



**Università  
di Genova**

# **I fattori Ambientali, Sociali e di Governance nei mercati e negli intermediari finanziari**

**Stefano Piserà**

*University of Genoa, [stefano.piserà@edu.unige.it](mailto:stefano.piserà@edu.unige.it)*

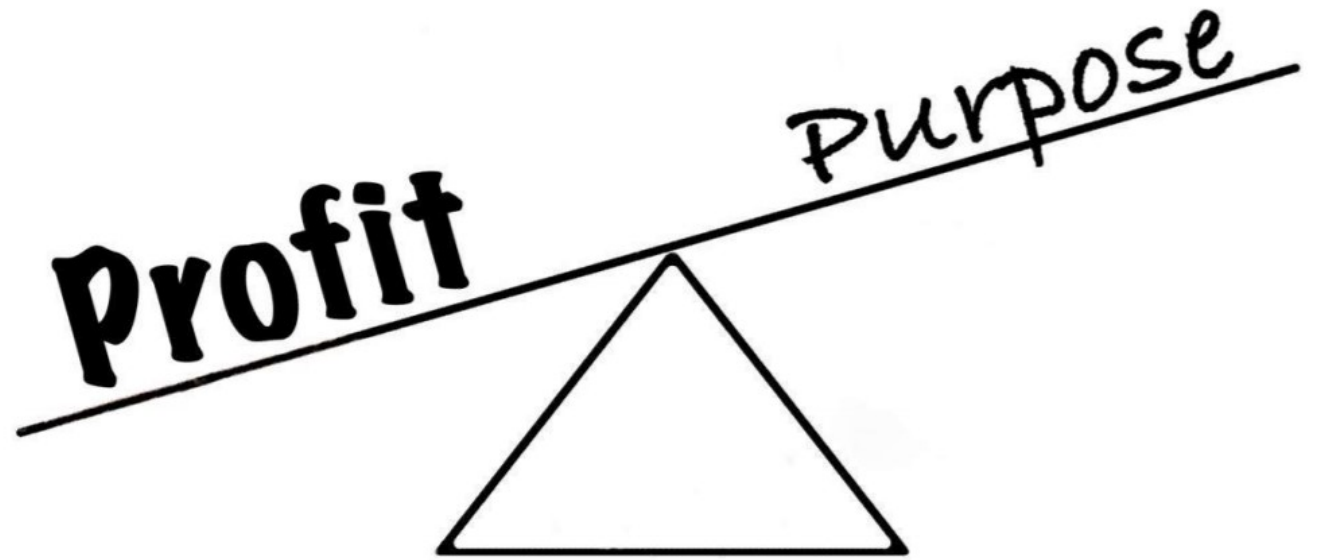
**28/11/2022, Università Degli Studi di Trieste**

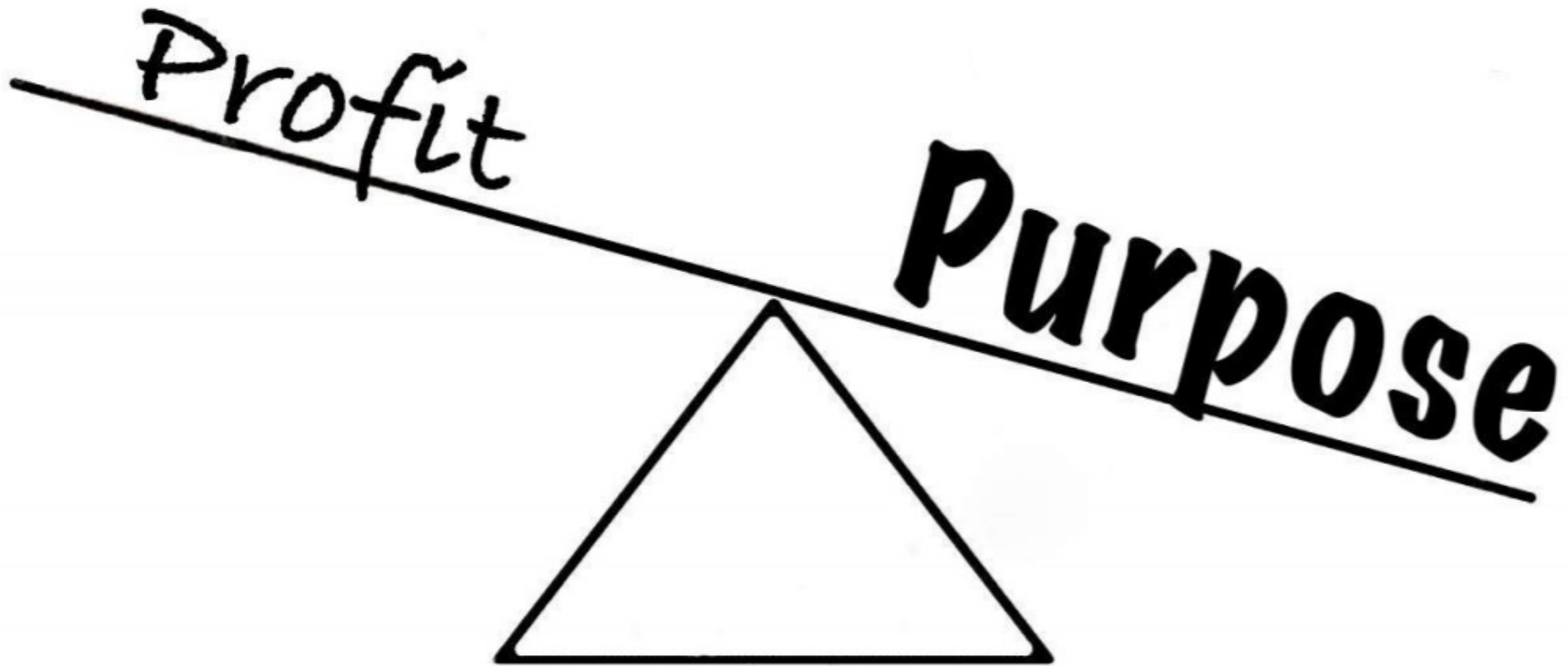


# Obiettivi della lezione

- 1) Capire la sostenibilità nei mercati finanziari
- 2) Conoscere i rating ESG e le principali agenzie di rating
- 3) L'impatto della sostenibilità nei mercati finanziari
- 4) Capire come la sostenibilità nell'industria finanziaria viene regolamentata nel mondo

Qual è  
l'obiettivo del  
business nella  
società?





# Esistono due teorie contrastanti

**Il profitto:** L'unico scopo del business è quello di massimizzare il profitti (1970, Milton Friedman)

**I valori:** Le aziende che integrano I valori ambientali sociali nelle loro pratiche di business massimizzano il profitto (Dowell et al. 2000)

Qual è la  
risposta?

Non esiste un  
trade-off tra  
sostenibilità e  
profitto

«Business exists to serve  
high purposes, and only  
by doing so will generate  
profit in the long run»  
(Alex Edmans (London  
Business School))

# Come integrare i valori etici con il profitto?

Integrando i fattori ambientali, sociali e di governance nelle scelte di investimento, nelle pratiche di business o nella gestione aziendale.

Tali fattori vengono misurati tramite i famosi rating ESG (Environmental, Social, and Governance).

## Cosa sono i rating E, S e G?

- Sono una delle metodologie per misurare la sostenibilità delle aziende nei confronti dell' Ambiente e della Società in cui opera.
- Da qui, l'acronimo Environmental ( E), Social (S) e di Governance (G).
- Vengono misurati dalle agenzie di rating, dopo la pubblicazione dei bilanci di esercizio, sotto forma di Rating (punteggio da 0 a 100, o da 0 a 10)
- Servono a comunicare agli investitori il livello di "Impegno" delle singole società nel perseguire pratiche aziendali orientate alla sostenibilità.



# La sostenibilità nel settore finanziario



Dow Jones  
Sustainability Indexes



Sense in  
sustainability



FTSE4Good

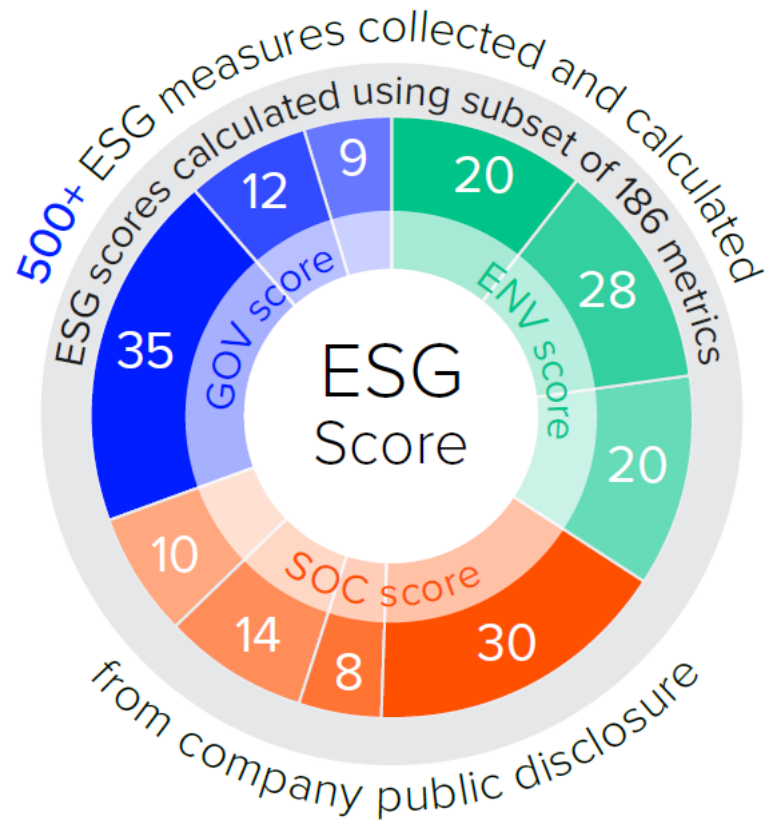
- Gli **indici e i rating di sostenibilità** selezionano i titoli, oltre che per la performance economica, anche per i comportamenti improntati alla responsabilità sociale e ambientale delle imprese e le relative performance.
- L'analisi condotta per l'ingresso in questi indici riguarda temi relativi **all'ambiente, al sociale, alla governance e all'etica del business** (analisi ESG)
- L'inclusione in tali indici è un risultato importante sia in termini di reputazione sia di attrattività per gli investitori sensibili alle aziende sostenibili che presentano un minore profilo di rischio e performance positive nel lungo periodo.



