiche in tutti gli aspetti alla prima, ad eccezione del fatto che l'*ESG Score* di Refinitiv viene sostituito, nella seconda, da quello rilasciato da Bloomberg e, nella terza, da quello rilasciato da Factset/Truvalue Labs, in modo tale da verificare se i risultati si ripetano in maniera simile anche per *provider* diversi. I risultati confermano la relazione positiva e statisticamente significativa tra la performance finanziaria della società, misurata dalla Q di Tobin, e l'*ESG Score*; coincidono anche i risultati di significatività statistica del *pillar* E e del *pillar* S sulla variabile Q di Tobin per i *provider* per i quali è stato possibile scaricare i dati per i singoli *pillar*, ovvero per Refinitiv e Bloomberg.

Attraverso una ricerca dettagliata del metodo implementato da ciascuno dei tre *provider* nell'assegnazione del punteggio di sostenibilità, è stato possibile riscontrare sia similitudini che difformità che consentono, in maniera approssimativa e ad un livello più generale, di formulare qui un giudizio sull'attuale dinamica del mercato ESG a livello globale. Per quanto riguarda l'analisi delle categorie (o *issue*) considerate da ciascuno dei *provider*, è possibile constatare quanto segue:

- Per quanto riguarda il pilastro ambientale, esse coincidono, ad eccezione della categoria “emissioni”, che viene valutata da Bloomberg solo quando si tratta dell'*ESG Disclosure Score*. Quando si passano in rassegna gli *issue* sottostanti al pilastro E nella formulazione del *Bloomberg ESG Score* (BESG), la categoria “emissioni” scompare e, dalla descrizione fornita e riportata in *Tabella 22*, non è nemmeno compresa in un altro *issue*. Dato che gli *issue* variano da settore a settore nel caso di Bloomberg, vuol

dire che il *provider* non ritiene che nel settore del food and beverage le emissioni siano un tema da valutare al fine dello *scoring*.

La categoria “sostenibilità ambientale del prodotto” non è ricompresa nel *pillar* ambientale da Truvalue Labs, ma nel *pillar Social Capital*; l'unica categoria comune a tutti e tre i *provider* è “uso delle risorse” (acqua, energia e spreco);

- Per quanto riguarda il pilastro sociale, possiamo identificare due macrocategorie comuni che sono, da una parte, tutto ciò che riguarda la qualità del prodotto e dunque la sicurezza e la salute dei consumatori, le campagne di marketing e le procedure di etichettatura, e dall'altra, tutto ciò che riguarda la sicurezza e la salute sul posto di lavoro;
- Per quanto riguarda il pilastro di governance, è possibile procedere con un confronto solo tra i *provider* Bloomberg e Refinitiv, dal momento che la categoria “leadership & governance” scompare del tutto per Truvalue Labs quando si passa dalle categorie generali a quelle specifiche di settore.

L'area comune tra Refinitiv e Bloomberg è quella relativa agli azionisti (*shareholders*). Bloomberg si concentra maggiormente su tutto ciò che concerne il Board (dal numero, al genere, alla retribuzione, ai piani di incentivazione) e sulle strutture di auditing e di controllo in maniera molto dettagliata, mentre Refinitiv, oltre che occuparsi del management, anche se in maniera meno scrupolosa, si occupa anche di come la strategia di CSR venga comunicata sia all'interno della struttura aziendale, sia all'esterno dal management dell'impresa.

Si osserva che, in realtà, anche tra le categorie generali identificate dal SASB, aspetti inerenti al board, come struttura, incentivi, remunerazione, meeting, processi decisionali non ci sono; l'attenzione è posta maggiormente su temi come i rapporti tra l'impresa e gli enti regolatori, la gestione dei rischi interni ed esterni e la condotta dell'impresa nel mercato.

