

La relazione fra *rating* ESG e
performance di mercato: uno studio sui
titoli dell'indice Stoxx® Europe 600

Quaderno di ricerca a cura di
Giancarlo Giudici – Dipartimento di Ingegneria Gestionale del Politecnico di Milano
Matteo Bonaventura – Banor SIM

La relazione fra *rating* ESG e *performance* di mercato: uno studio sui titoli dell'indice Stoxx[®] Europe 600

SOMMARIO



Executive Summary	pag 7
Introduzione	pag 9
La letteratura esistente	pag 13
Metodologia e campione di analisi	pag 15
Risultati dell'analisi	pag 19
Conclusioni	pag 29
Bibliografia	pag 31
Banor SIM	pag 34
Politecnico di Milano School of Management	pag 35

EXECUTIVE SUMMARY



L'attenzione degli investitori verso le tematiche ESG è in costante crescita: lo testimonia l'aumento delle masse gestite secondo criteri orientati all'attenzione verso la sostenibilità sociale e ambientale e verso la *fair governance*. Studi condotti soprattutto sul mercato americano dimostrano che le strategie di gestione attiva di portafogli che integrano modelli tradizionali di analisi *value based* e criteri ESG ottengono performance migliori.

In questo lavoro proponiamo uno studio inedito sul mercato europeo, in particolare sui titoli dell'indice Stoxx® Europe 600. Considerando il periodo dal 2012 al 2017, lo studio dimostra che le imprese caratterizzate da *rating* ESG più elevati ottengono rendimenti differenziali superiori, con una deviazione *standard* non significativamente diversa. Il mercato sembra premiare in particolare le imprese che perseguono buone pratiche complessivamente nei tre elementi *environment*, *social* e *governance*, piuttosto che in uno dei singoli. I dati mostrano anche che le migliori strategie di investimento di portafoglio sono quelle che combinano i *rating* ESG con considerazioni legate all'analisi fondamentale, in particolare il rapporto prezzo su utile per azione, a ulteriore dimostrazione dei vantaggi ottenibili nell'asset allocation da un approccio integrato.

Un'analisi approfondita sulle determinanti della *performance* per i titoli industriali dell'indice rivela che le imprese con alto *rating* ESG sono state più efficienti sia nell'aumentare i volumi di fatturato, sia nel miglioramento della marginalità operativa (che in valore mediano è invece negativa per le altre imprese), sia nel *dividend yield*. L'evidenza è coerente con l'ipotesi che l'adozione delle migliori pratiche ESG sia la fonte di un vantaggio competitivo di lungo termine.

INTRODUZIONE



L'integrazione di buone pratiche in merito a fattori ambientali, sociali e di *governance* (Environmental Social & Governance, ESG) è ormai una priorità nell'agenda di imprenditori e investitori. Se fino a poco tempo fa questo si traduceva nel favorire pratiche manageriali orientate non solo alla creazione di profitto, ma anche all'attenzione verso l'ambiente, l'eco-efficienza, la sicurezza e il *welfare* dei lavoratori, la trasparenza, l'eticità e in generale l'impatto dell'azienda su tutti i suoi *stakeholders*, oggi il paradigma ESG rappresenta a tutti gli effetti una bussola in grado di discriminare la sostenibilità di lungo termine, e quindi il vantaggio competitivo. Le imprese attente ai fattori ESG sono imprese che gestiscono le proprie risorse rispettando criteri di sostenibilità ambientale non senza investire in innovazione per crescere, credono nella responsabilità sociale d'impresa non senza attrarre e coltivare talenti, cercano strategie nuove per ridurre i rischi del *business* non senza aprire un canale di comunicazione con tutti gli *stakeholders*.

L'attenzione del mercato verso le tematiche ESG è testimoniata dal crescente numero di imprese che, accanto ai documenti economico-finanziari tradizionali, pubblicano informazioni aggiuntive correlate a tale ambito, nonché dal crescente numero di investitori istituzionali che dichiaratamente si rifanno a questi criteri, non solo nell'ambito dell'*asset management* tradizionale, ma anche per gli investimenti alternativi come il *private equity* e al momento stesso della raccolta sul mercato primario (si pensi alla crescita del mercato dei *green bond*). Crescono anche gli analisti specializzati che hanno introdotto indici aggregati e misure di *rating* in ambito ESG. Secondo i dati di alcuni analisti (Bloomberg, Merrill Lynch, Global Sustainable Investment Alliance) nel 2016 lo *stock* di investimenti allocati secondo criteri ESG era pari a 23.000 miliardi di dollari, in forte aumento rispetto agli anni precedenti. In Europa la quota dei nuovi investimenti gestiti con criteri ESG ha ormai superato il 50%.

