

e

Investimenti ESG

Guida a cura di



**CFA Society
Italy**

AP
ADVISOR PRIVATE

Con la collaborazione di

Amundi
ASSET MANAGEMENT

Autori

Aldo Bonati, Corporate engagement and networks manager - Etica SGR, Gruppo Banca Etica

Aldo gestisce l'engagement con le aziende quotate e le attività svolte con network di investitori SRI (es. UN PRI). Docente del Master in finanza di ALTIS, dal 2015 tiene un Laboratorio sull'SRI in Università Cattolica. Ha lavorato presso Citibank, BNL Gestioni, ECPI e Forum per la Finanza Sostenibile. Ha conseguito un Master alla SDA Bocconi e una laurea all'Università Bocconi.

Matteo Bonaventura, Phd, CFA - Analista Finanziario - BANOR SIM

Matteo Bonaventura ricopre il ruolo di analista finanziario buy-side con focus sull'integrazione delle tematiche ESG presso BANOR SIM. Precedentemente ha lavorato come ricercatore e assistente di ricerca presso il Politecnico di Milano. Matteo ha conseguito il dottorato di ricerca presso il Politecnico di Milano in Ingegneria Gestionale nel 2016

Paolo Capelli, Responsabile Risk Management - Etica SGR, Gruppo Banca Etica

Paolo Capelli è Responsabile Risk Management in Etica SGR da fine 2014. Prima ha lavorato come Quantitative Internal Auditor in Banca Akros; in Akros Alternative Investments è stato Portfolio Manager quantitativo, 2007-2012, e Responsabile Risk Management, 2001-2007. In precedenza, ha lavorato in BNL Gestioni SGR e in Atos Origin. Paolo è laureato in Fisica Teorica all'Università degli Studi di Milano.

Andrea Dal Santo, CFA, ARPM, Direttore esecutivo - Solidus Capital Group, New York

Andrea Dal Santo svolge attività di consulenza direzionale e finanziaria per aziende e istituzioni ed è consigliere di CFA Society Italy. In precedenza, ha ricoperto diversi incarichi di gestione per Arca SGR ed è stato consigliere per CFA Society of New York. Laureato con lode in economia a Ca'Foscari, ha certificazioni professionali su investimenti, finanza quantitativa, e innovazione.

Anna Gamba, CFA - Wealth Manager - Olympia WM e Board Member CFASI

Anna Gamba ha maturato un'esperienza di 20 anni nel settore Finanziario, molti in qualità di Gestore di Fondi Azionari, prima Eurizon (dove fra il 2002-2004 è stata Gestore Junior del Fondo Azionario Etico), quindi in Mediolanum Gestione Fondi SGR. Dal 2016, in qualità di Wealth Manager, gestisce Portafogli e Clienti Privati HNW, Professionali e Istituzionali all'interno di Olympia Wealth Management Ltd. Laureata in Economia a Torino, con Lode e Menzione; dal 2008 è membro del Board della CFA Society Italy.

Luca Grassadonia, CFA - Investment Banking Analyst - Kreston GV Italy

Analista indipendente, collabora con Kreston in operazioni di finanza aziendale. Laureato in Bocconi, ha iniziato in Eurizon come consulente della Fondazione Cariplo. Nel 2000 è entrato in Montepaschi come gestore di portafogli istituzionali, fino a divenirne il responsabile. Nel 2012 è diventato in Anima gestore di portafogli etici istituzionali. Dopo un'esperienza nel settore no-profit, è ritornato nella finanza per applicare la sostenibilità alle PMI.



Investimenti ESG

Guida a cura di



Con la collaborazione di



CAPITOLO 1

LO SVILUPPO NEL TEMPO

E LE TIPOLOGIE DI FONDI E STRATEGIE ESG

6

di **Anna Gamba, CFA**

CAPITOLO 2

LA CRESCITA DEGLI INVESTIMENTI “ESG”

16

di **Matt Orsagh, CFA e Antonella Puca, CFA**

CAPITOLO 3

LE DIMENSIONI DEL MERCATO

DEGLI INVESTIMENTI SOSTENIBILI

22

di **Luca Grassadonia, CFA**

**Contribuire a finanziare la lotta
contro il cambiamento climatico**

a cura di Thierry Bogaty e Julie Fardoux (Amundi)