In conclusione, è possibile affermare che non si riscontrano significative differenze a livello di sotto *pillar* tra il *provider* Bloomberg e Refinitiv: è possibile individuare tematiche comuni, che, seppure vengano declinate in maniera differente, trattano nella sostanza i medesimi aspetti. Emerge maggiore divergenza tra questi *provider* e Truvalue Labs: una prima importante differenza è il fatto che Truvalue Labs non divida le categorie nei tipici tre pilastri (E, S e G), ma sceglie *pillar* differenti che rendono più complesso effettuare confronti. Il dato più significativo è quello relativo alla totale mancanza di temi che trattino il board e la sua struttura, gli organi di controllo e il trattamento degli azionisti e questa mancanza si riscontra sia a livello di settore che a livello generale.

Per quanto riguarda i pesi assegnati da ciascuno dei *provider* ai sotto *pillar* al fine dell'aggregazione dell'*ESG Score*, è possibile effettuare un confronto solo tra i *provider* Refinitiv

e Bloomberg, di cui ricordiamo qui i dati: Refinitiv assegna, nel settore del beverage, un peso pari al 29% al pilastro E, uno pari al 45% al pilastro S e uno pari al 25% al pilastro G; nel settore del food (che in realtà sono due: *food and drug retailing* (1) e *food and tobacco* (2)), il pilastro E pesa per il 24%/29%, il pilastro S pesa per il 47%/45% e il pilastro G per il 30%/25%. Il *provider* Bloomberg assegna due punteggi: l'*ESG Disclosure Score* ha la caratteristica di pesare ciascun *pillar* equamente per il 33%, mentre le priorità attribuite a ciascun *issue* nell'assegnazione del *Bloomberg ESG Score* sono espresse in scala da 1 a 5 con colori di intensità diversa e dunque non è possibile effettuare un confronto immediato, usando i pesi espressi in percentuale. Tale fatto può essere interpretato come una divergenza metodologica, in quanto le priorità dei diversi temi, espressi in scala da Bloomberg, sono di più complessa interpretazione e di difficile confronto. Facendo delle approssimazioni che riguardano sia i sottosectori considerati dai due *provider*, sia le categorie o *issue* e assumendo che il *provider* dimostri una maggiore o una minore sensibilità nei confronti di uno specifico tema nel momento in cui assegna il peso/la priorità al tema stesso, emerge quanto segue:

- Per quanto riguarda il *pillar* ambientale, la prima grande difformità concerne la categoria “sostenibilità del prodotto” che risulta essere di primaria importanza (punteggio pari a 1) per Bloomberg, in tutti e tre i sottosectori (*packaged food, alcoholic beverages e non-alcoholic beverages*), mentre, per Refinitiv, essa risulta la categoria alla quale viene assegnato il peso inferiore tra tutte le tre categorie (le altre due sono “emissioni” e “uso delle risorse”). Infatti, all'innovazione del prodotto viene assegnato un peso che oscilla tra il 3% e il 5%, mentre la categoria “emissioni” pesa tra l'11% e il 13% e la categoria “uso delle risorse” pesa per l'8% nel settore del *food and drug retailing* e per il 13% nel settore *beverage* e nel settore *food and tobacco*. Simmetricamente, Refinitiv assegna una priorità maggiore alla categoria che misura quanto la società è sostenibile in termini di risorse utilizzate (energia, acqua e spreco), mentre Bloomberg assegna una priorità che oscilla tra l'1 e il 4 (da alta a medio-bassa) a seconda dei settori considerati. Inoltre, Bloomberg non valuta la sostenibilità ambientale di un'impresa dal punto di vista della quantità di emissioni rilasciate durante il processo produttivo, non considerando tale aspetto significativo alla luce della specificità del settore;
- Per quanto riguarda il pilastro sociale, è simile il peso che i *provider* assegnano alla categoria che si occupa della qualità del prodotto, alla luce anche della salute e della sicurezza dei consumatori: Refinitiv assegna un peso che oscilla tra il 13% e il 15%, mentre Bloomberg una priorità che va da 1 a 3 (da alta a media). Sorprendentemente, per quanto riguarda la forza lavoro e dunque anche la sicurezza e la salute di tutti i collaboratori, Refinitiv assegna percentuali simili a quelli visti per la categoria precedente (dal 12% al 15%), mentre Bloomberg assegna valori di 2 e 3 per il settore *beverage* e un valore di 5 (il più basso nella scala) per il settore del food. Il tema legato

alla forza lavoro sembrerebbe dunque essere trattato con una sensibilità diametralmente opposta;