Non esiste una tassonomia ben definita dei criteri di investimento compatibili con il paradigma ESG. È possibile però individuare alcune strategie condivise (Bernow et al., 2017; Sandrin, 2018):



SCREENING

Consiste nell'esclusione *tout court* di alcune aree di *business* dall'*asset allocation*, considerate non etiche (armi, tabacco, gioco d'azzardo) o non eco-compatibili; si tratta di un approccio 'passivo' facilmente implementabile, ma che non guarda alle differenze fra singole imprese.



ESG INTEGRATION

Nella fase di *stock picking* consiste nell'attribuire attivamente alle singole imprese un *rating* ESG, in funzione di alcuni parametri osservabili o stimabili; tali fattori vengono poi considerati accanto a quelli tradizionali adottati dagli analisti di tipo economico e finanziario; si tratta chiaramente di un approccio che richiede la raccolta e l'analisi di numerosi dati, e quindi un investimento significativo in termini di tempo e competenze.



BEST-IN-CLASS

Consiste nella selezione, all'interno di tutti i settori di *business* possibili, delle imprese che meglio performano rispetto ai criteri ESG.



FOCALIZATION

In questo caso si sceglie di focalizzare l'attenzione su un singolo tema di investimento, quale potrebbe essere l'eco-efficienza, il *sourcing*, la *governance*, lo sfruttamento dei lavoratori.



ENGAGEMENT

La sensibilità del mercato verso le tematiche ESG ha portato gli investitori istituzionali ad essere sempre più attivi non solo nella fase di analisi delle opportunità di investimento, ma anche *ex post* attraverso azioni di *moral suasion* se non di aperta critica nelle sedi opportune come le assemblee dei soci, al fine di convincere le imprese finanziate a migliorare.

La diffusione delle pratiche ESG è alimentata con vigore dai *policy-maker*. Una tappa importante è stata la pubblicazione nel 2015 dei Sustainable Development Goals (SDGs) da parte dell'ONU, una lista di 17 obiettivi e 169 *target* specifici da raggiungere entro il 2030 sulle priorità ambientali, sociali ed economiche nell'agenda mondiale che possono rappresentare un punto di riferimento non solo per i *policy-maker* ma anche per *manager* e investitori nelle loro decisioni.

Nell'Unione Europea forte è l'attenzione verso le tematiche ESG. La Commissione Europea ha delegato ad un comitato (High-Level Expert Group on Sustainable Finance) l'individuazione di alcune linee guida che possano essere applicate nei singoli Paesi dalle autorità di vigilanza bancaria; nel marzo 2018 è stato diffuso un piano di 10 azioni concrete, riferite sia alla comunicazione ma anche alla standardizzazione delle buone pratiche e ai requisiti regolamentari. In Italia è entrata in vigore nel 2017 la legge che dà responsabilità alla Consob per la vigilanza sulla diffusione delle informazioni di carattere non finanziario, come i bilanci sociali e l'informativa ESG; il relativo regolamento è stato pubblicato nel gennaio 2018 e prevede che le grandi imprese quotate pubblichino una 'dichiarazione sui temi di carattere non finanziario' (DNF), come gli aspetti ambientali, sociali, quelli attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani, alla lotta contro la corruzione attiva e passiva.

Questa ricerca, sviluppata congiuntamente dalla School of Management del Politecnico di Milano e da Banor SIM, intende contribuire allo stato dell'arte esistente analizzando la relazione fra *rating* ESG e *performance* di mercato per i titoli azionari più importanti quotati sui listini europei. L'approccio adottato è quello di Khan et al. (2016) per il mercato USA, ovvero definire per ogni macro-settore economico una serie di indicatori rilevanti ai fini ESG ottenendo una misura standardizzata del *rating* ESG di ogni impresa. L'analisi sui rendimenti di mercato mostra che i titoli appartenenti al quartile delle imprese con più alto *rating* ESG sono quelle che performano meglio e che mostrano sia una crescita dei ricavi maggiore sia una migliore marginalità. Infine si mostra come l'integrazione fra indicatori ESG e considerazioni economico-finanziarie classicamente usate dagli analisti nella logica *value-based* sia la strategia migliore per creare portafogli efficienti.

LA LETTERATURA ESISTENTE



L'importanza di adottare comportamenti in linea con la responsabilità sociale d'impresa non è solo un fattore etico, rispetto alla definizione di quelli che dovrebbero essere gli obiettivi finali dell'attività d'impresa (non la massimizzazione del valore per i soli azionisti, ma per tutti gli *stakeholders*; Clarkson, 1995), ma è anche un obiettivo di sostenibilità del vantaggio competitivo nel corso del tempo, e quindi diventa un fattore chiave nella generazione di valore per gli azionisti (Porter, 1985; Barney, 1991). Introdurre nel *management* d'impresa progetti con un impatto positivo sull'ambiente o sui rapporti sociali ma fini a sé stessi non può essere considerato il traguardo (e anzi molto spesso porterebbe ad una redditività più bassa), quanto invece lo strumento strategico per identificare la relazione fra profittabilità e pratiche ESG e ottimizzare il modello di *business* (Eccles e Serafeim, 2013). Amel-Zadeh e Serafeim (2018) riportano i risultati di una *survey* condotta fra gestori di fondi di investimento, dalla quale si evidenzia che i parametri ESG vengono utilizzati per considerare la rischiosità dei diversi titoli, in funzione di eventuali comportamenti 'negativi' che potrebbero generare delle passività inattese.