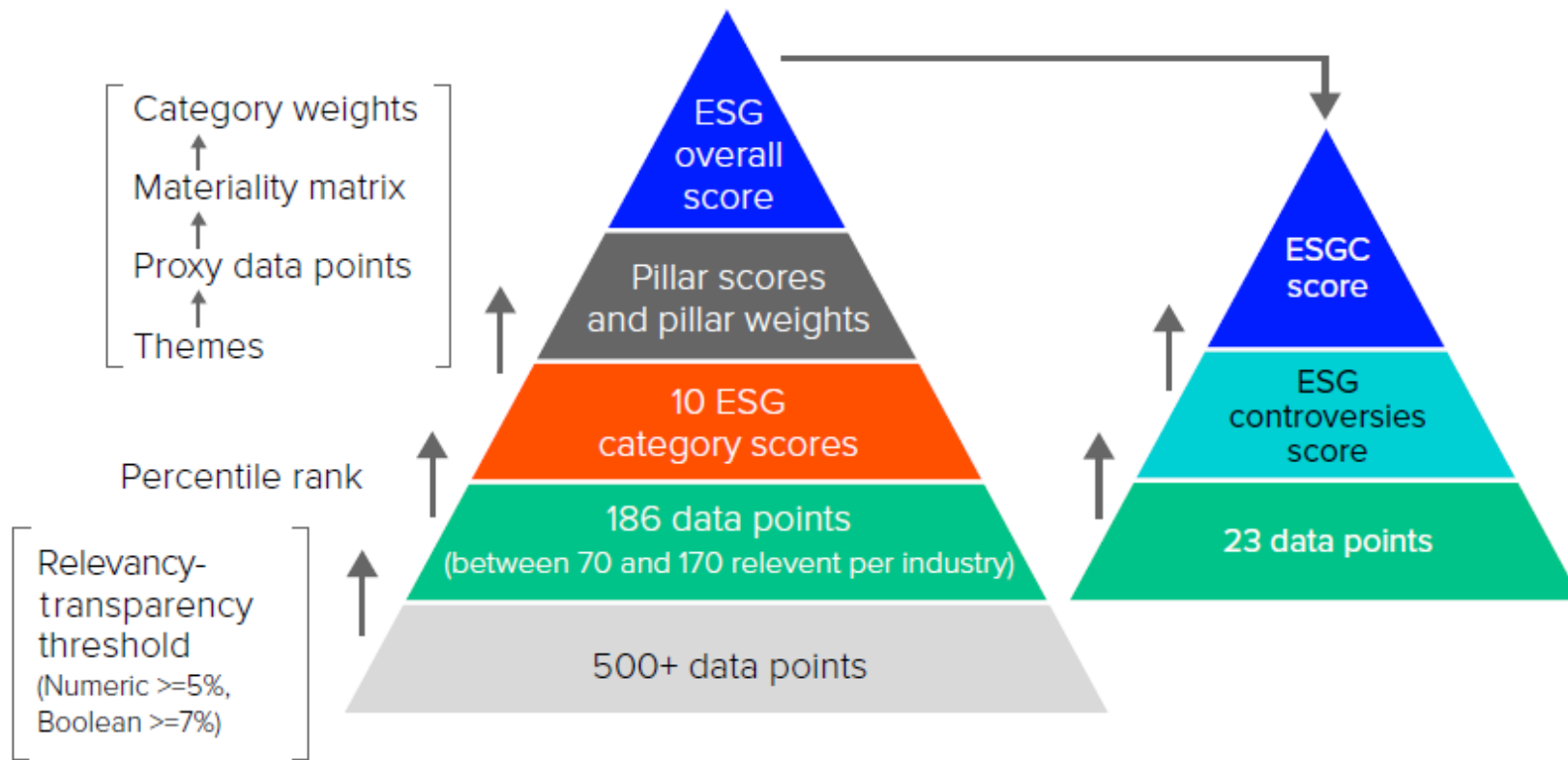
- I **Green e Social bonds** sono obbligazioni, la cui emissione è legata a **progetti che hanno un impatto positivo per l'ambiente o per la società**.
- Le ***Green Bond Principles Guidelines e Social Bond Principles***

# I rating ESG: Thomson Reuters Refinitiv'

- Thomson Reuters Refinitiv' è uno dei principali provider di rating ESG
- Si compone di numerose informazioni non-finanziarie, riguardanti l'ambiente (Environmental score), la società (Social Score) e la governance dell'azienda (Governance score)
- Assume valori da 0 a 100.



- Environmental
- Resource use
  - Emissions
  - Innovation
- Social
- Workforce
  - Human rights
  - Community
  - Product responsibility
- Governance
- Management
  - Shareholders
  - CSR strategy





# I rating ESG: Bloomberg ESG disclosure score



- Bloomberg è un altro importante provider di rating ESG
- Restituisce un rating di sostenibilità che misura la “trasparenza” nel dare una determinata informazione di tipo ambientale, sociale e di governance.
- Assume valori da 0 a 100.

# I rating ESG di Bloomberg comprendono:

Air Quality

Climate Change Water & Energy Management

Materials & Waste

Health & Safety

Audit Risk & Oversight

Compensation

Diversity

Board Independence, Structure & Tenure

Shareholders' Rights

# Cosa significa investire in modo socialmente responsabile?

- «L'**Investimento Sostenibile e Responsabile** mira a creare valore per l'investitore e per la società nel suo complesso attraverso una strategia di investimento orientata al medio-lungo periodo che, nella valutazione di imprese e istituzioni, integra l'analisi finanziaria con quella ambientale, sociale e di buon governo.»
- Gli investimenti sostenibili e responsabili possono essere declinati secondo varie strategie, ognuna contraddistinta da specifici obiettivi e metodologia. Ecco le sei strategie presenti nel mercato italiano:



**Esclusione** esplicita di emittenti, settori o Paesi dall'universo investibile, sulla base di principi e valori; ad es: armi, pornografia, tabacco, test su animali.



Selezione in portafoglio secondo **criteri ambientali, sociali e di governance**, privilegiando gli emittenti migliori all'interno di un universo, una categoria o una classe di attivo.



Attività di dialogo con l'impresa su questioni di sostenibilità e nell'**esercizio dei diritti di voto connessi alla partecipazione al capitale azionario**.



Selezione degli investimenti basata sul rispetto di **norme e standard internazionali**; ad es: Global Compact, le Linee Guida OCSE sulle multinazionali, le Convenzioni ILO.

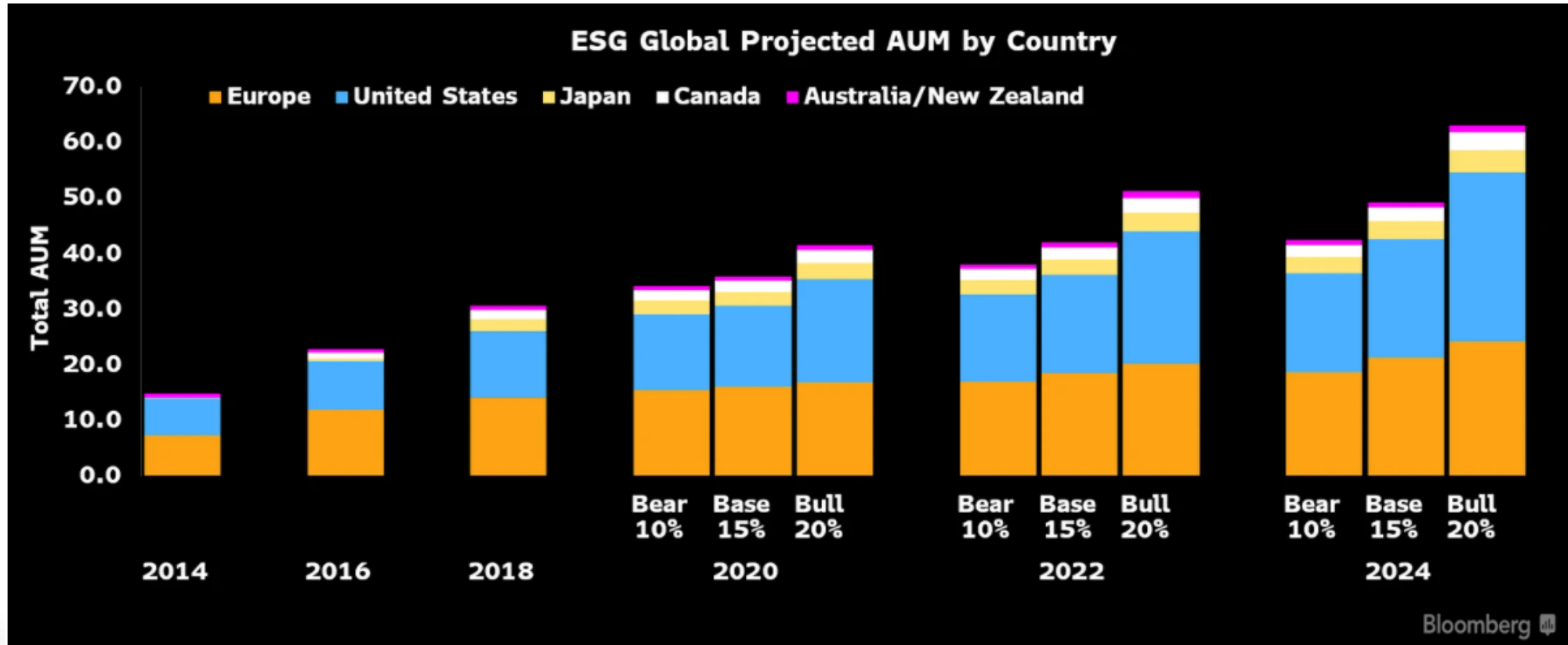


Selezione in portafoglio secondo criteri ambientali, sociali e di governance, **focalizzandosi su uno o più temi**; ad es: cambiamenti climatici, efficienza energetica, salute, ecc.



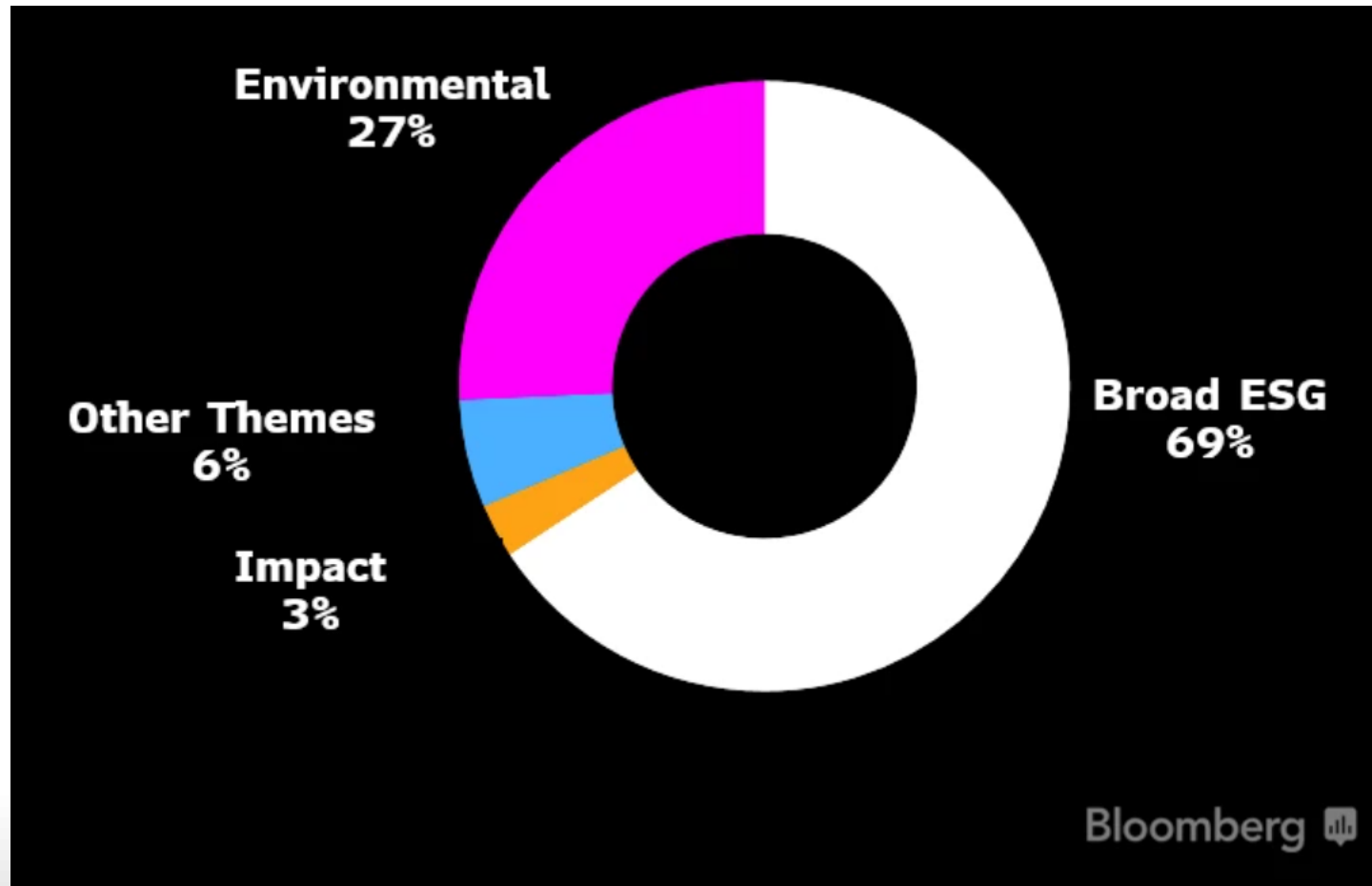
Investimenti in imprese/fondi/enti con obiettivo di realizzare un **impatto ambientale e/o sociale positivo**, assieme ad un ritorno finanziario.