- Per quanto riguarda il *pillar* di governance, Bloomberg ha la caratteristica di non fare differenze di peso tra settori e industrie; una cosa simile è fatta anche da Refinitiv, ma solo con riferimento al *G Score*, mentre quando si prende in considerazione il punteggio complessivo, i pesi tendono a variare, anche se in range piuttosto ridotti. La categoria management e board assume priorità massima, sia in Refinitiv che in Bloomberg; la divergenza si fa più rilevante quando si tratta della categoria comune “azionisti”, laddove Bloomberg assegna una priorità di 2 (media-alta), mentre Refinitiv ne assegna una piuttosto bassa, del 5%-6%. Le categorie che non coincidono sono quella di *Audit* e di *CSR Strategy*.

In conclusione, è possibile affermare che ci siano divergenze, talvolta piuttosto significative, nel peso assegnato da ciascun *provider* ai sotto *pillar*; è anche vero che, sotto questo punto di vista, è possibile ritenere che una divergenza contenuta sarebbe anche accettabile, dal momento che il peso rifletterebbe la cultura aziendale, i valori e il branding del *provider* stesso.

Per quanto riguarda le differenze metodologiche, oltre alla già citata divisione di Truvalue Labs in cinque *pillar* (*Environment, Human Capital, Social Capital, Leadership & Governance, Business Model & Innovation*) invece che nei classici *Environmental, Social* e *Governance*, Refinitiv definisce 10 categorie valide per tutti i settori e industrie, mentre Bloomberg differenzia queste in base ai settori considerati, tenendo conto dunque di possibili specificità. Le categorie e le metriche di valutazione risultano essere alcune delle principali cause di divergenza perché è proprio su di queste che si basa il processo di *scoring*; definirle in maniera univoca, vorrebbe dire compiere un primo passo verso una maggiore standardizzazione che renderebbe il mercato ESG più convergente. A tal proposito, è Truvalue Labs a utilizzare una classificazione in sotto *pillar*, non di sua elaborazione interna, ma quella adottata dal SASB (*Sustainability Accounting Standards Board*), che oltretutto fa parte della IFRS Foundation (*International Financial Reporting Standards Foundation*), ente non-profit che divulga i principi contabili finanziari IAS/IFRS, oramai applicati in via del tutto ordinaria nella redazione del bilancio delle società quotate (attualmente sono 168⁹⁰ le giurisdizioni che applicano in via obbligatoria tali principi per la redazione del bilancio delle società quotate). Raggiungere lo stesso livello di standardizzazione nel mercato della sostenibilità, significherebbe informazione uniforme, chiara e trasparente, valutazione che avviene secondo i medesimi criteri e dunque oggettività nella metodologia di assegnazione dello *score* e maggiore credibilità dello *score* stesso. Altra divergenza che si riscontra è nella scala numerica che viene usata per esprimere il punteggio: esso può assumere valori da 0 a 100 nel caso di Refinitiv e da 0 a 10 nel caso di Bloomberg. Ulteriore differenza riguarda invece la

⁹⁰ IFRS Foundation, sito web, www.ifrs.org

metodologia vera e propria: Refinitiv combina due tipologie di punteggi, considerando anche le controversie che possono coinvolgere le dinamiche dell'impresa durante l'anno fiscale; questo aspetto non viene considerato da Bloomberg, che rilascia una sola tipologia di punteggio; Factset addirittura rilascia quattro tipologie differenti di punteggio. Tale aspetto può essere considerato come un fattore di confusione per coloro che utilizzano tali informazioni, avendo a disposizione diversi punteggi e non essendo sempre chiaro cosa ciascuno valuti.

