

Il legame tra operazioni di M&A, ESG performance e risultati economico-finanziari

di Filippo Montresor (*) e Guidalberto Gagliardi (**)

Prendendo spunto da alcuni studi internazionali è stata analizzata la relazione tra le operazioni di M&A, la sostenibilità aziendale e le performance economico-finanziarie in ambito nazionale. I risultati della ricerca, pur non essendo conclusivi, incoraggiano ulteriori approfondimenti in materia, stante la crescente rilevanza della sostenibilità tra i criteri d'investimento adottati dai private equity e dai grandi investitori istituzionali.

Premessa

Dagli anni Settanta sono stati pubblicati più di 2.000 studi empirici sul legame tra i criteri ESG e la *performance* delle imprese: circa il 90% delle ricerche ha evidenziato una relazione non negativa e la grande maggioranza ha riportato risultati positivi e stabili nel tempo. Queste analisi affermano concordemente che le strategie basate sui criteri ESG offrono un beneficio in termini di diminuzione del rischio di portafoglio rispetto ai Modelli d'investimento tradizionali. L'attenzione all'impatto dell'investimento riduce il costo del debito e il costo del capitale, migliorando così i rendimenti azionari: cattive *performance* ESG rappresentano una notevole componente di rischio aziendale; al contrario, buone *performance* ESG connotano sviluppo sostenibile e opportunità di crescita, oltre che vantaggio competitivo e reputazionale.

Per quanto concerne nello specifico lo M&A, recenti studi internazionali hanno riscontrato un significativo contributo delle *performance* ESG in termini di successo finanziario delle operazioni e hanno indicato come gli affari "ESG compatible" andati a buon fine abbiano superato quelli "ESG incompatible" (1).

Il rapporto redatto da Mergermarket nel 2019 (2) conferma l'importanza che i professionisti degli investimenti (*private equity*, entità aziendali e società di gestione patrimoniale) attribuiscono all'ESG. Gli intervistati ritengono

che la sostenibilità diventerà sempre più critica per il processo decisionale M&A nei prossimi 12/24 mesi e la maggior parte di essi già oggi svolge una *due diligence* ESG quando valuta nuove opportunità d'impiego. Questa ricerca ha mostrato la tendenza degli acquirenti a collegare l'ESG più con il rischio che con l'opportunità (3), attitudine confermata da altri sondaggi circa l'impatto dei fattori ESG sulle valutazioni aziendali: "Indagando se la responsabilità sociale d'impresa venga valutata dagli acquirenti nei processi di fusione e acquisizione è stato scoperto che essa è positivamente associata ai premi di offerta. È interessante notare che, mentre le prestazioni ambientali sono generalmente valutate dagli acquirenti, le prestazioni sociali hanno un premio solo nelle transazioni transfrontaliere. I risultati suggeriscono che gli

Note:

(*) Equity Factory S.r.l.

(**) Equity Factory S.r.l.

(1) G. Friede - T. Busch - A. Bassen, *ESG and Financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies*, SSRN, 2015.

(2) Mergermarket for IHS Markit, *ESG on the rise: Making an impact in M&A*, 2019.

(3) Secondo *ESG on the rise: Making an impact in M&A*: "È difficile determinare fino a che punto l'ESG avrà un impatto positivo sui rendimenti, ma trascurarla di certo causerà rendimenti inferiori: non ci si può aspettare sempre rendimenti più elevati per più alti *standard* ESG, ma si perde sicuramente se gli *standard* ESG non sono considerati".

acquirenti valutano il coinvolgimento degli obiettivi di CSR e possono considerarlo come un modo per ridurre l'asimmetria delle informazioni e il rischio specifico delle aziende obiettivo. Una buona *performance* di CSR era solitamente integrata nella valutazione della *target* e una *performance* di CSR scadente poteva essere utilizzata come leva per negoziare uno sconto" (4).

I professionisti intervistati da Mergermarket rilevano comunque la difficoltà di valutare i fattori ESG dell'acquisizione attraverso un processo di *due diligence standard*. La *due diligence* ambientale, che è un campo d'indagine da tempo noto (5) per quanto poco diffuso in Italia sino al recente passato, può essere una buona base di partenza ma non ci sono ancora criteri di *screening* o processi definiti per giudicare in modo appropriato l'insieme dei rischi ESG associati all'azienda d'interesse. Gli *advisor* specializzati dovranno proporre delle soluzioni idonee anche perché "diverse società di *private equity* non solo utilizzano i criteri ESG per identificare le aziende *target*, li usano anche come KPI per misurare e riferire sull'andamento delle società in portafoglio" (6).