Un primo filone della letteratura, cui questo lavoro intende contribuire, esamina la relazione fra pratiche ESG e *performance* di mercato. Eccles et al. (2014) confrontano un *panel* di 180 imprese americane 'eccellenti' dal punto di vista della sostenibilità con altrettante imprese comparabili che non adottano buone pratiche, e trovano una *performance* operativa e di mercato significativamente migliore. Risultati simili sono individuati rispetto all'impatto dell'azione di pratiche socialmente responsabili (Waddock e Graves, 1997) e ambientali (Dimson et al., 2015). Auer e Schuhmacher (2016) e Khan et al. (2016) sottolineano che le buone pratiche ESG hanno effetti differenziati in diverse aree di *business*, in funzione di quanto ogni singolo elemento considerato potrebbe impattare sul valore aziendale. Non vi è invece evidenza univoca che i fondi di investimento

dichiaratamente orientati a criteri di responsabilità sociale nello *stock picking* ottengano rendimenti superiori rispetto agli altri fondi a gestione attiva (Statman, 2000; Renneboog et al., 2008; In et al., 2014; Nofsinger & Varma, 2014).

Un secondo filone della letteratura analizza il rapporto fra adozione delle buone pratiche in tema di sostenibilità sociale e accesso al mercato del capitale. Più trasparenza nella gestione aziendale, finalizzata a evidenziare i risultati 'sociali' e impegno a ridurre i comportamenti opportunistici verso tutti gli *stakeholder* possono ridurre il costo del capitale azionario (El Ghoul et al., 2011; Sassen et al., 2016), il costo del capitale di debito (Goss e Roberts, 2011; Jiraporn et al., 2014) e quindi il razionamento del capitale (Cheng et al., 2014), nonché attrarre meglio l'attenzione del mercato e degli analisti finanziari (Dhaliwal et al., 2011; Ioannou e Serafeim, 2015).

METODOLOGIA E CAMPIONE DI ANALISI

● ●

L'analisi si concentra sull'indice Stoxx® Europe 600, che è rappresentativo di 600 titoli azionari ad alta, media e bassa capitalizzazione di imprese appartenenti a 17 nazioni europee. Il periodo considerato va dal 2012 al 2017; nell'arco dei sei anni la composizione del paniere è mutata periodicamente e sono quindi 882 le imprese considerate nell'analisi. Per ogni titolo sono stati raccolti i dati sui prezzi di Borsa (fonte: Datastream), sulla *performance* operativa riportata nei bilanci (fonte: Worldscope) e su informazioni di tipo non contabile, relative a parametri ESG (fonte: Thomson Reuters Eikon ESG). Per questi ultimi dati si tratta di 424 indicatori annuali, raggruppati in 10 categorie e disponibili per ogni impresa.

L'indice complessivo di *rating* ESG viene calcolato annualmente e normalizzato per ogni impresa del campione, confrontando ogni indicatore con la media annuale relativa al settore industriale cui l'impresa appartiene. Seguendo Khan et al. (2016) il peso attribuito ad ogni indicatore ESG varia da industria a industria, per tenere conto delle specificità di ogni area di *business*. Per fare un esempio, fattori come la sicurezza dei dati e la *privacy* dei clienti sono molto più importanti in attività quali informatica e telecomunicazioni piuttosto che nel manifatturiero, ambito dove invece gli aspetti legati all'inquinamento e all'impatto sull'ambiente contano molto più che nel mondo dei servizi e della finanza. L'importanza relativa degli indicatori viene rilevata dalle tabelle SASB Materiality Map™ (si veda <https://www.sasb.org/materiality/sasb-materiality-map/>). Si tratta di una matrice elaborata dal Sustainability Accounting Standards Board (SASB) che, incrociando 10 aree di *business* con 30 gruppi di indicatori classificati nelle categorie Environment, Social Capital, Human Capital, Business Model & Innovation, Leadership & Governance, individua se un certo indicatore è molto, mediamente o poco importante in quella industria. Ciascuno dei 424 indicatori disponibili è stato associato ad una delle 30 classi di variabili della matrice SASB,

in modo da ottenere il peso di ognuno di essi in funzione delle diverse aree di *business*. In alcuni casi è stato possibile attribuire una corrispondenza biunivoca fra gli indici SASB e quelli Thomson Eikon ESG; altre volte è stato sufficiente associare gli indici ad una delle 30 macroaree.