Inoltre, altro elemento di confusione che non ha reso, in tale elaborato, immediati i confronti è la suddivisione in sottosectori del settore del food and beverage, che non risulta uniforme. Come è possibile riscontrare, le metodologie di calcolo e di aggregazione dei punteggi impiegate sono diverse: Refinitiv usa la media ponderata, Bloomberg una media generalizzata e Factset la media mobile; ci sono fattori di ponderazione come il *Disclosure Factor* e il *Freshness Factor* diversi tra di loro e che Refinitiv, ad esempio, non usa. Non vi è piena trasparenza neanche rispetto a come vengono valutati i sotto *pillar*: l'unica informazione piuttosto completa e dettagliata è quella del SASB, che riporta gli indicatori, da ritrovare nei bilanci o nei documenti ufficiali delle imprese, utili per valutare ciascun aspetto. Il fatto che per gli altri *provider* manchi l'informazione con riguardo a tale aspetto incrementa l'opacità con cui il mercato ESG opera e contribuisce alle critiche ad esso rivolte.

In conclusione, tale elaborato ha portato alla luce, empiricamente, diverse divergenze su più livelli (metodologici, di punteggio, di sensibilità), come dimostrato già dalla letteratura esistente. Ha evidenziato anche come alcuni elementi di standardizzazione ci siano sul mercato, ma siano scarsamente adottati ed utilizzati. Giunti al termine di questa analisi, si condivide l'opinione di alcuni studiosi rispetto al fatto che il mercato della sostenibilità sia un mercato recente, ancora nella sua forma embrionale e dunque con prospettive di crescita e di miglioramento, i cui fondamenti sono più che condivisibili, anche alla luce dei recenti eventi climatici e della crescente sensibilità rispetto a temi come l'inclusività, la salute e la sicurezza, ma che, per ora, presenta ancora aspetti di incertezza e di soggettività.

Bibliografia

Capitolo 1

Berg F., Kolbel J.F., Rigobon R., 2022, *Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings*, Review of Finance, 1315-1344, DOI: 10.1093/rof/rfac033

Billio M., Costola M., Hristova I., Latino C., Pelizzon L., 2020, *Inside the ESG ratings: (Dis)agreement and performance*, Corporate Social Responsibility and Environmental Management, 28, 1426-1445, DOI: 10.1002/csr.2177

Boffo, R., and R. Patalano, 2020, *ESG Investing: Practices, Progress and Challenges*, OECD Paris, www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-and-Challenges.pdf

Brammer S., Brooks C., Pavelin S., 2006, *Corporate Social Performance and Stock Returns: UK Evidence from Disaggregate Measures*, Financial Management Volume 35, Issue 3, 5-136, DOI: 10.1111/j.1755-053X.2006.tb00149.x

Capizzi V., Gioia E., Giudici G., Tenca F., 2021, *The divergence of esg ratings: an analysis of italian listed companies*, Journal of Financial Management, Markets and Institutions, Volume 9, Number 2, DOI: 10.1142/S2282717X21500067

Di Simone L., Petracci B., Piva M., 2022, *Economic Sustainability, Innovation, and the ESG Factors: An Empirical Investigation*, Sustainability, 14, 2270, DOI: 10.3390/su14042270

Dorflleitner G., Halbritter G., Nguyen M., 2015, *Measuring The Level and Risk of Corporate Responsibility – An empirical Comparison of Different ESG Rating Approaches*, Journal of Asset Management, 16, 450-466, DOI: 10.1057/jam.2015.31

Escrig-Olmedo E., Fernandez-Izquierdo M.A., Ferrero-Ferrero I., Rivera-Lirio J.M., Munoz-Torres M.J., 2019, *Rating The Raters: Evaluating how ESG Rating Agencies Integrate Sustainability Principles*, Sustainability, 11, 915, DOI: 10.3390/su11030915

Hauff J.C., Nilsson J., 2022, *Is ESG mutual fund quality in the eye of the beholder? An experimental study of investor responses to ESG fund strategies*, Business Strategy and the Environment, 1-14, DOI: 10.1002/bse.3181