# L'evoluzione della sostenibilità nel settore finanziario





# Quali aspetto delle attività ESG prevale nei fondi di investimento?



# I vantaggi competitivi delle pratiche ESG

- Da un punto di vista della gestione del rischio.
- Da un punto di vista del rendimento finanziario.
- Da un punto di vista della liquidità e del costo del debito.

# Alcuni esempi: il caso Wolkswagen

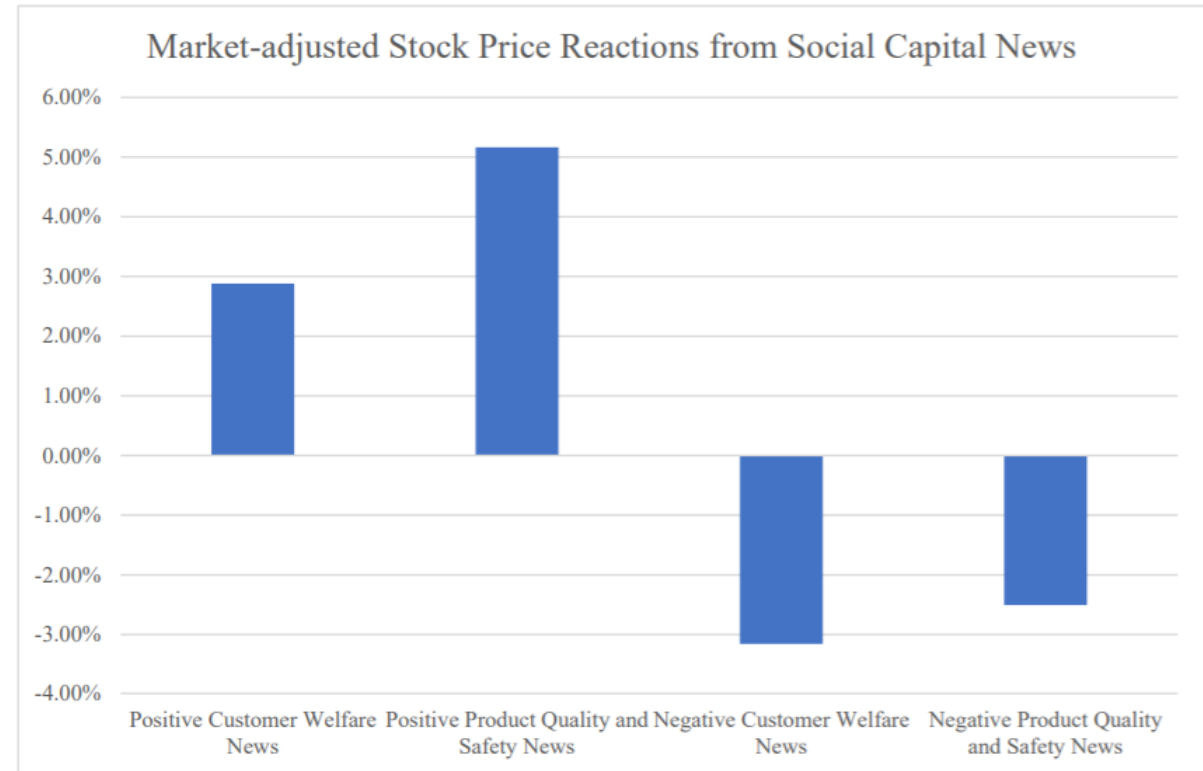
Il 18 settembre 2015, L'agenzia per la protezione ambientale (EPA) comunica che la società tedesca Wolkswagen ha installato illegalmente un software per aggirare le normative ambientali sull'emissione di NOx



# Market reactions to ESG related news

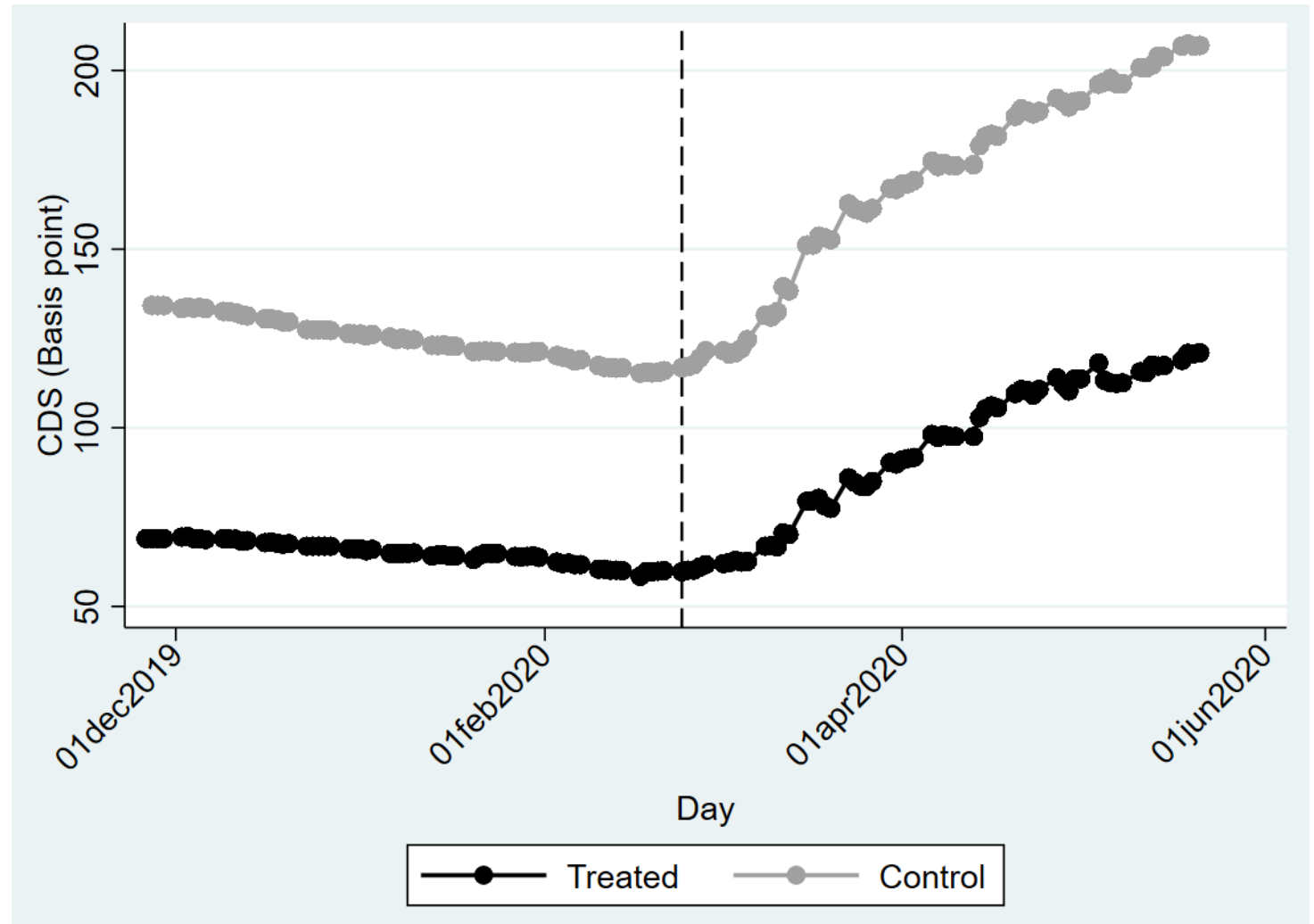
Nel grafico si possono osservare gli impatti diversi sul rendimento delle notizie «positive» riguardanti la sostenibilità (prime due Barre blu a sinistra) a confronto con l'impatto delle notizie «negative» (barre blu a destra)