Lo studio di Mergermarket non è l'unico: l'esigenza dei principali investitori globali di cercare maggiori rendimenti nei c.d. investimenti alternativi e l'attenzione degli stessi soggetti verso il *Socially responsible investment* (o SRI) hanno portato diversi studiosi a considerare la relazione tra M&A, *private equity* ed ESG.

Una disamina della possibile correlazione tra ESG e M&A, in particolare, è stata recentemente proposta a livello internazionale con lo studio del *Mergers and acquisitions research centre* della *Cass business school* di Londra del 2019 circa l'impatto ambientale delle aziende coinvolte in operazioni straordinarie (7). In Italia, invece, il tema non pare ancora esplorato. Si è quindi cercato di contribuire a colmare questo divario.

Lo studio della Cass business school

I ricercatori britannici hanno basato le loro osservazioni su un campione di imprese quotate statunitensi che fra il 1996 e il 2013 hanno concluso transazioni per un valore superiore a un milione di dollari (8).

Lo studio ha esaminato i fattori economici che influenzano le prestazioni ambientali *post-deal* degli acquirenti, testando l'impatto di vari elementi sulle variazioni del punteggio

ambientale complessivo degli acquirenti da un anno prima dell'annuncio dell'accordo a tre anni dopo il suo completamento.

In termini di ROE, i risultati mostrano che la *performance post-deal* degli acquirenti ha un impatto positivo e statisticamente significativo rispetto alla variazione nei punteggi ambientali. In questo caso, quando le imprese creano ricchezza attraverso operazioni di acquisizione di successo, hanno a disposizione maggiori risorse finanziarie da dedicare alle pratiche ambientali.

Questo effetto è robusto, in quanto con l'espansione realizzata attraverso le acquisizioni gli acquirenti diventano più grandi e si affermano maggiormente nel loro settore, avendo in tal modo maggiori probabilità di raggiungere uno *standard* ambientale più elevato. Di pari passo, nelle variabili di controllo, si riscontra che un aumento della liquidità di un'azienda genera un significativo impatto positivo sui punteggi ambientali dell'acquirente: quando le aziende hanno più liquidità a disposizione, esse hanno maggiori probabilità di investire nella gestione ambientale. I ricercatori della *Cass* hanno altresì notato che la variazione dell'indice di leva finanziaria degli acquirenti ha un debole effetto negativo sulle prestazioni ambientali degli acquirenti, indicando che le aziende sono più vincolate a espandere le loro pratiche ambientali quando sono soggette a un più impegnativo servizio del debito.

È interessante notare che l'esperienza precedente degli acquirenti, misurata come numero di operazioni concluse nei tre anni precedenti, contribuisce in modo significativo al miglioramento dello *standard* ambientale delle imprese dopo l'acquisizione.

Nella Tavola 1 è presentato l'effetto di ciascuno dei molteplici fattori sulle varie sottocategorie di prestazioni ambientali delle imprese acquirenti.

Note:

(4) M. Gomes - S. Marsat, "Does CSR impact premiums in M&A transactions?", in *Finance Research Letters*, Elsevier, 2018.

(5) AA.VV., "Manuale della *due diligence*", in *Il Sole - 24 Ore*, Finanza d'impresa, 2004.

(6) Clairfield International, "Clairfield annual outlook 2020", in www.clairfield.com.

(7) Z. Huang - S. Moeller, "Green business: The environmental impact of M&A", in *M&A Research Centre*, MARC, London, 2019.

(8) Il campione è stato costruito a partire dal *Thomson Reuters Securities data company* (SDC).