Henze V., Boyd S., 24 Gennaio 2022, *ESG May Surpass \$41 Trillion Assets in 2022, But Not Without Challenges, Finds Bloomberg Intelligence*, Bloomberg Press Announcement

Incorvati L., Martedì 14 Febbraio 2023, n. 44, *I portafogli Esg resilienti alla stretta del regolatore*, Il Sole 24 ore

Ioannou I., Serafeim G., 2012, *What drives corporate social performance? The role of nation-level institutions*, Journal of International business Studies, 43, 834-864, DOI: 10.1057/jibs.2012.26

Kotsantonis S., KKS Advisors, Serafeim G., Harvard Business School, 2019, *Four Things No One Will Tell You About ESG Data*, Journal of Applied Corporate Finance, Volume 31, Number 2, 51-58, Columbia Business School

Li F., Polychronopoulos A., 2020, *What A Difference An ESG Provider Makes!*, Research Affiliates, www.researchaffiliates.com/esg

Mussi S., Ponzio A., Il Sole 24 Ore, Bilanci 2023, *La sostenibilità va provata sulla catena del valore*

Passas I., Ragazou K., Zafeiriou E., Garefalakis A., Zopounidis C., 2022, *ESG Controversies: A Quantitative and Qualitative Analysis for the Sociopolitical Determinants in EU Firms*, Sustainability, 14, 12879, DOI: 10.3390/su141912879

Pollman E., 2019, *Corporate Social Responsibility, ESG, and Compliance*, Forthcoming in Cambridge Handbook of Compliance

Capitolo 2

Aouadi A., Marsat S., 2016, *Do ESG Controversies Matter for Firm Value? Evidence from International Data*, Journal of Business Ethics, 151:1027-1047, DOI: 10.1007/s10551-016-3213-8

Di Simone L., Petracci B., Piva M., 2022, *Economic Sustainability, Innovation, and the ESG Factors: An Empirical Investigation*, Sustainability, 14, 2270, DOI: 10.3390/su14042270

Passas I., Ragazou K., Zafeiriou E., Garefalakis A., Zopounidis C., 2022, *ESG Controversies: A Quantitative and Qualitative Analysis for the Sociopolitical Determinants in EU Firms*, Sustainability, 14, 12879, DOI: 10.3390/su141912879

Servaes H., Tamayo A., 2013, *The Impact of Corporate Social Responsibility on Firm Value: The Role of Customer Awareness*, Management Science, 59(5):1045-1061, DOI: 10.1287/mnsc.1120.1630

Capitolo 3

Aouadi A., Marsat S., 2016, *Do ESG Controversies Matter for Firm Value? Evidence from International Data*, Journal of Business Ethics, 151:1027-1047, DOI: 10.1007/s10551-016-3213-8

Brammer S., Brooks C., Pavelin S., 2006, *Corporate Social Performance and Stock Returns: UK Evidence from Disaggregate Measures*, Financial Management Volume 35, Issue 3, 5-136, DOI: 10.1111/j.1755-053X.2006.tb00149.x

Friede G., Bush T., Bassen A., 2015, *ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies*, Journal of Sustainable Finance & Investment, 5:4, 210-233, DOI: 10.1080/20430795.2015.1118917

Pellegrini Bellavite C., Caruso R., Cifone R., *The Impact of ESG Scores on both Firm Profitability and Value in the Tyre and Automotive Sector (2002-2016)*

Servaes H., Tamayo A., 2013, *The Impact of Corporate Social Responsibility on Firm Value: The Role of Customer Awareness*, Management Science, 59(5):1045-1061, DOI: 10.1287/mnsc.1120.1630

Young In S., Young Park K., Monk A., 2017, *Is "Being Green" Rewarded in the Market? An Empirical Investigation of Decarbonization and Stock Returns*

Sitografia

Capitolo 1

Boffo, R., and R. Patalano, 2020, *ESG Investing: Practices, Progress and Challenges*, OECD Paris, www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-and-Challenges.pdf, consultato il 2/10/2023

Consob, <https://www.consob.it/web/area-pubblica/principi-contabili-normativa-europea>, consultato il 2/10/2023