**Figure 1 Market Adjusted Stock Price Reactions by TVL Classification**

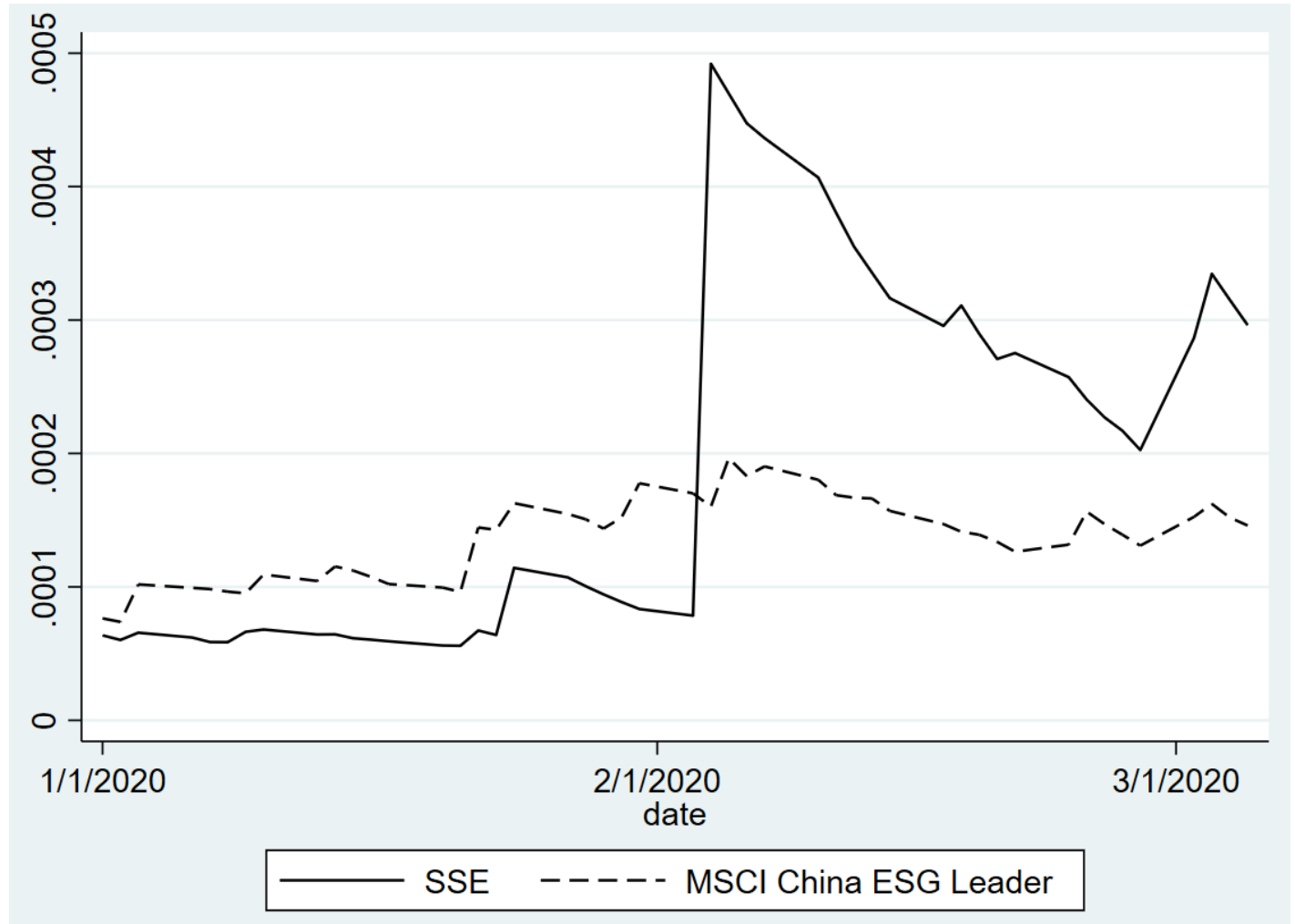


## Sostenibilità e rischio finanziario durante il Covid-19: Il caso delle Banche Europee

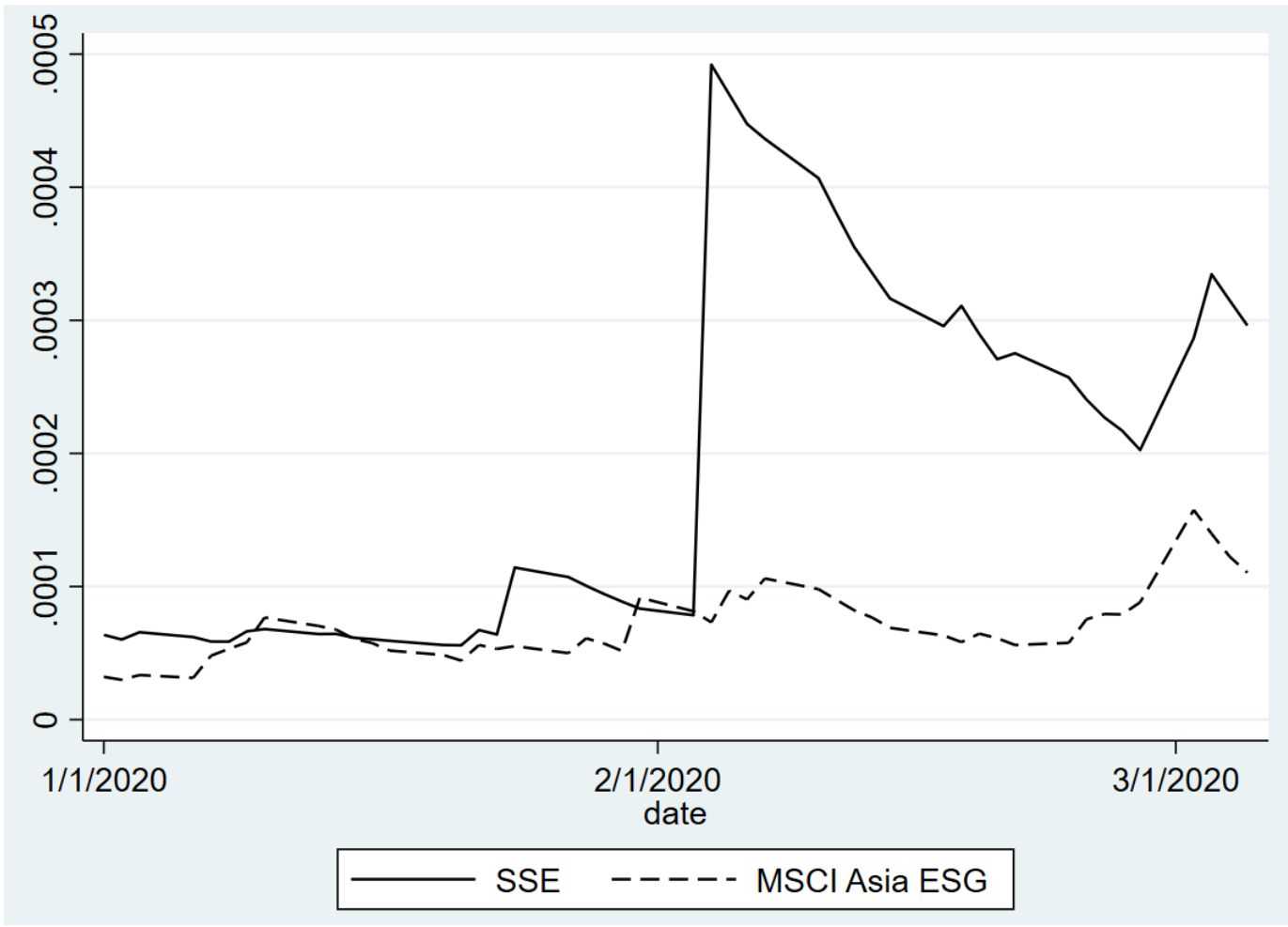
- Con la linea nera possiamo vedere le banche più sostenibili in Europa, mentre con la linea grigia, quelle meno sostenibili
- Quello che vediamo è che le banche più sostenibili sono risultate più “stabili” in termini di rischio finanziario (CDS sull’asse delle ordinate), durante l’esplosione del COVID-19



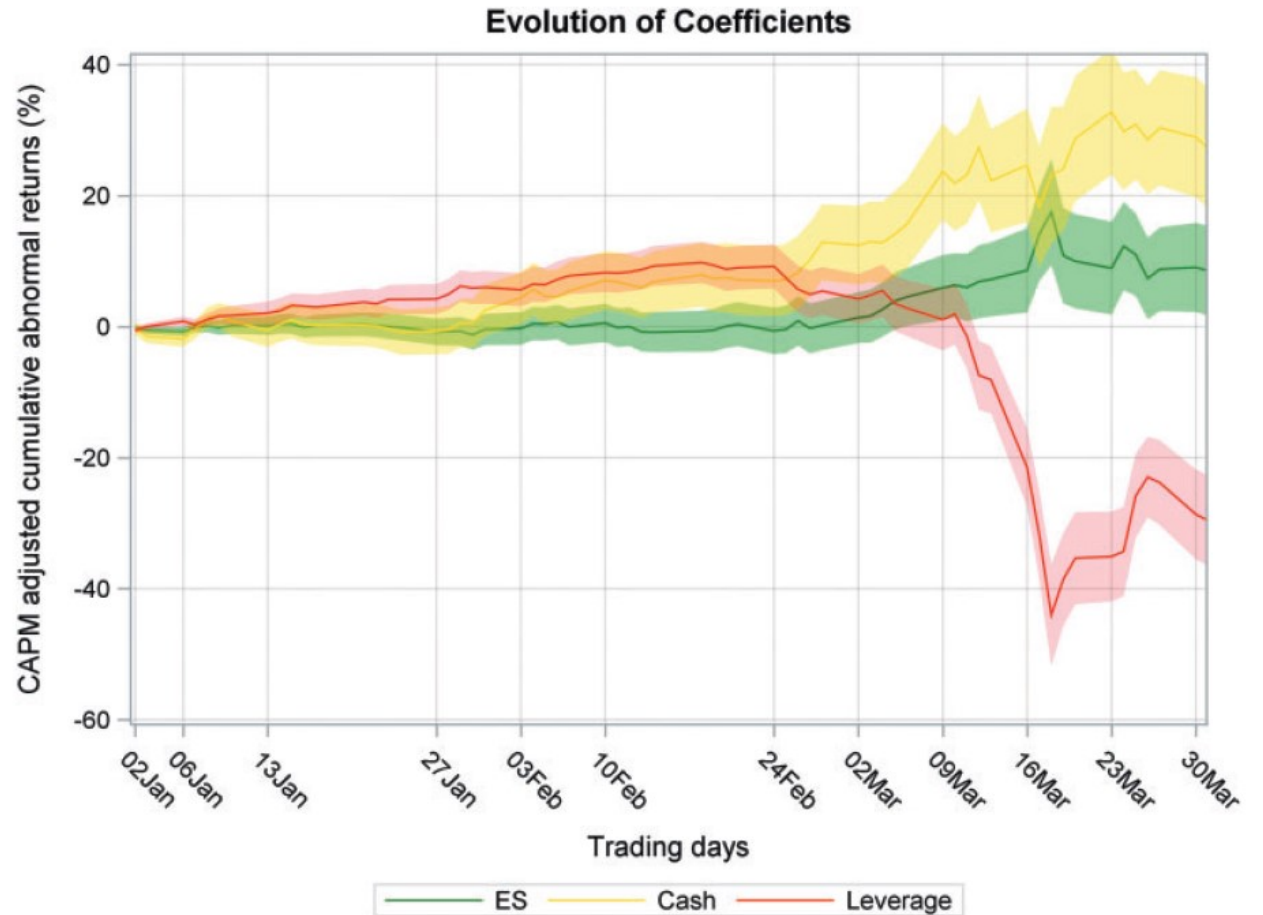
- 1) La volatilità (implicita) degli indici ESG (MSCI China ESG leader) in Cina è stata più bassa rispetto agli indici non-ESG (SSE), specialmente dopo lo scoppio del COVID-19



# Sostenibilità e rischio finanziario durante il Covid-19: Il caso degli indici di sostenibilità (MSCI Asia ESG)



- I rating ESG (Linea Verde) hanno avuto un impatto positivo anche sul rendimento (asse delle ordinate) delle società risultando essere positivamente correlate al rendimento finanziario durante il COVID-19





# Quale relazione con il «costo del capitale»

- Le pratiche ESG riducono le «assimmetrie finanziarie» tra le società e gli investitori.
- Questo spiega la relazione tra rating ESG e costo del debito, costo dell'equity e costo del capitale.

# L'impatto sul costo del debito

“After controlling for firm attributes, loan characteristics, macroeconomic factors as well as firm and year fixed effects, we find strong evidence that loan spreads increase when the level of a borrower’s chemical emissions rises”

“This result also indicates that banks account for the interests of the firms’ stakeholders in their lending decisions. Furthermore, this relation is much stronger for firms with higher risk and weaker corporate governance”

# Da un punto di vista empirico

---

## 1) Cost of equity

$$k = r_f + \beta [E(r_M) - r_f]$$

---

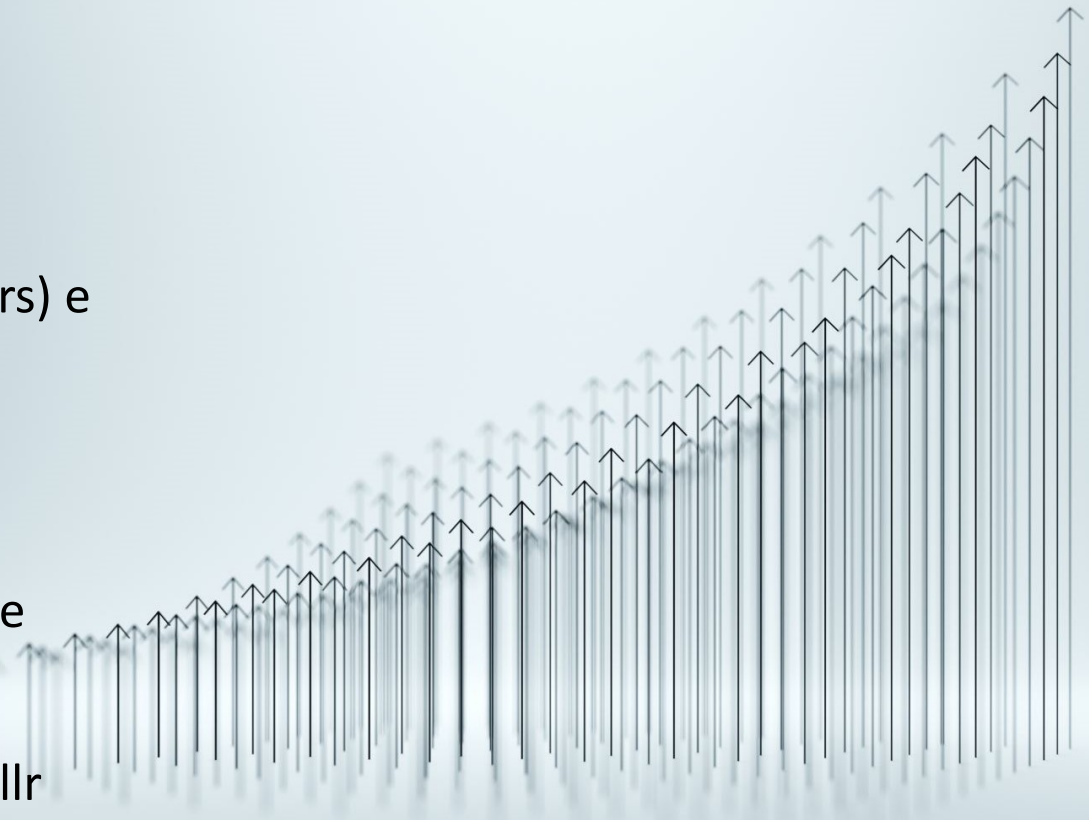
## 2) Cost of debt      *Interest rate \*(1-tax rate)*

---

La letteratura ci dice che i fattori ESG, agirebbero dunque su entrambe le componenti del WACC, solo sul Cost of equity, o solo sul Cost of debt.