27

CAPITOLO 4

SELEZIONE E INDEXING DEI FONDI ESG

30

di **Antonella Puca, CFA, CPA e Andrea Dal Santo, CFA, ARPM**

CAPITOLO 5

METRICHE DI PERFORMANCE

PER GLI INVESTIMENTI ESG

50

di **Antonella Puca, CFA**

4 | Investimenti ESG

Allegato ad AP ADVISOR PRIVATE n. 13
settembre-ottobre 2018 (registrato presso il
Tribunale di Milano n. 302 del 23/10/2015)

REALIZZAZIONE:

a cura della redazione ADVISOR

DIRETTORE RESPONSABILE:

Francesco D'Arco

GRAPHIC DESIGNER:

Luca Baraggia

INFOGRAFICHE:

Salvatore Tomaselli

PROPRIETARIO ED EDITORE:

Open Financial Communication Srl
Via Francesco Sforza, 14 - 20122 Milano
NON VENDIBILE

CAPITOLO 6

ESG E VALUE INVESTING

62

di Angelo Meda, CFA, CIPM e Matteo Bonaventura, CFA

CAPITOLO 7

INVESTIMENTO SOSTENIBILE E DICHIARAZIONE NON FINANZIARIA, IL CASO DI UNA PICCOLA IMPRESA ITALIANA

70

di Luca Grassadonia, CFA

**Finanziare una crescita sostenibile
attraverso soluzioni di investimento responsabili
a cura di Thierry Bogaty e Julie Fardoux (Amundi)**

88

CAPITOLO 8

IL REPORT DI IMPATTO DELL'ANALISI EXTRA-FINANZIARIA SUGLI OBIETTIVI DI SVILUPPO SOSTENIBILE DELLE NAZIONI UNITE

90

di Marina Pardini

CAPITOLO 9

PMI E GOVERNANCE: QUANDO "IL BUON PADRE DI FAMIGLIA" NON BASTA

110

di Patrizia Saviolo, CFA

CAPITOLO 10

GESTIONE DEL RISCHIO ESG DI PORTAFOGLIO

128

di Paolo Capelli

CAPITOLO 11

L'ATTIVITÀ DI ENGAGEMENT

136

di Aldo Bonati

Introduzione

di Anna Gamba, CFA

Gli investimenti sostenibili e responsabili, ossia che incorporano i fattori ambientali, sociali e di buon governo (“environmental”, “social” and “governance”, o “ESG”), sono un settore di mercato in rapida crescita. Negli ultimi decenni sta sempre più aumentando sia l’offerta di prodotti sostenibili, che la domanda e l’interesse per tali prodotti, sia da parte di investitori istituzionali, sia da parte di risparmiatori privati. Per questi ultimi, investire secondo questi criteri spesso significa fare delle scelte coerenti non solo con i propri obiettivi di rendimento e di rischio, ma anche con i propri valori e le proprie convinzioni morali.

Nel 1987 la Commissione Mondiale sull’ambiente e lo sviluppo delle Nazioni Unite ha redatto un documento,

il rapporto Brundtland (conosciuto anche come “Our Common Future”), in base alla quale “lo sviluppo sostenibile” viene definito come “quello sviluppo che consente la soddisfazione dei bisogni economici, ambientali e sociali delle attuali generazioni, senza compromettere lo sviluppo delle generazioni future”.

In questa breve introduzione parleremo dell’evoluzione nel tempo dei prodotti sostenibili, delle principali tipologie di investimenti attualmente esistenti, delle motivazioni per cui è cresciuto l’interesse per tali prodotti, sia considerando il punto di vista dell’offerta, sia di quello della domanda, e faremo un breve approfondimento sull’importante tema del cambiamento climatico.

CAPITOLO 1

LO SVILUPPO NEL TEMPO E LE TIPOLOGIE DI FONDI E STRATEGIE ESG

di Anna Gamba, CFA

I primi investimenti di tipo sostenibile trovano le loro origini principalmente in motivazioni di tipo etico: il primo Fondo "etico" nasce in America nel 1928 ed è il Pioneer Fund, un investimento di organizzazioni religiose che escludeva le imprese operanti nel settore dell'alcool, del tabacco e del gioco d'azzardo.