Nel dettaglio, la procedura segue questi passi, per ognuno degli anni considerati:

1

Raccolta dei dati dal *database* Thomson Eikon ESG per le imprese interessate

2

Calcolo del punteggio attribuito ad ogni azienda rispetto al singolo indicatore attraverso i pesi definiti nella SASB Materiality Map™ nella specifica macroarea di corrispondenza

3

Calcolo del valore dei *rating* per le tre singole componenti (Environment, Social e Governance), attraverso la sommatoria pesata

4

Calcolo del valore del *rating* complessivo ESG, attraverso la media pesata dal numero degli indicatori

5

Discussione e validazione del risultato insieme agli analisti di Banor SIM

Una volta ottenuti i valori del *rating* annuale, il campione dei titoli viene suddiviso per ogni anno in quartili, da cui viene individuato il primo quartile, che comprenderà i titoli caratterizzati da un *rating* migliore, e l'ultimo quartile, che comprende invece le imprese con *rating* ESG peggiore. Gli altri titoli, che raggruppano il secondo e il terzo quartile, vengono classificati in un terzo *cluster* intermedio. Per i tre sottocampioni identificati, viene calcolata la *performance* mensile media di mercato nei 12 mesi che vanno da giugno dell'anno in questione, fino a giugno dell'anno successivo, quando i valori degli indici vengono riaggiornati, e quindi anche la composizione dei quartili viene riaggiornata.

RISULTATI DELL'ANALISI

La Tabella 1 descrive la *performance* cumulata dei portafogli suddivisi per quartile. Si può notare che i titoli caratterizzati dal punteggio ESG più elevato mostrano un rendimento superiore rispetto agli altri. Per quanto riguarda invece la volatilità del rendimento, non si riscontrano differenze significative. Il risultato è meglio evidenziato nella Figura 1.

Quartile rating ESG	Performance cumulata 2012-2017	Performance media annuale 2012-2017	Deviazione standard annuale della performance
Basso	+70,9%	+11,3%	11,36%
Medio	+80,5%	+12,5%	11,22%
Alto	+86,1%	+13,2%	11,19%

Tabella 1. Performance di mercato dei titoli dell'indice Stoxx® Europe 600, in funzione del rating ESG.

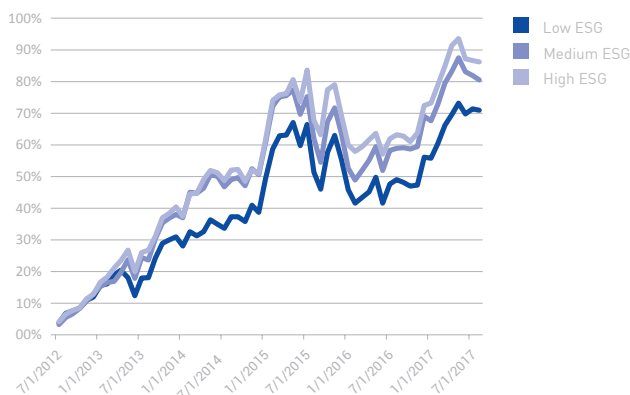


Figura 1. Rendimento cumulato dei titoli dell'indice Stoxx® Europe 600, in funzione del rating ESG.

La Tabella 2 riporta i risultati relativi alla performance e alla volatilità dei titoli azionari, suddividendoli in funzione del *rating* rispetto alle singole tre classi ESG (Environmental, Social, Governance). Si osserva che in tutti i contesti la *performance* peggiore è associata al quartile con punteggio più basso. È interessante vedere che in nessuna delle categorie il quartile con punteggio più elevato è anche quello con *performance* significativamente migliore. Il risultato evidenziato nei tre grafici della Figura 2, se confrontato con quello di Figura 1, ci indica quindi che il mercato premia le imprese che si distinguono per le buone pratiche nel complesso dei tre indicatori, e non solo in uno specifico.

Quartile rating E	Performance cumulata 2012-2017	Performance media annuale 2012-2017	Deviazione standard annuale della performance
Basso	+66,2%	+10,7%	11,06%
Medio	+83,6%	+12,9%	10,90%
Alto	+79,4%	+12,4%	11,08%

Quartile rating S	Performance cumulata 2012-2017	Performance media annuale 2012-2017	Deviazione standard annuale della performance
Basso	+63,9%	+10,0%	11,19%
Medio	+84,5%	+12,6%	10,95%
Alto	+81,1%	+12,2%	11,17%

Quartile rating G	Performance cumulata 2012-2017	Performance media annuale 2012-2017	Deviazione standard annuale della performance
Basso	+73,6%	+11,3%	11,19%
Medio	+82,7%	+12,4%	11,06%
Alto	+76,3%	+11,6%	11,12%

Tabella 2. Performance media di mercato dei titoli dell'indice Stoxx® Europe 600, in funzione dei rating nelle tre categorie E, S e G.