## Quali sono le ragioni delle migliori performance delle società che integrano le pratiche ESG?

- Vengono percepite dagli azionisti (shareholders) e dai portatori di interesse (stakeholders) come aziende con un livello di gestione aziendale efficiente.
- Questo rende la domanda di investimenti nelle società ad alto rating ESG più rigida rispetto a quelle con rating più basso, rendendo il loro «valore di mercato» e rischio meno soggetti alle crisi finanziarie (2008, COVID-19)



# La stakeholder theory



Sostiene che, la le società che investono maggiormente nelle attività ESG, soddisfano i bisogni di tutti i “portatori di interesse” (stakeholders) e non solo quelli degli azionisti (shareholders)



Ne consegue che gli stakeholders “premano” tali società investendo e favorendo le società con più alti rating ESG rispetto alle altre



Tale premio “rewarding effect” risulta di strategica rilevanza durante le fasi di contrazione economica e finanziaria.

# La teoria dell' «overinvestments»

- Sostiene che il coinvolgimento delle società in pratiche di business sostenibili (Con alto rating ESG per esempio), viene utilizzata come mezzo per “nascondere” pratiche finanziarie e aziendali poco trasparenti
- Di conseguenza, I costi associate a questa pratica, peserebbero sulle società durante I periodi di crisi economica, e dunque la relazione con il rischio sarebbe positive: all'aumentare della performance di sostenibilità, aumenta la rischiosità, e non viceversa.

# Tuttavia

Sebbene la maggior parte degli studi dimostri l'esistenza di benefici economici e finanziari per le imprese che investono in pratiche ESG, alcuni ricercatori hanno dimostrato anche il contrario.

Tuttavia, anche se la relazione tra rating ESG e performance finanziarie è robusta, restano numerosi limiti da superare per una completa comprensione del fenomeno della finanza sostenibile

# Come viene regolamentata la sostenibilità nel mondo?

- Direttive che impongono alle aziende di comunicare il loro impatto sull'ambiente e sulla società
- Alcuni paesi che hanno direttive di questo tipo sono: Cina, India, Europa, Australia, Brasile, Canada.
- Due tipi di approcci: comply or explain vs mandatory expenses (one size fits all approach).

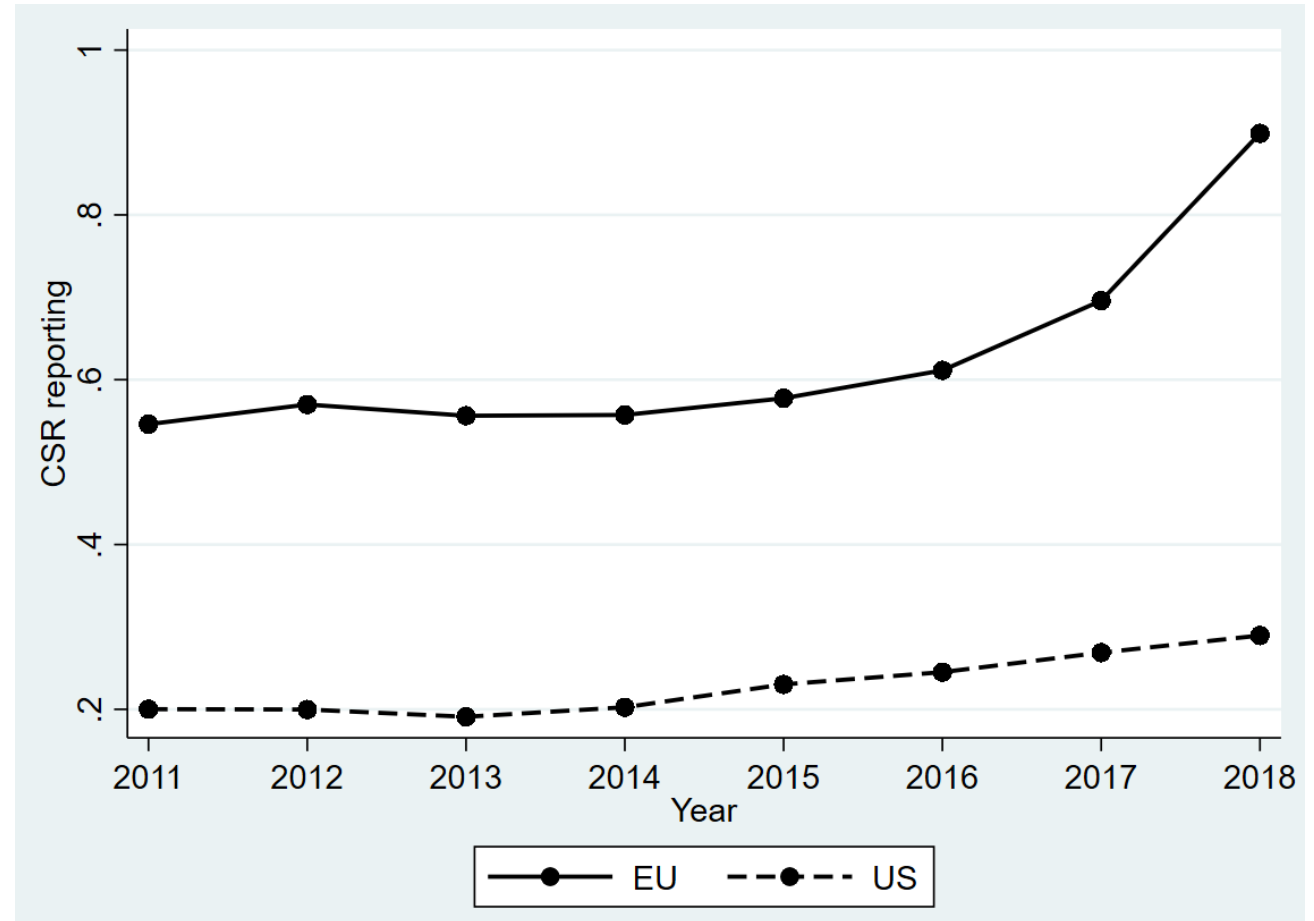


# Il Caso Europeo

- Nel 2014 la commissione europea ha emanato la “Direttiva non Finanziaria” che obbliga tutte le società Europee che siano quotate, con più di 500 dipendenti e di grandi dimensioni a comunicare l’impatto ambientale, sociale e di governance del loro business.
- Nello specifico, trascorso il periodo di 2 anni dal passaggio della direttiva (inizio 2017), le società Europee dovranno produrre un “bilancio di sostenibilità”, ovvero una dichiarazione non-finanziaria riguardante l’impatto ambientale, sociale e di governance del loro business sotto forma di CSR reporting o altro.
- Si basa sul principio “comply or explain”

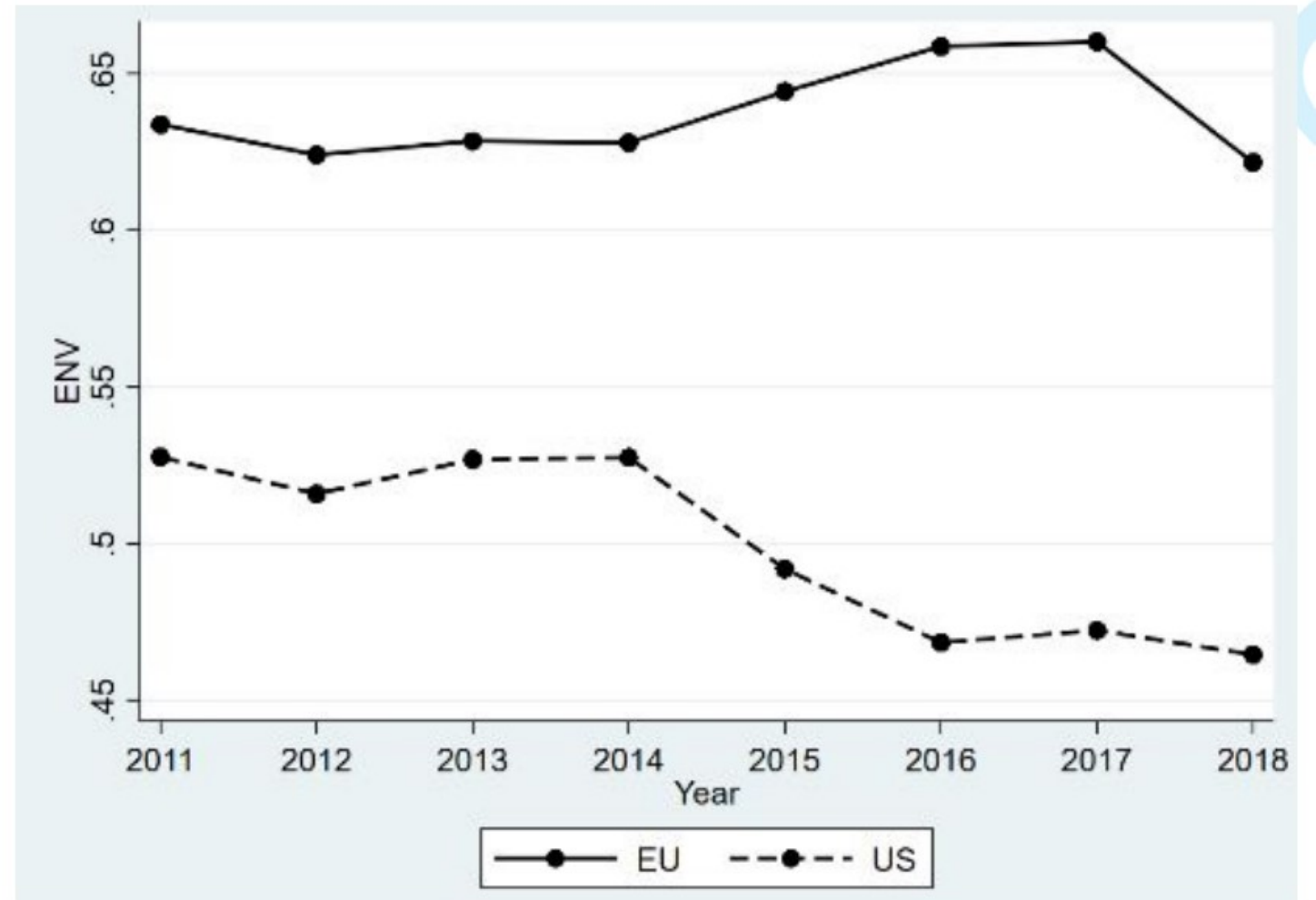
# Che effetti ha avuto questa direttiva?