Tavola 1 - Relazione tra performance finanziaria e ESG score

	Prestazioni ambientali complessive	Gestione dei rifiuti	Cambiamento climatico	Sistemi di gestione ambientale	Impatto ambientale di prodotti e servizi	Altri fattori ambientali
Variazione ROE	Positivo forte	Positivo molto debole	Positivo molto debole	Positivo molto debole	Positivo molto debole	Positivo forte
Variazione liquidità	Positivo moderato	Positivo molto debole	Positivo molto debole	Positivo forte	Positivo molto debole	Positivo molto debole
Variazione leva finanziaria	Negativo debole	Negativo molto debole	Negativo molto debole	Negativo molto debole	Negativo molto debole	Negativo molto debole
Variazione dimensione	Positivo forte	Positivo debole	Positivo forte	Positivo forte	Positivo debole	Positivo forte
Esperienza M&A dell'acquirente	Positivo forte	Positivo forte	Positivo forte	Positivo forte	Positivo molto debole	Positivo molto debole

Analisi empirica della relazione tra ESG score e indicatori economico-finanziari nelle operazioni M&A italiane

Per investigare il tema a livello italiano, muovendo dalla ricerca appena illustrata sono state studiate empiricamente (tramite analisi di regressione mediante il *software* econometrico R) le operazioni di M&A completate tra il 2010 e il 2019 da un campione di società quotate italiane che hanno portato a termine acquisizioni o fusioni.

Le informazioni finanziarie sono state estrapolate dalla banca dati *Orbis* del Bureau VanDijk secondo i seguenti criteri:

- 1) area geografica Italia: 6.627.711 società;
- 2) società quotate: 377 società;
- 3) operazioni di acquisizione o fusione per incorporazione completate dal 1° ottobre 2010 al 31 dicembre 2019 per un valore minimo di euro 1 milione: 221 società.

I dati finanziari raccolti hanno riguardato misure di *performance* basate sulla contabilità (il rendimento delle attività o ROA, il rendimento del capitale proprio o ROE e l'utile per azione o EPS) e sul mercato (rapporto tra prezzo e utile o PE).

La raccolta dei dati è stata più complessa con riferimento ai *rating* ESG. L'autore della ricerca empirica (9), si è difatti confrontato con le problematiche vissute dagli investitori quando utilizzano agenzie di *rating* ESG esterne. Innanzitutto, i punteggi ESG rivelano spesso un *bias* sulle dimensioni delle società: le più

grandi ottengono in media migliori valutazioni ESG in quanto dispongono di maggiori risorse per comunicare le proprie politiche e attività ESG. In secondo luogo, quasi tutte le metodologie di calcolo sono neutrali rispetto ai settori, cioè affermano che in ogni mercato, anche se evidentemente non sostenibile, ci sono società con punteggi ESG positivi e altre con valori negativi. Vi è poi il problema dell'obsolescenza delle graduatorie ESG emesse dalle agenzie di *rating* ESG, dal momento che queste sono aggiornate raramente e sulla base di lunghi cicli di revisione. Rimane poi difficile raccogliere dati completi e di elevata qualità, soprattutto perché le società non hanno l'obbligo di comunicare buona parte degli elementi ESG e perché gli enti normativi non prevedono *standard* come quelli applicati, invece, ai dati finanziari. La trappola probabilmente più significativa è, infine, la soggettività dei punteggi ESG dei diversi *data provider* causata dalle specifiche metodologie applicate che spesso mostrano una bassa correlazione tra loro. Per la ricerca si è scelto di estrapolare le informazioni inerenti ai *rating* ESG dalla banca dati *Thomson Reuters Eikon*. Come schematizzato nella Tavola 2, tali ESG score sono composti, in diversa misura percentuale a seconda dell'impresa, da *Environment Pillar score* (*resource use, emission, innovation*), *Social Pillar score* (*workforce, human rights, community*) e *Governance Pillar score* (*management, shareholders, CSR strategy*).

Nota:

(9) Filippo Montresor.

Tavola 2 - Indicatori ESG Thomson Reuters

Environment Pillar Score	Social Pillar Score	Governance Pillar Score
<ul style="list-style-type: none"> · Resource Use · Emission · Innovation 	<ul style="list-style-type: none"> · Workforce · Human Rights · Community 	<ul style="list-style-type: none"> · Management · Shareholders · CSR Strategy

Per gli scopi della ricerca i punteggi attribuiti in lettere sono stati convertiti in numeri come segue: A+ = 11; A = 10; A- = 9; B+ = 8; B = 7; B- = 6; C+ = 5; C = 4; C- = 3; D+ = 2; D = 1; D- = 0. Lo studio si è concentrato su 82 osservazioni *cross-section* (10) di cinque variabili quantitative, relative rispettivamente a ESG score, ROE, ROA, EPS e P/E: un campione ristretto rispetto a quello originario in quanto solo alcune delle 221 società quotate italiane disponevano di un punteggio ESG completo per l'anno di riferimento 2019. Le Tavole da 3 a 5 illustrano i risultati del lavoro.