European Banking Authority, 2021, *EBA Report On Management and Supervision of ESG Risks For Credit Institutions and Investment Firms*, European Banking Authority, https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Reports/2021/1015656/EBA%20Report%20on%20ESG%20risks%20management%20and%20supervision.pdf, consultato il 2/10/2023

European Commission, https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/european-green-deal_en, consultato il 2/10/2023

European Commission, https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/tools-and-standards/eu-taxonomy-sustainable-activities_en, consultato il 2/10/2023

European Commission, https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/company-reporting-and-auditing/company-reporting/corporate-sustainability-reporting_en, consultato il 2/10/2023

Forum per la finanza sostenibile, Borsa Italiana, 29 Luglio 2022, *CSRD, gas e nucleare in tassonomia, analisi ESMA sui rating ESG*, <https://www.borsaitaliana.it/finanza-sostenibile/regolamentazione/csrd-gas-e-nucleare-tassonomia.htm>, consultato il 2/10/2023

Forum per la finanza sostenibile, Borsa Italiana, *L'informativa a carattere non finanziario*, <https://www.borsaitaliana.it/finanza-sostenibile/materiali/nfrd.htm>, consultato il 2/10/2023

Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea, 22 Giugno 2020, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32020R0852&from=EN>, consultato il 2/10/2023

Henze V., Boyd S., 24 Gennaio 2022, *ESG May Surpass \$41 Trillion Assets in 2022, But Not Without Challenges, Finds Bloomberg Intelligence*, Bloomberg Press Announcement, <https://www.bloomberg.com/company/press/esg-may-surpass-41-trillion-assets-in-2022-but-not-without-challenges-finds-bloomberg-intelligence/>, consultato il 2/10/2023

International Finance Corporation, World Bank Group, Dicembre 2004, <https://documents1.worldbank.org/curated/en/280911488968799581/pdf/113237-WP-WhoCaresWins-2004.pdf>, consultato il 2/10/2023

Mooney A., Nilsson P., Financial Times, 27 Luglio 2020, *Why did so many ESG funds back Boohoo?*, <https://www.ft.com/content/ead7daea-0457-4a0d-9175-93452f0878ec>, consultato il 2/10/2023

Paton E., The New York Times, 8 Luglio 2020, *Why You Should Care That Boohoo Is Making Headlines This Week*, <https://www.nytimes.com/2020/07/08/fashion/boohoo-labor-influencer-crisis.html>, consultato il 2/10/2023

Capitolo 2

Enciclopedia Treccani, https://www.treccani.it/enciclopedia/civil-law-and-common-law_%28Storia-della-civilt%C3%A0-europea-a-cura-di-Umberto-Eco%29/#:~:text=La%20tradizione%20continentale%20romanistica&text=Fra%20di%20essi%2C%20si%20possono,a%20quelli%20di%20common%20law, consultato il 2/10/2023

Capitolo 3

Enciclopedia Treccani, https://www.treccani.it/enciclopedia/q-di-tobin_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/, consultato il 2/10/2023

Refinitiv, https://www.refinitiv.com/en/products/datastream-macroeconomic-analysis?utm_content=sitelink&utm_medium=cpc&utm_source=google&utm_campaign=596226_PaidSearchInvestmentSolutionsBAU&elqCampaignId=16987&gad=1&gclid=Cj0KCQjwmZejBhC_ARIsAGhCqncGubscjOFqXGJ_IlzbXgbNOT6l7JUK3P2WKST4VmFEIXI Gime-GKwaAhGJEALw_wcB&gclid=aw.ds, consultato il 2/10/2023

Refinitiv, Maggio 2022, *Environmental, Social and Governance Scores from Refinitiv*, Refinitiv, https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/methodology/refinitiv-esg-scores-methodology.pdf, consultato il 2/10/2023

Capitolo 4

Factset, Febbraio 2023, *At a glance: Factset Truvalue SASB Scores Datafeed*, <https://insight.factset.com/resources/at-a-glance-factset-truvalue-sasb-scores-datafeed>, consultato il 2/10/2023