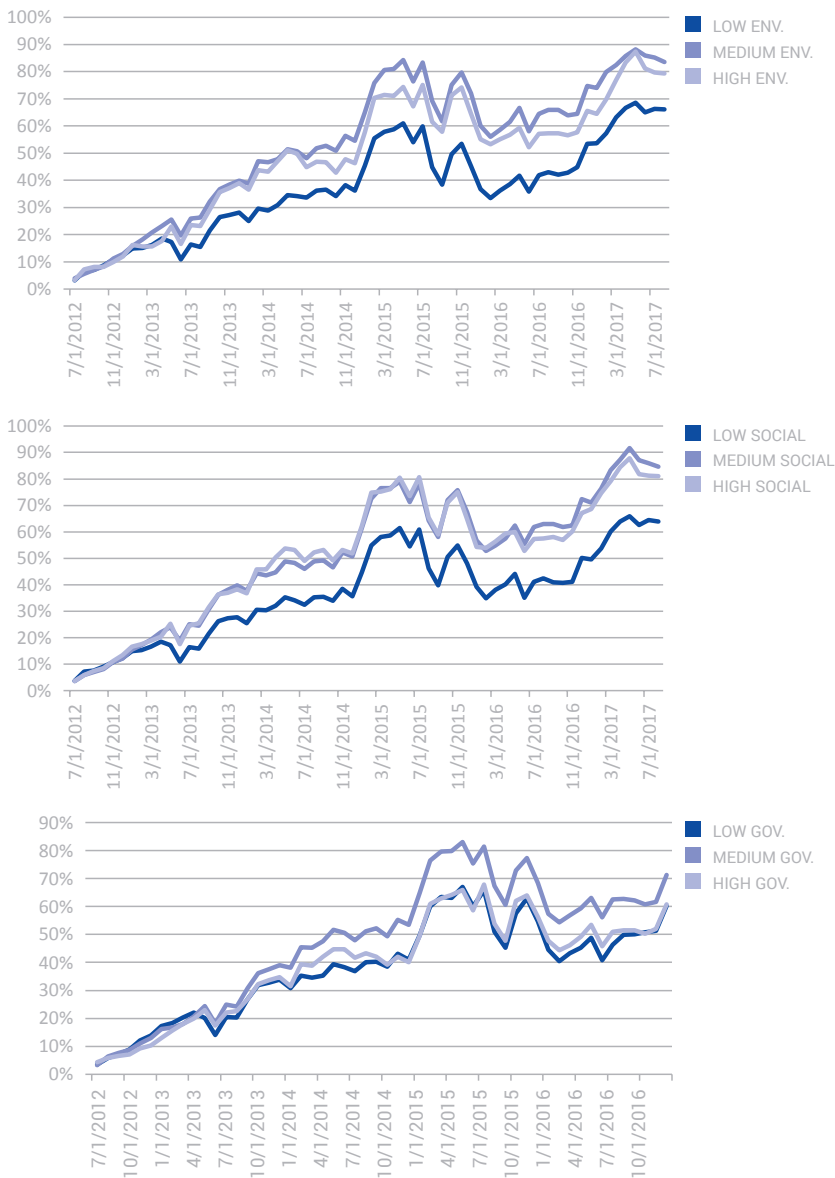


Figura 2. Rendimento cumulato dei titoli dell'indice Stoxx® Europe 600, in funzione dei rating nelle tre categorie E, S e G.

Per meglio comprendere le determinanti della *performance* di mercato, il *total return* di ogni titolo *i* appartenente all'indice Stoxx® Europe 600 è stato decomposto nelle varie componenti rappresentate nell'Equazione 1:

$$TR_i = \frac{\left(\frac{P}{E}\right)_t}{\left(\frac{P}{E}\right)_{t-1}} * \frac{Sales_t}{Sales_{t-1}} * \frac{\left(\frac{EBIT}{Sales}\right)_t}{\left(\frac{EBIT}{Sales}\right)_{t-1}} * \frac{\left(\frac{EBT}{EBIT}\right)_t}{\left(\frac{EBT}{EBIT}\right)_{t-1}} * \frac{\left(\frac{NI}{EBT}\right)_t}{\left(\frac{NI}{EBT}\right)_{t-1}} + DY - 1 \quad (1)$$

dove il valore P/E è il ben noto rapporto *price-to-earnings* (prezzo su utili dell'impresa), *Sales* è il volume totale annuale nei ricavi consolidati dell'impresa, *EBIT* è il margine operativo netto dell'impresa, *EBT* è l'utile lordo (su cui impatta l'indebitamento dell'impresa e quindi l'effetto della leva finanziaria), *NI* è l'utile netto (su cui impatta la pressione fiscale), *DY* è il *dividend yield*, ovvero il rapporto fra dividendo pagato dall'impresa e prezzo dell'azione all'inizio dell'anno.