- 1) Nel grafico vediamo l'andamento della pubblicazione di report di sostenibilità in Europa (linea nera) comparato agli USA (Linea tratteggiata)
- 2) L'impatto come si vede è stato quello di un aumento della pubblicazione dei report CSR in Europa, rispetto agli US



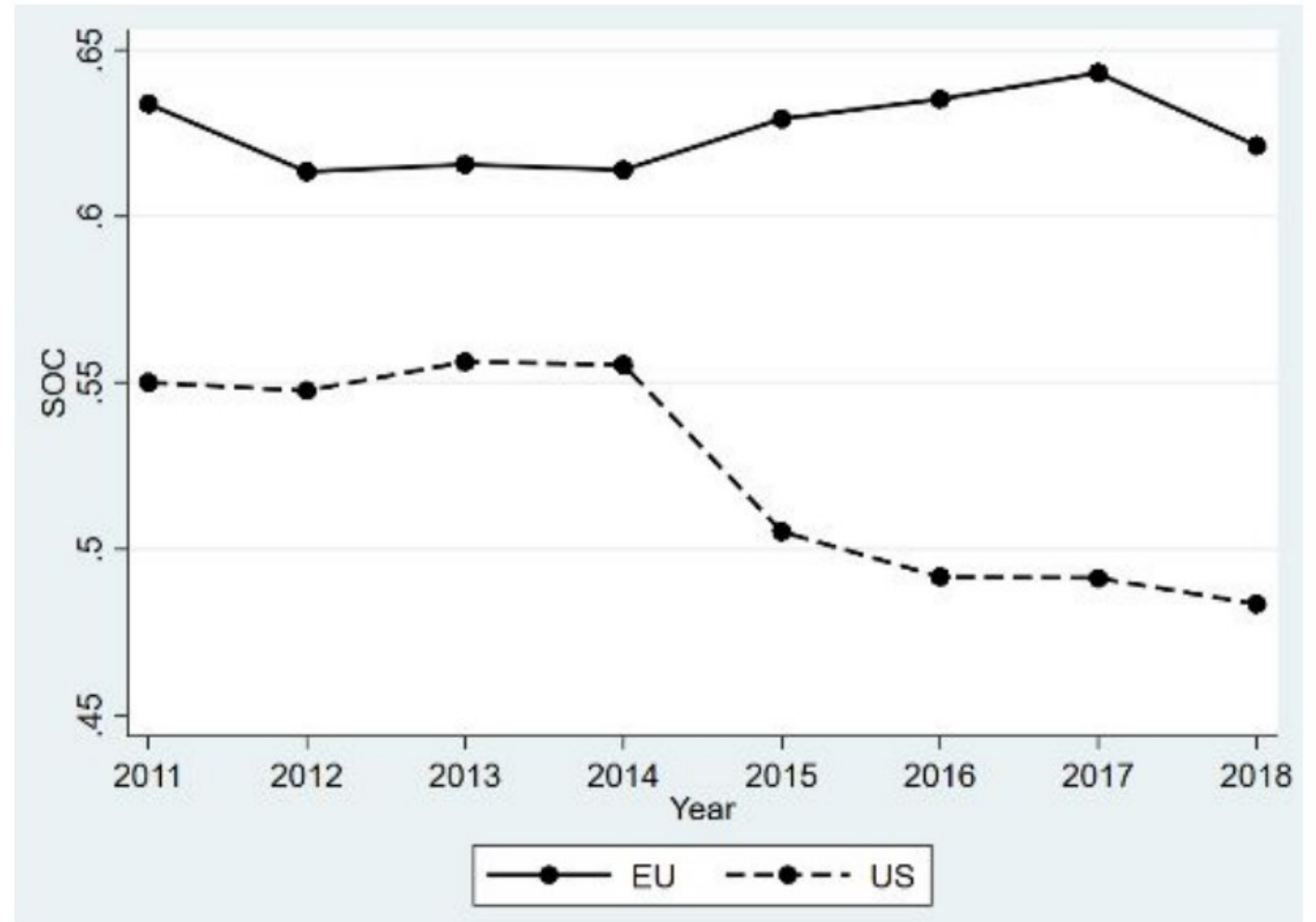
## L'impatto sulla performance ambientale

- Anche per la performance ambientale (ENV), notiamo un aumento per le società Europee (EU) rispetto a quelle americane (US)
- Tale aumento è visibile in modo netto dopo il 2014, anno dell'introduzione della direttiva non-finanziaria Europea



## L'impatto sulla performance sociale

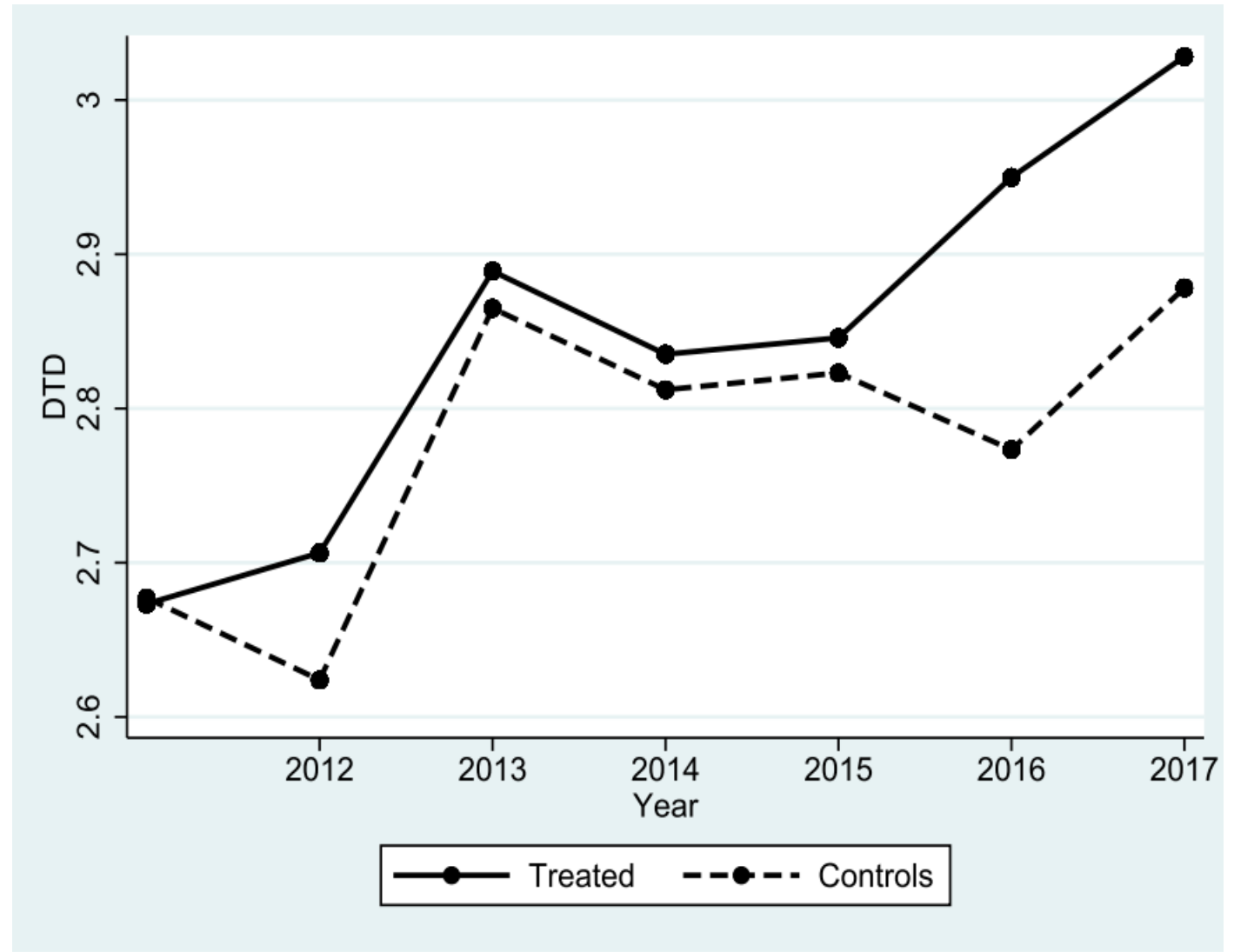
- 1) Allo stesso modo, la performance sociale (SOC) delle società Europee è cresciuta rispetto a quelle Americane (US), dopo il 2014 (anno dell'introduzione della direttiva)



# Sostenibilità e stabilità finanziaria dopo l'introduzione della Direttiva non-finanziaria

1) Nel grafico si vede come le banche più sostenibili (linea nera continua) abbiano una «distance to default» (DTD) maggiore rispetto alle altre (linea nera tratteggiata)

2) Questo effetto è evidente soprattutto dopo il 2014, anno dell'introduzione della direttiva non finanziaria