Dallo studio svolto sul campione nazionale emerge che ROE, ROA, EPS e P/E non risultano significativi per lo ESG score. Per rafforzare tale evidenza, si è analizzata su un intervallo più esteso la relazione tra *Environmental Pillar score* e ROE, ROA, EPS e P/E delle società quotate italiane soggette a operazioni di fusione o acquisizione, al fine di verificare una possibile correlazione nel periodo 2014/2018, considerando un campione forzatamente ridotto a 36 società (si veda la Tavola 6): anche in questo caso si è confermata la bassa correlazione tra il punteggio ESG *Environment Pillar score* e le variabili di prestazione economico-finanziaria considerate.

In sintesi, il modello empirico costruito da Montresor sembra indicare che non necessariamente a un miglioramento delle performance corrisponde un progresso dei rating ESG, mentre è probabile registrare risultati negativi qualora gli standard ESG non fossero rispettati (11). Queste evidenze potrebbero essere dovute ai ristretti confini metodologici della ricerca (12), agli accennati limiti dei rating ESG e soprattutto alla lentezza con cui l'approccio SRI si sta diffondendo nel nostro Paese.

Per allargare il raggio di azione e aprire lo spazio a nuovi approfondimenti in materia, gli autori hanno anche condotto un'analisi sul numero di fondi di *private equity* italiani che nei loro siti web esprimono chiaramente parametri

ESG e di sostenibilità tra i loro criteri d'investimento: è emerso che il 55,5% del campione esaminato (13) considera esplicitamente i criteri di sostenibilità nelle decisioni di allocazione del capitale. Quest'analisi qualitativa sui *private equity* induce a ritenere che vi è e sempre più vi sarà un legame stretto tra M&A, *private equity* e sostenibilità e che è solo questione di tempo perché le statistiche possano evidenziare anche nel contesto italiano che i punteggi di sostenibilità hanno una correlazione positiva con le variabili economico-finanziarie.

Conclusioni

Come mostra l'evidenza internazionale, sarebbe auspicabile che la sostenibilità fosse sempre più posta al centro delle decisioni finanziarie, a maggior ragione se queste sono di notevole importanza come nel caso delle operazioni straordinarie. Nei mercati finanziari evoluti, infatti, si è riscontrato il ciclo virtuoso per cui un'operazione di concentrazione di settore conduce a migliori risultati in

Note:

(10) Il *cross-sectional study* (o analisi per dati sezionali) è un metodo econometrico di analisi di regressione che riguarda unità statistiche diverse osservate per un solo periodo di tempo e si differenzia per questo da *panel analysis* (analisi *panel*) e *time-series analysis* (analisi serie temporali).

(11) A. Fatemi - M. Glaum - S. Kaiser, *ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure*, SSRN, 2018; sottolineano l'importanza della comunicazione dello ESG affermando che "i punti di forza dell'ESG aumentano il valore dell'azienda mentre le debolezze lo riducono e, cosa ancora più importante, la divulgazione svolge un ruolo cruciale di moderazione, attenuando l'effetto negativo delle debolezze e l'effetto positivo dei punti di forza".

(12) La ricerca non ha potuto estendersi all'intero universo delle società quotate (andando cioè oltre il gruppo di quelle che sono state soggette ad acquisizioni o fusioni) e non c'è quindi stata la possibilità di ragionare sul mercato borsistico nazionale nel suo complesso. Lo studio sintetizzato nel presente articolo vuole solo essere uno spunto da cui sviluppare ulteriori indagini.

(13) Si tratta dei 137 associati di AIFI, Associazione Italiana degli investitori istituzionali.