L'Equazione 1 può quindi essere così interpretata:

$$TR_i = \text{variazione rapporto P/E} * \text{incremento ricavi} * \text{incremento marginalità operativa} * \textit{leverage effect} * \textit{tax effect} + DY - 1 \quad (2)$$

Il rendimento di ogni titolo azionario nell'arco del periodo può quindi essere interpretato come la combinazione dei fattori citati nell'Equazione (2), che sono stati ricavati per il campione di analisi.

La Tabella 3 riporta i risultati limitatamente alle 691 imprese del settore industriale (escludendo quindi banche, assicurazioni e società finanziarie), che evidenziano nel corso del periodo esaminato un incremento generalizzato dei multipli di valutazione (P/E). È interessante però notare come le imprese con alto *rating* ESG siano state più efficienti sia nell'aumentare i volumi di fatturato, sia nel miglioramento della marginalità operativa (che in valore mediano è invece negativa per le altre imprese), sia nel *dividend yield*. L'evidenza è coerente con l'ipotesi che l'adozione delle migliori pratiche ESG sia una fonte di vantaggio competitivo di lungo termine. Le imprese sensibili ai temi ESG sembrano più efficaci nell'utilizzare la leva finanziaria (forse perché riescono a finanziarsi a condizioni migliori) mentre sono leggermente penalizzate dal fattore fiscale; questi ultimi due effetti hanno però un ruolo marginale nel complesso.

	<i>Rating</i> ESG basso	<i>Rating</i> ESG medio	<i>Rating</i> ESG alto
Variatione rapporto P/E	9,6%	11,0%	8,8%
Incremento ricavi	3,0%	3,3%	4,1%
Incremento marginalità operativa	-7,4%	-3,3%	0,4%
<i>Leverage effect</i>	-0,2%	0,0%	0,2%
<i>Tax effect</i>	0,3%	0,2%	-0,2%
<i>Dividend Yield</i>	2,1%	2,8%	2,9%

Tabella 3. Valori mediani degli indici rappresentativi della *performance* di mercato dal 2012 al 2017 dei 691 titoli industriali dell'indice Stoxx® Europe 600, in funzione del *rating* ESG.

Per approfondire ulteriormente il legame fra valutazione di mercato e *rating* ESG, si è fatto riferimento al ben noto Dividend Discount Model (DDM) che prezza un titolo azionario attraverso la sommatoria dei dividendi futuri attesi, attualizzati con un opportuno costo del capitale k . Dividendo il prezzo per l'utile per azione si ottiene l'indice P/E che può quindi essere calcolato come il valore attualizzato dei *payout* ratio futuri.

$$\frac{P}{E} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{payout}_t}{(1+k)^t} \quad (3)$$

Ipotizzando un *payout* futuro medio e un costo del capitale azionario costanti, l'Equazione (3) diventa:

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{payout}}{k} \quad (4)$$

Sotto questo modello, uno scostamento dei valori dell'indice P/E rispetto al rapporto fra il *payout* e il costo del capitale potrebbe essere spiegato da parametri ESG. In altre parole, qualora il mercato dovesse 'apprezzare' un buon *rating* ESG, dovremmo osservare per le imprese che adottano le migliori pratiche un rapporto *price-to-earnings* più elevato rispetto a quanto predetto dall'Equazione 4. Al contrario imprese con un basso *rating* ESG dovrebbero prezzare 'a sconto' rispetto al valore di equilibrio.

Escludendo di nuovo le società bancarie, assicurative e finanziarie, è stata condotta una regressione lineare sui valori annuali dell'indice P/E per i titoli dell'indice europeo, utilizzando come variabili indipendenti: (1) il *payout* futuro medio previsto nel *consensus* degli analisti, (2) il costo del capitale stimato in funzione del parametro *beta* del Capital Asset Pricing Model, (3) il *rating* ESG ottenuto nel nostro modello. Analizzando i residui della regressione, è stato possibile suddividere il campione fra titoli 'correttamente prezzati', titoli valutati 'a sconto' e titoli valutati 'a premio' (si veda la Tabella 4, parte A). I risultati mostrano che i titoli 'sottovalutati' rispetto alla stima econometrica sono quelli che hanno offerto rendimenti di mercato significativamente migliori nel periodo considerato.

Parte A: modello integrato	Performance cumulata	Performance annuale media	Deviazione standard annuale
Residui regressione positivi (titoli sopravvalutati)	115,2%	16,5%	11,67%
Residui regressione contenuti	115,5%	16,6%	11,40%
Residui regressione negativi (titoli sottovalutati)	130,4%	18,2%	10,57%
Parte B: analisi ESG			
Rating ESG basso	107,2%	15,7%	11,26%
Rating ESG medio	122,6%	17,4%	11,19%
Rating ESG alto	125,4%	17,6%	11,09%
Parte C: analisi P/E			
P/E basso	110,7%	16,1%	11,81%
P/E medio	117,2%	16,8%	11,19%
P/E alto	125,7%	17,8%	10,77%

Tabella 4. Performance cumulata, performance media mensile e volatilità del rendimento per i 691 titoli industriali dell'indice Stoxx® Europe 600, in funzione del rating ESG.