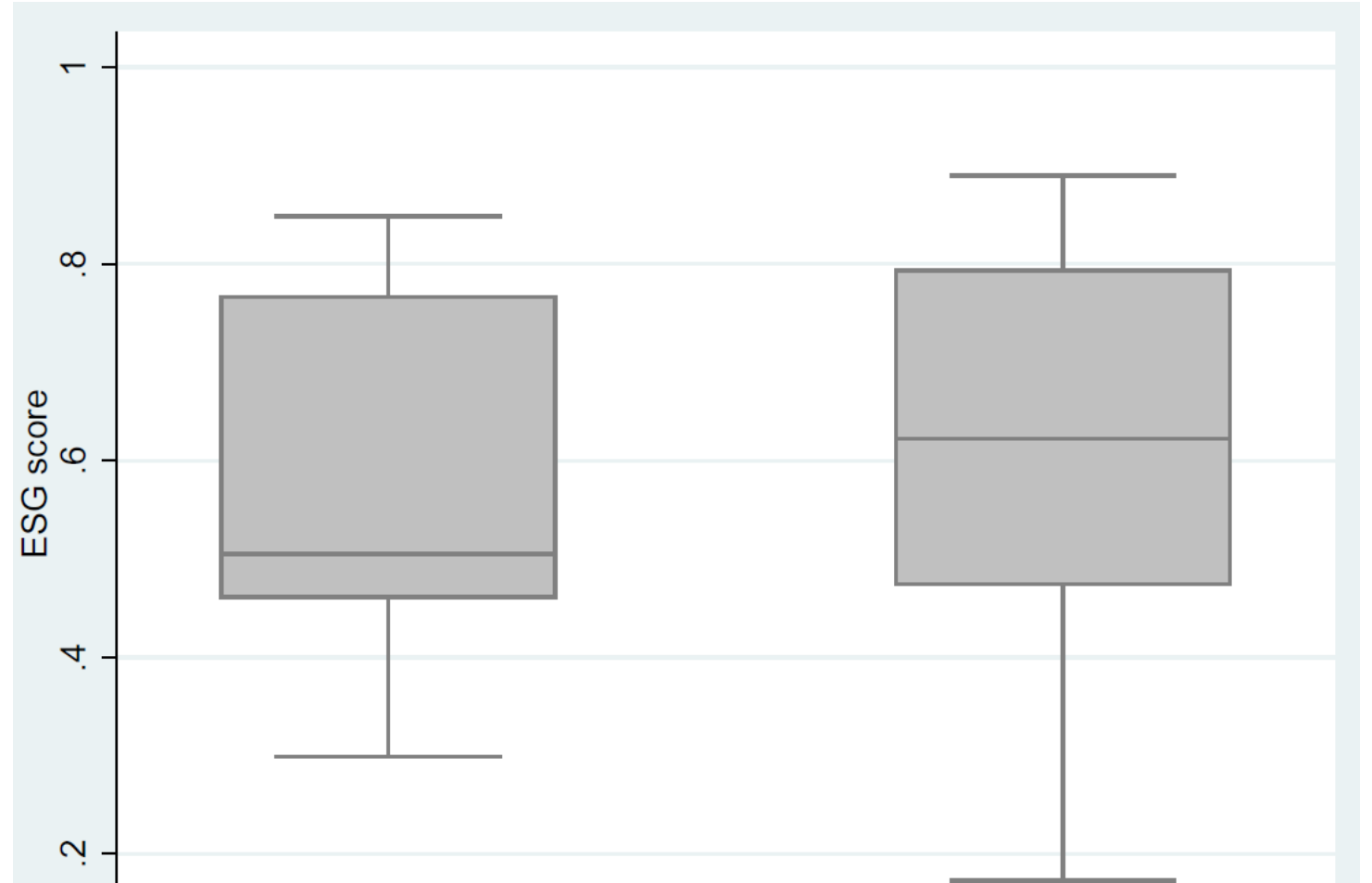


# L'approccio dei paesi BRICS

Country	Implementation Year	Authority/ Act	Voluntary/ Mandatory	Rule description	Sanctions/Incentives
					None
Brazil	2012	Bovespa Market Exchange.	Voluntary for all listed companies.	The Authority releases 'comply or explain' recommendations for all listed companies, encouraging them to state whether they publish a regular sustainability report and where it is available, or explain why not.	
					None
Russia	2014	The Moscow Exchange.	Mandatory for all listed companies.	The Authority implements new listing rules to upgrade the requirements for issuers to meet the Central Bank's new Corporate Governance Code. To be included in Level 1, an issuer must have a board with at least 20 percent, and no fewer than three, independent directors. Issuers' boards are required to create audit, personnel, and remuneration committees comprised of a majority of independent directors.	
					Failure to explain is punishable by a fine on the company of not less than INR 50,000 (about US\$833) and up to INR 25 lakhs (about US \$41,667). Further, officers who default on the reporting provision could be subject to up to three years in prison and/or fines of not less than INR 50,000 rupees (about US \$833) and as high as INR 5 lakh (about US \$8,333).
India	2013	The Companies Act 2013 is an Act of the Parliament on Indian company law (applicable since 2014).	Mandatory depending on the company's turnover, net worth or net profits.	The Act makes mandatory for companies with a net worth of more than Rs 500 crore, or turnover of Rs 1,000 crore, to adopt a CSR policy. Companies with a minimum net worth of Rs 500 crore, turnover of Rs 500 crore or profit of Rs 5 crore are required to spend at least two percent of their three-year average annual net profit on social welfare initiatives	
					i) Incentives like priority election into the Shanghai Corporate Governance Sector are offered to companies promoting CSR activities. ii) Delisting and punishment for firm failing to disclose CSR activities
China	2008	The Shanghai Stock Exchange (SSE) by issuing the Shanghai CSR Notice and the Shanghai Environmental Disclosure Guidelines.	Mandatory for all listed companies.	Listed firms on both SSE and SZSE (Shenzhen Stock Exchange) are required to disclose their CSR activities. The SSE has also developed the concept of social contribution value per share (SCVPS) to measure a company's value creation.	
					None
South Africa	2009	King Committee on Corporate Governance, by issuing The King III Corporate Governance Act.	Voluntary for all companies and mandatory to be listed in Johannesburg Stock Exchange (as of 2010).	The King III code requires that firms describe financial, social and environmental factors within the report. Specifically, all company's "material matters", including sustainability risks, should be disclosed in a timely manner.	

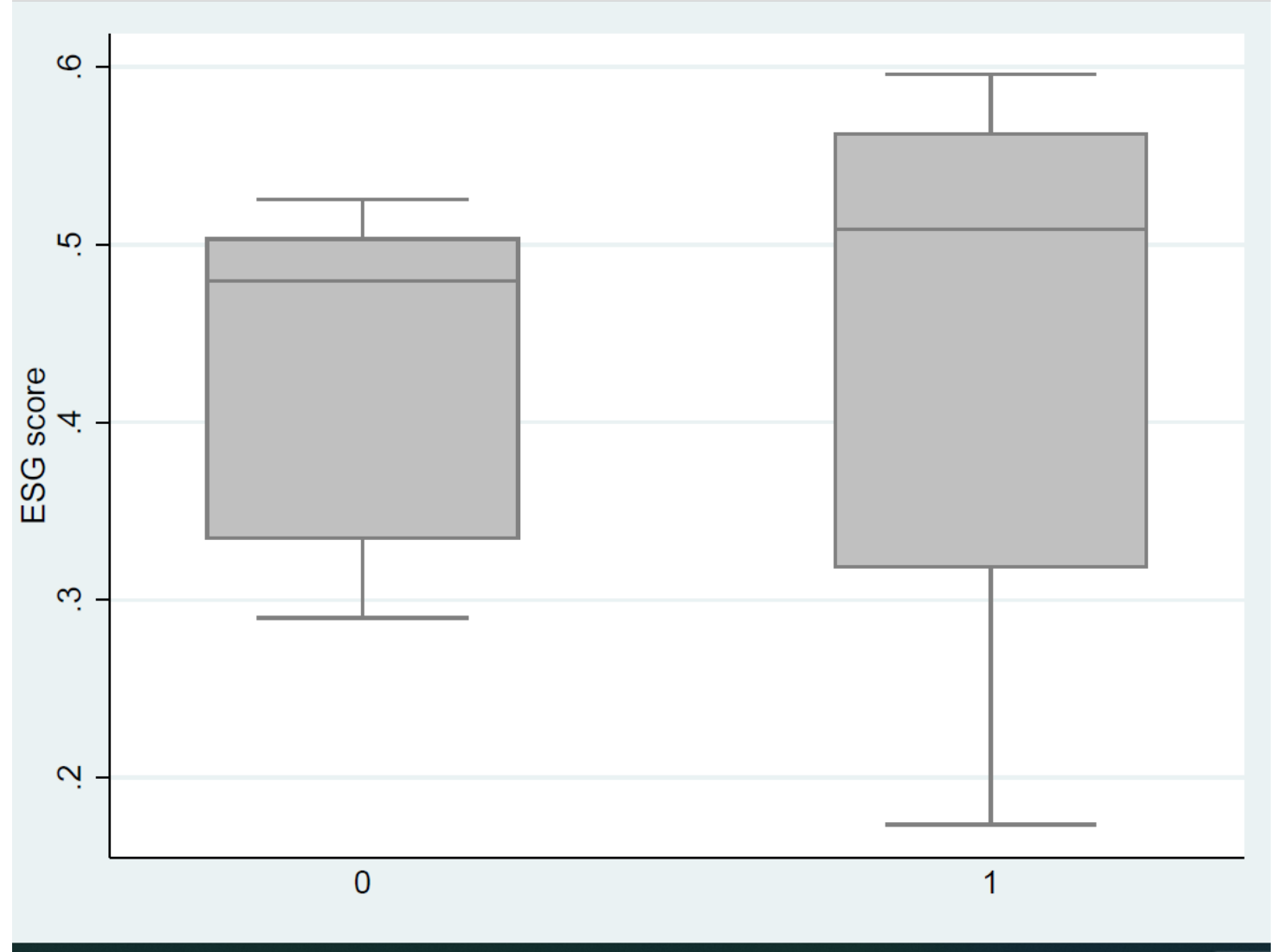
## Quale impatto sulle banche del Brasile?

- 1) A sinistra, la performance ESG delle banche del Brasile, prima dell'introduzione della regolamentazione ESG; A destra, la performance ESG dopo l'introduzione di tale direttiva



## Quale impatto sulle banche della Russia?

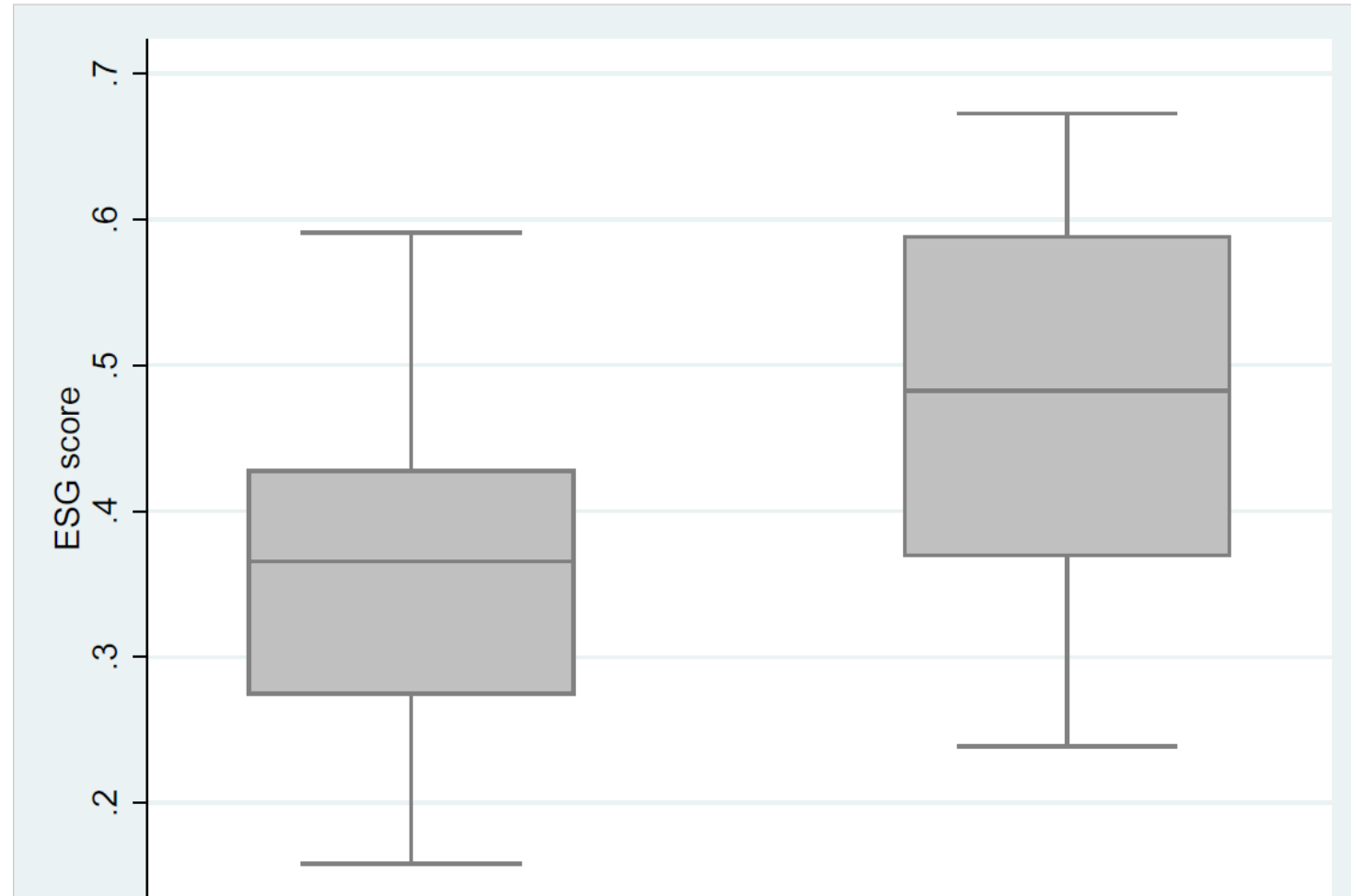
- 1) A sinistra, la performance ESG delle banche Russe, prima dell'introduzione della regolamentazione ESG; A destra, la performance ESG dopo l'introduzione di tale direttiva