Tavola 3 - Distribuzione dello ESG score rispetto a ROE, ROA, EPS e PE

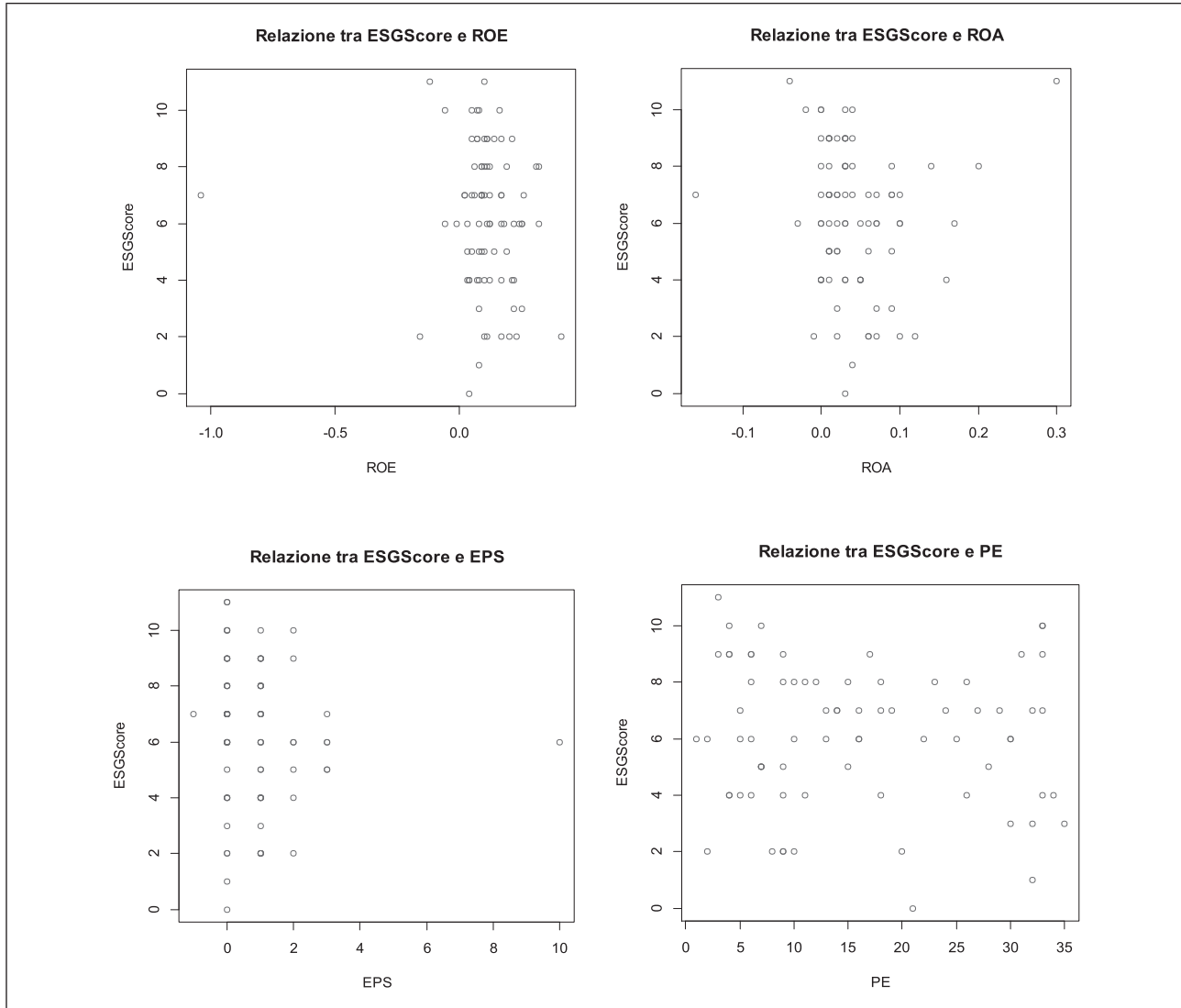


Tavola 4 - Matrice di correlazione ESG score, ROE e ROA

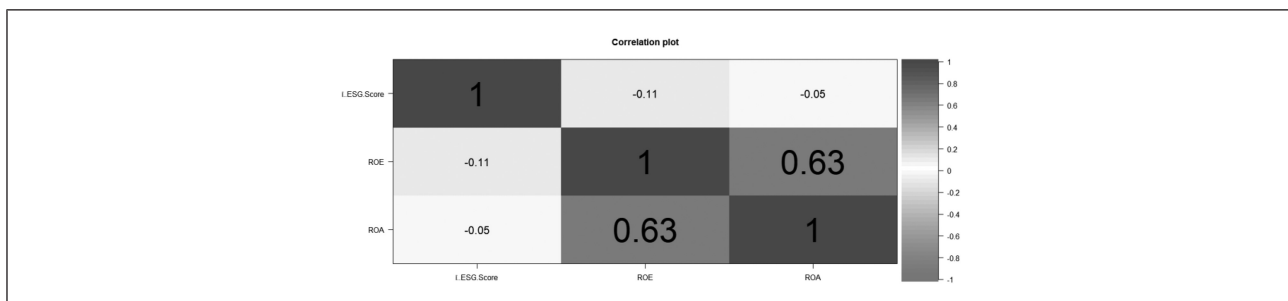


Tavola 5 - Analisi cross-section

```

Call:
lm(formula = ESGScore ~ ROE + ROA + EPS + PE)

Residuals:
    Min       1Q   Median       3Q      Max
-6.4942 -1.9124  0.4837  1.7863  4.0930

Coefficients:
            Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
(Intercept)  6.87903    0.78019   8.817 7.22e-13 ***
ROE          -4.16821    4.35604  -0.957  0.342
ROA           2.81473    6.68702   0.421  0.675
EPS          -0.10238    0.21767  -0.470  0.640
PE           -0.01441    0.02913  -0.495  0.623
---
Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Residual standard error: 2.511 on 68 degrees of freedom
(9 observations deleted due to missingness)
Multiple R-squared:  0.01986, Adjusted R-squared:  -0.0378
F-statistic: 0.3444 on 4 and 68 DF, p-value: 0.847
    
```

Tavola 6 - Analisi panel sull'intervallo 2014/2018

```

Oneway (individual) effect Random Effect Model
(Swamy-Arora's transformation)

Call:
pim(formula = RatingEPS ~ ROE + ROA + EPS + PE, data = EPScore,
     model = "random")

Unbalanced Panel: n = 36, T = 1-5, N = 167

Effects:
            var std.dev share
idiosyncratic  1.242  1.114 0.085
individual    13.384  3.658 0.915
theta:
  Min. 1st Qu.  Median    Mean 3rd Qu.    Max.
 0.7086  0.8650  0.8650  0.8615  0.8650  0.8650

Residuals:
  Min. 1st Qu.  Median    Mean 3rd Qu.    Max.
-2.81611 -0.73867 -0.02005  0.00965  0.72322  2.44024