La Parte B e la Parte C della Tabella 4 evidenziano la *performance* cumulata per i *cluster* del campione raggruppati rispettivamente rispetto al *rating* ESG e all'indice P/E. Si conferma che le aziende con *rating* ESG più elevato generano rendimenti superiori, ma è interessante notare che una strategia di *stock picking* che avesse adottato il modello a più fattori utilizzato nella Parte A, selezionando i titoli più sottovalutati, avrebbe portato a risultati migliori. È dunque confermato che l'integrazione delle informazioni ESG in un contesto ancorato all'analisi *value-based* possa generare un valore aggiunto non ottenibile da una visione parziale.

L'APPROCCIO "VALUE-BASED" DI BANOR SIM NELL'ANALISI DEI FATTORI ESG



Banor SIM è una delle società indipendenti *leader* in Italia nel campo del *value investing*. Banor può vantare, grazie alla sua esperienza pluriennale, una profonda conoscenza dei mercati azionari europei. Ogni giorno il *team* degli analisti investe energie nella raccolta ed elaborazione di informazioni, con l'obiettivo di comprendere i fondamentali e individuare i *driver* del vantaggio competitivo delle imprese in cui investire.



Il processo di *asset allocation* partendo dagli obiettivi strategici avviene attraverso una scrupolosa selezione dei titoli e un confronto approfondito nei *team* degli analisti. I criteri ispirati alla sostenibilità sono importanti elementi di valutazione e BANOR crede fortemente nell'importanza di affiancare temi qualitativi riferiti alla *governance* e all'impatto ambientale e sociale accanto a informazioni classiche di tipo quantitativo riferite ai dati contabili.



In ambito ESG il valore aggiunto di Banor è la capacità di analisi che non considera solamente i *rating* forniti da analisti terzi, ma che ricerca dettagliatamente informazioni nei documenti pubblici e ne interpreta la rilevanza integrandoli nei modelli *value-based*.



Il progetto di ricerca avviato insieme alla School of Management del Politecnico di Milano mira esattamente a formalizzare un *framework* di riferimento, in linea con le *best practice* indicate dal mercato e auspicate dai regolatori, che consenta di integrare a pieno titolo e in modo trasparente e condiviso con i clienti l'analisi di indicatori ESG nel processo di investimento.



CONCLUSIONI



L'integrazione di valutazioni ESG nell'*asset allocation* è potenzialmente in grado di migliorare la qualità delle analisi value-based. Comprendere il legame fra vantaggio competitivo, redditività e buone pratiche nel campo ambientale, sociale e della *governance* è quindi utile sia per le imprese, che potranno meglio comunicare con tutti i loro *stakeholders* e valorizzare gli investimenti nelle buone pratiche ESG, sia per gli investitori, sempre più selettivi nello *stock picking*. Crediamo che questo studio abbia contribuito da una parte a evidenziare i vantaggi di un approccio integrato di analisi e dall'altra a proporre metodologie di selezione dei portafogli di investimento, che possono essere utilizzate non solo nel mercato azionario, ma anche in quello obbligazionario e a livello macro per individuare i mercati più promettenti in cui investire, specialmente fra quelli emergenti.

BIBLIOGRAFIA



Amel-Zadeh, A. & G. Serafeim (2018), "Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey", *Financial Analysts Journal*, forthcoming.

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

Barney, J., 1991, "Firm Resources and Sustained Competitive Advantage", *Journal of Management* 17 (1), pp. 99-120.

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

Cheng, B., Ioannou, I. & G. Serafeim, 2014, "Corporate Social Responsibility and Access to Finance", *Strategic Management Journal*, 35 (1), pp. 1-23.

Clarkson, M.B.E., 1995, "A Stakeholder Framework for Analyzing and Evaluating Corporate Social Performance", *The Academy of Management Review*, 20 (1), pp. 92-117.

Dhaliwal, D. S., Zhen Li, O., Tsang, A. & Y.G. Yang, 2011, "Voluntary Nonfinancial Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting", *The Accounting Review*, 86 (1), pp. 59-100.

Dimson, E. Karakaş, O. & X. Li, 2015, "Active Ownership", *The Review of Financial Studies*, 28 (12), pp. 3225-3268.

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

Eccles, R.G. & G. Serafeim, 2013, “The Performance frontier: Innovating for a sustainable strategy”, *Harvard Business Review*, May, pp. 1-10.

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

Goss, A. & G. S. Roberts, 2011, “The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans”, *Journal of Banking & Finance*, 35, pp. 1794-1810.

In, F., Kim, M., Park, R. J., Kim, S. & Kim, T. S., 2014, “Competition of socially responsible and conventional mutual funds and its impact on fund performance”, *Journal of Banking & Finance*, 44, pp. 160-176.