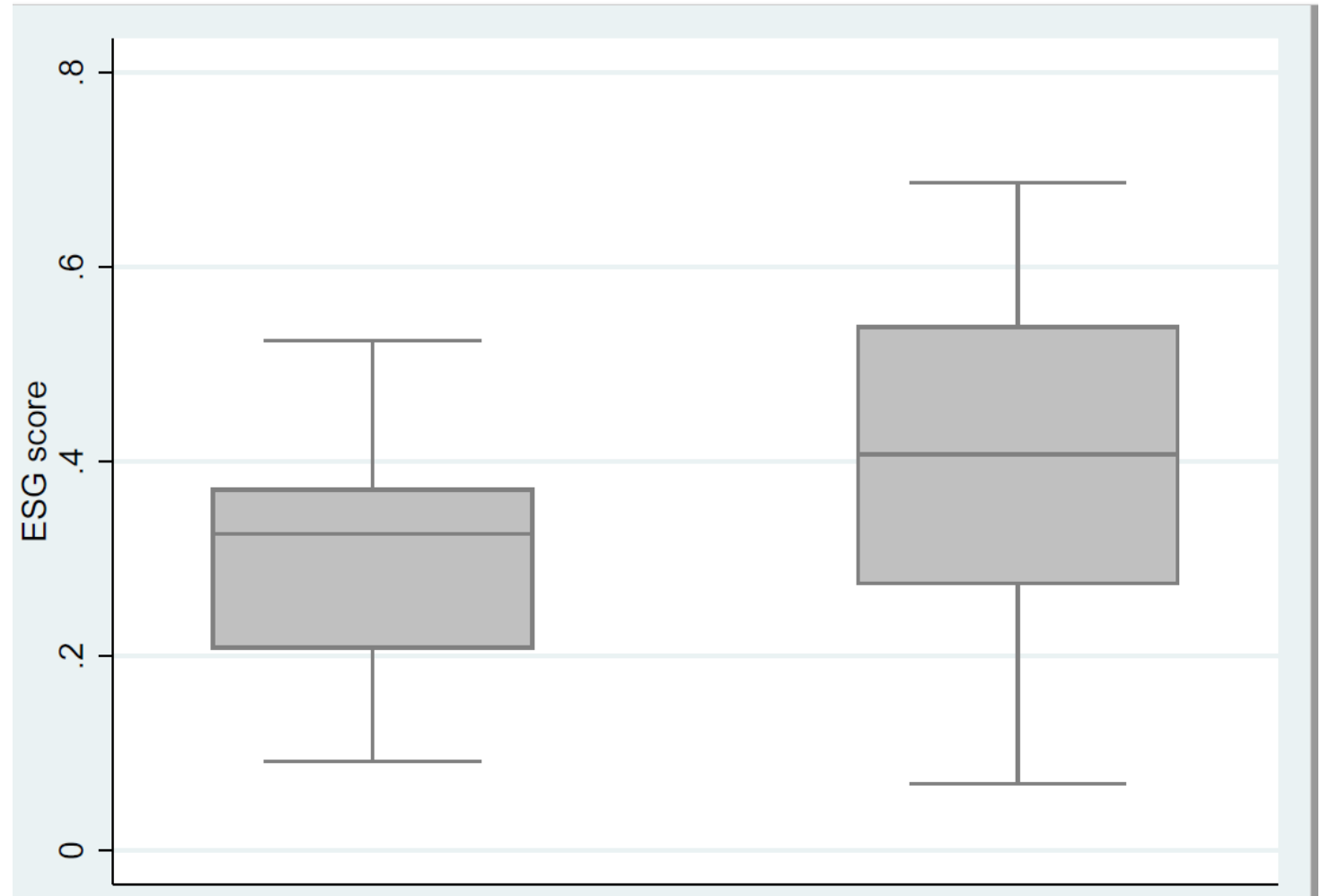
## Quale impatto sulle banche dell' India?

- 1) A sinistra, la performance ESG delle banche in India (2013 company act), prima dell'introduzione della regolamentazione ESG; A destra, la performance ESG dopo l'introduzione di tale direttiva



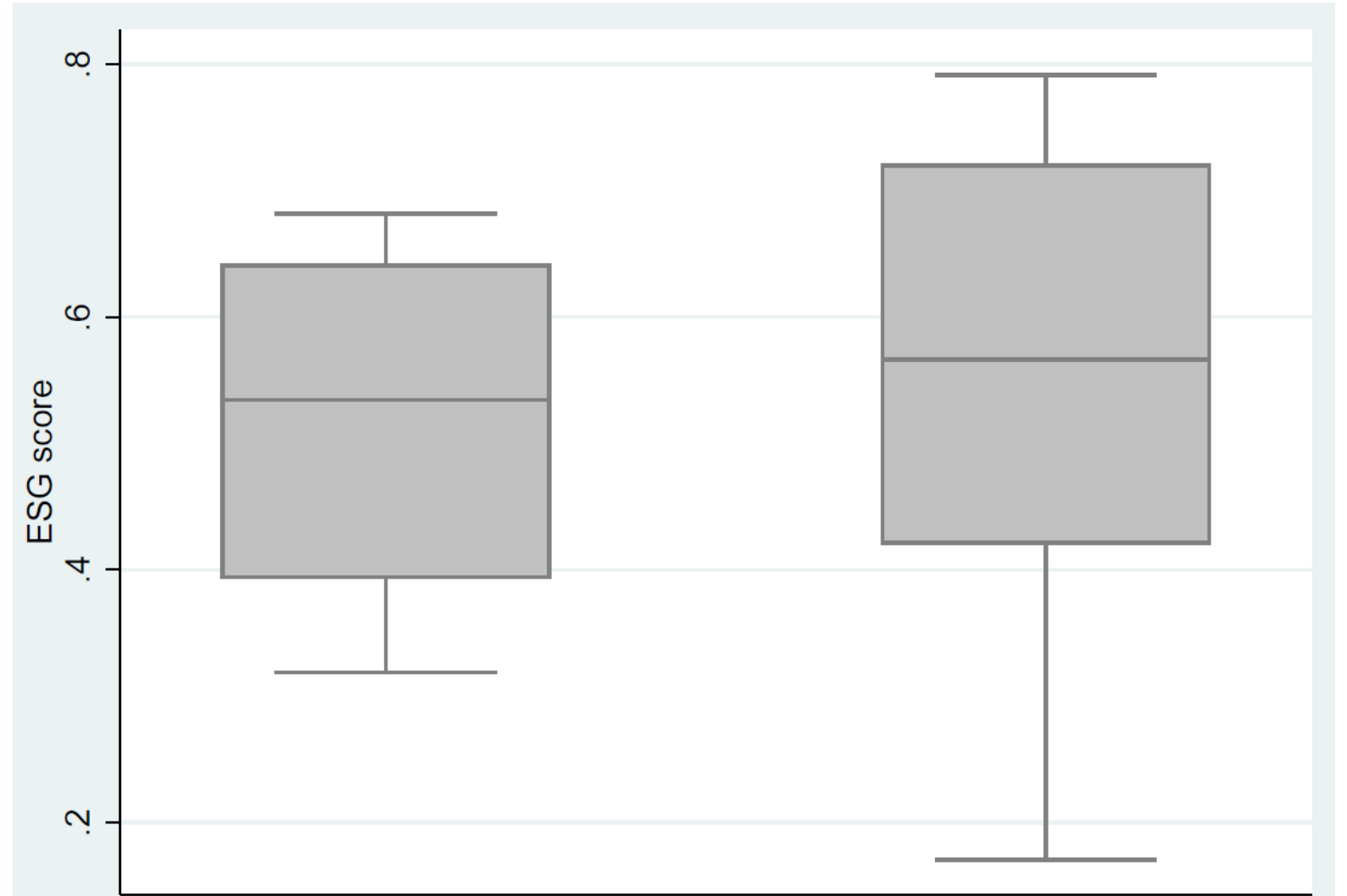
## Quale impatto sulle banche della Cina?

- 1) A sinistra, la performance ESG delle banche in Cina prima dell'introduzione della regolamentazione ESG (2008); A destra, la performance ESG dopo l'introduzione di tale direttiva



## Quale impatto sulle banche del Sud Africa?

- 1) A sinistra, la performance ESG delle banche in Sud Africa prima dell'introduzione della regolamentazione ESG ; A destra, la performance ESG dopo l'introduzione di tale direttiva



# In sintesi

Le normative legate alla sostenibilità hanno come effetto quello di aumentare il coinvolgimento delle società nelle pratiche ESG

Tale effetto sembra più pronunciato dove le autorità impongono vincoli più stringenti combinate con sanzioni.

Tuttavia, l'eterogeneità del tessuto culturale e finanziario non permettono una totale generalizzazione dell'approccio alla regolamentazione ESG, ma suggeriscono pratiche più efficaci rispetto ad altre.

# Iniziative globali: Il Paris agreement del 2015

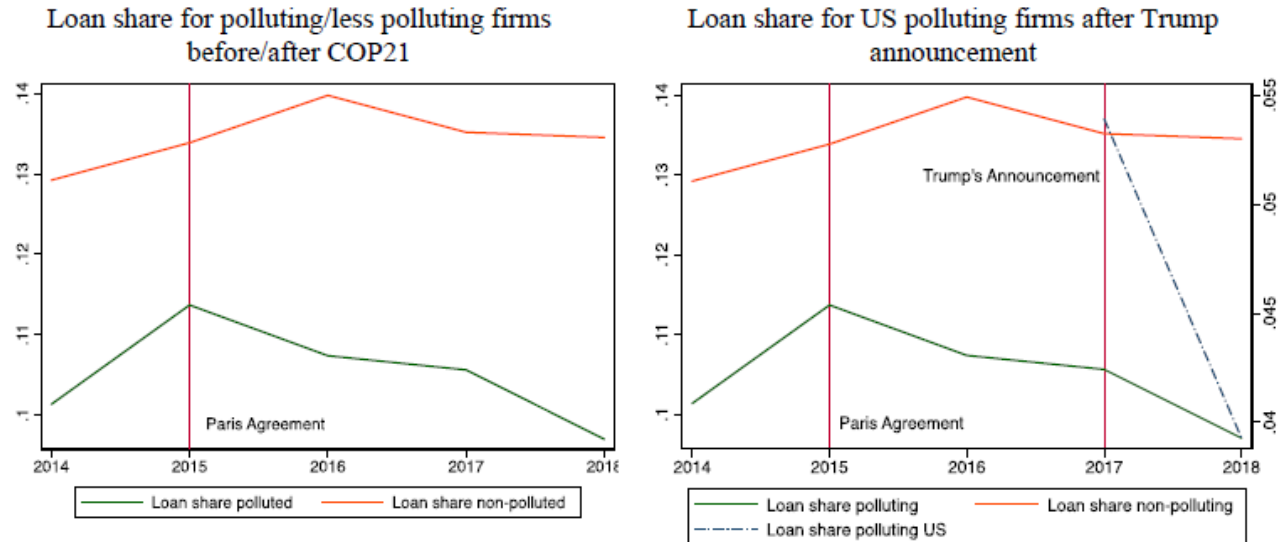
- Viene siglato il 12 dicembre 2015 da 196 paesi.
- L'obiettivo primario è quello di limitare l'aumento delle temperature al di sotto dei 2 gradi Celsius rispetto ai livelli pre-industriali.
- Dal 2020, I paesi devono spiegare che tipo di politiche stanno prendendo per raggiungere questo obiettivo.



# Che impatto ha avuto sull'accesso al credito delle società?

## Loan share between polluting and less polluting firms over the period 2014-2018

(left-hand scale: average loan share; right-hand scale: average loan share for US polluting firms)



Notes: The dashed-blue line shows the loan share for US polluting firms after President Trump's announcement to withdraw from COP21. Loan share is computed as bank lending to a single firm divided by bank total loans.

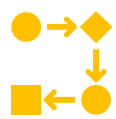
# In sintesi



La sostenibilità nel mondo finanziario viene Misurata tramite I rating ESG.



Esistono numerose agenzie di rating ESG, e tutte divergono tra loro.



I principali approcci alla regolamentazione della sostenibilità sono di tipo “comply or explain” e “mandatory”.



Le direttive sulla sostenibilità hanno generalmente avuto un impatto positivo sulla performance ESG.



Grazie dell'attenzione

Stefano Piserà,  
stefano.pisera@edu.unige.it