Coefficients:
            Estimate Std. Error z-value Pr(>|z|)
(Intercept)  6.4131281  0.6337065  10.1200 < 2e-16 ***
ROE          0.8669545  1.6468192   0.5264  0.59858
ROA         -8.0013000  7.1852045  -1.1136  0.26546
EPS         -0.0080563  0.0101454  -0.7941  0.42715
PE          -0.0151023  0.0072235  -2.0907  0.03655 *
---
Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Total Sum of Squares:  205.91
Residual Sum of Squares: 198.45
R-Squared:  0.037166
Adj. R-Squared: 0.013392
Chisq: 6.08694 on 4 DF, p-value: 0.19275
    
```

termini di ESG e questi ultimi, a loro volta, inducono gli investitori SRI a puntare sui titoli delle società attente alla sostenibilità. Perché gli investimenti c.d. a impatto si diffondano è importante che si verifichi un cambiamento del paradigma culturale di molte imprese ma anche che i *rating* ESG siano standardizzati ed emessi in modo omogeneo dalle differenti agenzie. Una spinta significativa in questa direzione potrebbe provenire dalla diffusione, a carattere volontario e pure obbligatorio, dei Bilanci di sostenibilità, al momento ancora

acerbi e talvolta incompleti nella sostanza come nella forma. In questo modo le aziende (a partire dalle grandi quotate) integrerebbero le variabili ESG nella gestione strategica e nello svolgimento delle *Business operation*. Dal lato degli investitori, l'analisi ESG dovrebbe diventare una componente essenziale per implementare quell'approccio sostenibile agli investimenti imposto dal mercato (e dal buon senso), tanto per quelli diretti quanto per le operazioni di M&A parte di strategie di crescita esterna.