Factset, 2023, *ESG Data and Analytics from Truvalue Labs*, <https://go.factset.com/hubfs/Website/Resources%20Section/Brochures/esg-data-and-analytics-from-truvalue-labs-brochure.pdf>, consultato il 2/10/2023

Factset, 2022, *Solutions for ESG Investing*, <https://go.factset.com/hubfs/Website/Resources%20Section/Brochures/solutions-for-esg-investing-brochure.pdf>, consultato il 2/10/2023

Factset, 20 Luglio 2023, *Factset Truvalue SASB Scores Datafeed*, <https://go.factset.com/marketplace/catalog/product/sasb-scores-datafeed>, consultato il 2/10/2023

Harper D. R., Investopedia, 2 Giugno 2022, *Exploring the Exponentially Weighted Moving Average* <https://www.investopedia.com/articles/07/ewma.asp>, consultato il 2/10/2023

IFRS Foundation, <https://www.ifrs.org/use-around-the-world/use-of-ifrs-standards-by-jurisdiction/>, consultato il 2/10/2023

Sustainability Standards Board, SASB Standards Overview, <https://sasb.org/standards/>, consultato il 2/10/2023

Sustainability Standards Board, Download SASB Standards, <https://sasb.org/standards/download/>, consultato il 2/10/2023

Appendice

Società	Dev. Standard time-series
Danone	10,05156693
Jbs On	8,083333043
China Mengniu Dairy	18,82280239
Saputo	11,64805391
Tingyi Cymn.Isle.Hldg.	11,85742919
Brf Brasil Foods On	13,95025889
China Agri- Industries Hldgs	3,494258783
M Dias Branco Industria On	13,03916291
Maple Leaf Foods	9,941837145
Marfrig Frigorificos On	9,742696845
Asian Citrus Hdg.	12,35003898
Australian Agricultural	6,727860558
Avecho Biotechnology	6,215590662
Bega Cheese	12,71363175
Chaoda Modern Agric.Hdg.	11,04740357
China Foods	13,44280858
China Yurun Food Group	20,12982342
Elders	9,027989177
First Pacific	18,92685783
Graincorp A	12,36284218
Ridley	4,76734832
Select Harvests	15,06344333
Tassal Group Dead - Delist.22/11/22	8,363531796
Terra Santa Agro On Dead - Delist.02/08/21	4,559205672
Kerry Group 'A'	21,57082918
Nestle India	14,91652319
Charoen Pokphand Indo.	7,189447391
Ajinomoto	8,365131542
Astra Agro Lestari	5,481842479
Glanbia	14,94017213
Grupo Bimbo 'A'	12,53164206
Indofood Cbp Sukses Mkm.	10,6335418
Kikkoman	3,833393183
Kuala Lumpur Kepong	18,69165213
Meiji Holdings	14,03858999
Yakult Honsha	16,44850849
Calbee	11,28180152
Genting Plantations	14,21328913
Glxsck.Csm.Hlthcr. Dead - Delist.16/04/20	12,81562441
House Shokuhin Gp.Honsha K K	9,032614872
Indofood Sukses Makmur	16,40470412

Ioi Corporation	13,71465473
Keio	7,509414348
Kewpie	15,0872679
Nh Foods	12,30244834
Nichirei	15,15407204
Nisshin Seifun	16,92356213
Nissin Foods Holdings	19,92219295
Toyo Suisan Kaisha	9,427599957
Yamazaki Baking	1,666062674
Fgv Holdings	17,23922873
Greencore Group	8,048974134
Nestle 'N'	17,52285616
Chocoladefabriken Lindt & Spruengli	20,91774426
Mowi	11,70082828
Barry Callebaut	12,31342391
Orkla	7,234187645
Tiger Brands	13,89926363
Avi	3,145127256
Cj Cheiljedang	19,64263751
Corbion	16,74844812
Emmi Ag	6,985549804
Golden Agri-Resources	15,90824
Lotte	13,92536263
Oceana Group	6,161882977
Olam International Dead - Delist.16/03/22	16,20077388
Pioneer Food Group Dead - Delist.24/03/20	6,13903145
Universal Robina	15,13544611
Viscofan	12,50286949
Aryzta	19,98632299
Astral Foods	4,298471821
Delfi	7,020443038
Kernel Holding	23,90585863
Rcl Foods	5,436404142
Mondelez International Cl.A	13,39224443
General Mills	13,77020362
Associated Brit.Foods	16,53405131
Tyson Foods 'A'	10,8610671
Hershey	11,92583973
Hormel Foods	8,735109056
Kellogg	10,90023974
Mccormick & Company Nv.	12,23144399
Campbell Soup	7,575486239
Conagra Brands	11,30820907
Charoen Pokphand Foods	12,6473884
J M Smucker	19,40612981
Uni-President Ents.	13,8307179