Ioannou, I. & G. Serafeim, 2015, “The Impact of Corporate Social Responsibility on Investment Recommendations: Analysts' Perceptions and Shifting Institutional Logics”, *Strategic Management Journal*, 36 (7), pp. 1053-1081.

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

Jiraporn, P., Jiraporn, N., Boeprasert, A. & K. Chang, 2014, “Does Corporate Social Responsibility (CSR) Improve Credit Ratings? Evidence from Geographic Identification”, *Financial Management*, 43 (3), pp. 505-531.

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

Porter, M., 1985, “*Competitive advantage*”, Free Press, New York.

Renneboog, L., Ter Horst, J., & C. Zhang, 2008, “Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behaviour”, *Journal of Banking & Finance*, 32 (9), pp. 1723–1742.

Sandrin, G., 2018, “La mutazione degli investimenti sostenibili”, Citywire.

Sassen, R., Hinze, A. K. & I. J. Hardeck, 2016, “Impact of ESG factors on firm risk in Europe”, 86 (8), pp. 867-904.

Statman, M., 2000, “Socially Responsible Mutual Funds”, *Financial Analysts Journal*, 56 (3), pp. 30-39.

Waddock, S. A. & S.B. Graves, 1997, “The corporate social performance-financial performance link”, *Strategic Management Journal*, 18 (4), pp. 303-319.

BANOR SIM



BANOR, presente sul mercato dal 1989 come veicolo per le attività di *private banking* di un gruppo di banche del nord Italia, viene rilevata nel 2000 da un gruppo di investitori privati e manager guidati da Massimiliano Cagliero, attuale Amministratore Delegato. L'obiettivo di Massimiliano Cagliero e dei suoi partner era quello di creare un polo indipendente del *private banking* in Italia che attuasse i principi del *value investing*.

Con sedi nel cuore di Milano e Torino, BANOR SIM è oggi una delle principali società italiane di intermediazione mobiliare ed è specializzata nella gestione di capitali e consulenza su grandi patrimoni.

L'esperienza e l'indipendenza di giudizio dei manager di BANOR SIM hanno contribuito alla costruzione nel tempo di relazioni uniche sul mercato dei capitali internazionali, relazioni che hanno reso BANOR un punto di riferimento per molti investitori esteri che intendono investire in Italia o che, semplicemente, desiderano avere una view indipendente sul mercato italiano.

BANOR applica un modello sviluppato internamente per la valutazione della sostenibilità ESG nella fase di selezione dei titoli e si distingue per la trasparenza e qualità del proprio processo di investimento. È uno dei pochi gestori in Italia che hanno ottenuto la certificazione GIPS (Global Investment Performance Standards) rilasciata da PriceWaterhouseCoopers.

BANOR è Socio del Forum della Finanza Sostenibile con l'obiettivo di contribuire alla generazione di una cultura diffusa sulla sostenibilità.

POLITECNICO DI MILANO SCHOOL OF MANAGEMENT



POLITECNICO
MILANO 1863
SCHOOL OF MANAGEMENT

La School of Management del Politecnico di Milano, costituita nel 2003, accoglie le molteplici attività di ricerca, formazione e alta consulenza, nel campo dell'economia, del management e dell'industrial engineering che il Politecnico porta avanti attraverso le sue diverse strutture interne e consortili.

La Scuola ha ricevuto, nel 2007, il prestigioso accreditamento **EQUIS**. Nel 2009 è entrata per la prima volta nel **ranking del Financial Times** delle migliori Business School europee, e oggi è in classifica con *Executive MBA, Full-Time MBA, Master of Science in Management Engineering, Customised Executive programmes for business e Open Executive programmes for managers and professionals*. Nel Marzo 2013 ha ottenuto il prestigioso accreditamento internazionale da **AMBA** (*Association of MBAs*) per i programmi **MBA e Executive MBA**.

Nel 2017, la School of Management è la prima in Italia a vedere riconosciuta la qualità dei propri corsi erogati in digital learning nei master Executive MBA attraverso la certificazione **EOCCS** (*EFMD Online Course Certification System*).

La Scuola può contare su un corpo docente di più di duecento tra professori, ricercatori, tutor e staff e ogni anno vede oltre seicento matricole entrare nel programma undergraduate.

La Scuola è membro **PRME** (*Principles for Responsible Management Education*), **Cladea** (*Consejo Latinoamericano de Escuelas de Administración*) e **QTEM** (*Quantitative Techniques for Economics & Management Masters Network*).

Fanno parte della Scuola: il **Dipartimento di Ingegneria Gestionale** e il **MIP Graduate School of Business** che, in particolare, si focalizza sulla formazione executive e sui programmi Master.

Quaderno di ricerca a cura di
Giancarlo Giudici – Dipartimento di Ingegneria Gestionale del Politecnico di Milano
Matteo Bonaventura – Banor SIM