Durante la guerra del Vietnam varie organizzazioni studentesche americane iniziano a contestare alcuni investimenti fatti dalle loro Università, chiedendo dei cambiamenti nel modo di gestire i relativi fondi; nella seconda metà degli anni '70 vengono elaborati alcuni principi di comportamento, i "Sullivan Principles", da seguire da parte delle imprese statunitensi operanti in Sudafrica per cercare di contrastare l'Apartheid.

Alla fine degli anni '80 anche in Europa aumenta l'attenzione verso la finanza di tipo responsabile, si fanno molti passi in avanti e si organizzano anche importanti Conferenze e Forum su questi temi. Negli anni '90 nascono i primi indici di tipo sostenibile.

In Italia, i Social Responsible Investment (SRI) hanno fatto la loro comparsa in tempi relativamente recenti, con il primo comparto "etico" costituito nel 1997 dalla SGR del gruppo Sanpaolo.

Le tipologie di Fondi che oggi chiamiamo ESG si sono sviluppate nel tempo in modo coerente rispetto a come si sono man mano realizzati gli avvenimenti: la prima tipologia di Fondi, partita nel 1928 con il Pioneer Fund, è appunto quella che utilizza il criterio di esclusione; poi a partire dagli anni '80 si sono sviluppati i fondi che si basano sul concetto di best-in-class e quindi successivamente su quello dell'engagement.

Negli anni '90 si sono sviluppati quelli orientati a particolari temi e all'impact investing; alla fine degli anni '90 si è sviluppato il concetto dell'integrazione dei fattori ESG nell'analisi finanziaria.

Più nel dettaglio, i principali tipi di strategie di investimento sostenibile,

a volte sovrapponibili, possono essere classificabili, secondo la Global Sustainable Investment Alliance (GSIA) come segue:

- Selezione negativa/esclusione: prevede l'esclusione dal fondo o dal portafoglio di certi settori, aziende o aree operative sulla base di criteri specifici di ESG. Ad esempio, i criteri di esclusione presi in considerazione negli indici MSCI di tipo SRI prevedono l'esclusione delle società appartenenti a questi settori di attività: Armi, Alcolici, Tabacco, gioco d'azzardo, intrattenimento per adulti, Energia nucleare e Organismi geneticamente modificati.
- Selezione positiva/ best in class: approccio che mira a selezionare le «migliori aziende», da un punto di vista ESG, all'interno di un determinato settore; è quindi un investimento in "sottosettori", aziende o progetti selezionati in base ad una performance ESG positiva rispetto ad altri sottosettori, aziende o progetti comparabili per ramo di attività.
- Selezione su base normativa: selezione degli investimenti sulla base del rispetto di norme e standard internazionali. Gli standard più utilizzati sono quelli definiti in sede OCSE, ONU, o dalle Agenzie ONU (tra cui ILO, UNEP, UNICEF, UNHCR). Ne sono esempi le linee Guide a dell'OCSE sulle multinazionali, le Convenzioni dell'Organizzazione Internazionale del Lavoro.
- Investimenti tematici: investimenti in temi o attività specificamente concentrati sulla sostenibilità (ad esempio, energia pulita, riduzione delle emissioni inquinanti, trattamento delle acque, tecnologie e agricoltura sostenibili);
- Impact/community investing: investimenti in imprese, organizzazioni o fondi con l'intenzione di realizzare un impatto ambientale positivo, insieme ad un ritorno finanziario; sono investimenti mirati, spesso fatti nel mercato priva-

to, che si propongono di aiutare a risolvere, fornendo finanziamenti, problemi sociali o ambientali. Ne sono esempi le energie rinnovabili, gli investimenti in microfinanza e in social housing, investimenti “comunitari”, in cui il capitale è specificamente diretto a favorire individui o comunità marginali.

- Integrazione ESG: l’inclusione sistematica ed esplicita di fattori ESG da parte dei gestori di fondi nell’analisi finanziaria degli investimenti.
- Corporate engagement e attivismo azionario: uso dei propri diritti di azionisti con l’obiettivo di influenzare e modificare i comportamenti aziendali, attraverso un dialogo diretto con il management dell’azienda e l’esercizio del diritto di voto. (per esempio, comunicando con la direzione e/o con i consigli di amministrazione delle società, presentando mozioni da azionisti, e voto di lista guidato da esaurienti linee guida ESG).