Tate & Lyle	11,87396744
Cranswick	13,5571411
Flowers Foods	12,69020711
Herbalife Nutrition	13,07654615
Standard Foods	21,23408572
Dean Foods Dead - Delist.03/06/21	6,327128891
Devro	10,53013373
Premier Foods	17,39107056
Ulker Biskuvi Sanayi	20,04135772
Coca Cola	11,03895562
Pepsico	12,00302666
Anheuser-Busch Inbev	10,90530479
Diageo	16,51346516
Ambev On	9,453103988
Heineken	4,75650584
Pernod-Ricard	11,58440113
Keurig Dr Pepper	11,13040013
Constellation Brands 'A'	5,862343347
Monster Beverage	11,54071122
Coca Cola Europacific Partners	12,51627584
Asahi Group Holdings	10,61206221
Heineken Holding	5,855389838
Carlsberg B	8,926088943
Brown-Forman 'B'	8,59064227
Fomento Economico Mexicano	12,14116169
China Resources Beer Holdings	8,507013267
Kirin Holdings	5,956612172
Coca-Cola Hbc	11,58791842
Davide Campari Milano	18,24343756
Suntory Beverage & Food	21,43150102
Arca Continental	11,04533056
Britvic	10,70535791
Molson Coors Beverage Company B	7,767917678
Remy Cointreau	14,18008911
Treasury Wine Estates	11,31641965
Tsingtao Brewery 'A'	9,651791726
Anadolu Efes Biracilik Ltd.	9,734292015
Barr (Ag)	5,346326458
C&C Group	11,32785925
Coca Cola Icecek	7,851453253
Coca-Cola Amatil Dead - Delist.11/05/21	5,976553938
Coca-Cola Bottlers Japan Holdings	17,56255158
Coca-Cola Femsa Ubl Units	12,79291476
Compania Cervecerias Unidas	17,10611302
Primo Water	9,194792353
Hitejinro	4,68858416

Ito En	7,145977756
Sapporo Holdings	13,52474966
Takara Hdg.	11,7356811
Uni-President China Hdg.	16,46803267
United Breweries	5,613444674
United Spirits	12,67018381
Yantai Changyu Pion.Wine 'A'	1,156642476
Vina Concha Y Toro	14,64067063

Ringraziamenti

Ringrazio l'università Cattolica che mi ha dato la possibilità di conoscere nuove persone, di formarmi, di imparare, di crescere; ringrazio il professore Carlo Bellavite Pellegrini e la dottoressa Rachele Camacci per avermi aiutato nella stesura della tesi; ringrazio il dottor Songia, responsabile della banca dati della biblioteca Necchi, che ha avuto tanta pazienza e che è stato fondamentale per il lavoro di tesi. Ringrazio la mia famiglia e i miei amici per essermi stati accanto e per avermi dato supporto in questi due anni.

Questo è un traguardo, ma è solo l'inizio di qualcosa di più grande ancora. Da qua, inizia tutta un'altra esperienza di vita ... la vita vera, quella da cui non puoi scappare. La pacchia è finita, ma c'è ancora qualche giorno per festeggiare; quindi, prendiamo in mano uno spritz e brindiamo al futuro, che possa portare serenità, gioia e soddisfazione.

Ad maiora!

Carolina