Attualmente, le strategie di selezione negativa/esclusione sono ancora le più comuni nei fondi aperti disponibili sul mercato. Ciò è motivato da una parte dalla facilità di implementazione delle strategie di esclusione, e dall’altra riflette il forte interesse, in particolare degli investitori istituzionali, per questa strategia.

La strategia di “integrazione ESG” sta riscontrando un interesse man mano crescente, come pure gli approcci di tipo “factor investing”, in cui i fattori ESG sono individuati come determinanti del rendimento.

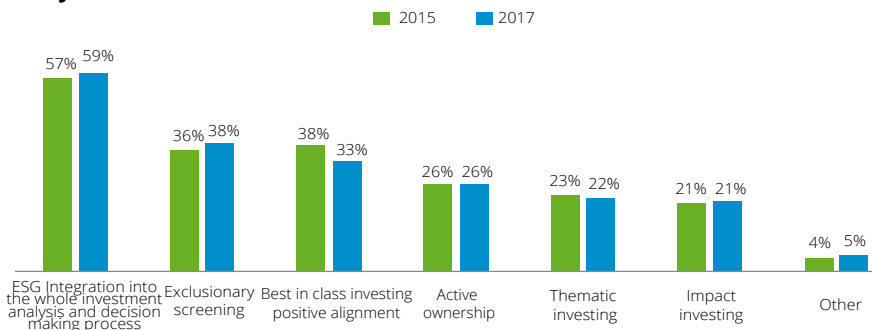
È frequente anche riscontrare fondi “multi-strategy”, ossia che utilizzano una combinazione di più strategie fra quelle sopra elencate.

I sondaggi relativi ai temi ESG e le Motivazioni per cui gli investimenti ESG stanno assumendo sempre più importanza

Negli ultimi anni sono stati fatti vari sondaggi sui temi ESG; fra questi, molto sinteticamente, ricordiamo:

Figura 1

How do you take ESG issues into consideration in your investment analysis decisions?



Fonte: CFA Institute, Environmental, Social and Governance (ESG) SURVEY 2017

nel 2015 Morgan Stanley ha condotto un sondaggio fra investitori individuali, da cui emergeva che il 71% erano interessati agli investimenti sostenibili, con percentuali ancora maggiori fra i Millenials e le donne.

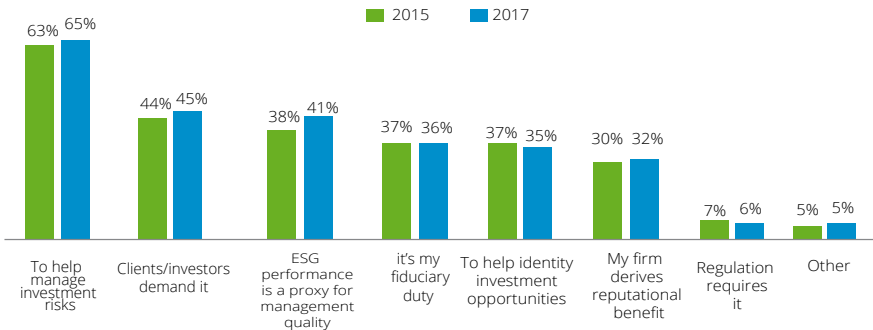
Nel 2014 l'agenzia Nielsen ha condotto un sondaggio, sempre fra investitori individuali, da cui emergeva che fra le motivazioni principali ad investire secondo criteri sostenibili c'erano: la credenza di migliorare il profilo rischio/ rendimento degli investimenti, la volontà di avere un impatto positivo sulla società e sull'ambiente, il desiderio di allineare il proprio portafoglio con propri valori.

Relativamente al lato Gestori di Fondi e Investitori professionali, il CFA Institute ha condotto interessanti sondaggi sia nel 2015 che nel 2017. Da questi emergeva che, al 2017:

- circa il 73% di chi ha risposto al sondaggio teneva in conto di almeno uno dei criteri ESG nel processo di analisi ed investimento,
- che le due asset class in cui venivano maggiormente integrati tali criteri sono l'Equity e a seguire le obbligazioni.
- Interessanti sono anche le risposte riportate nei 2 seguenti riquadri, relativi, il primo, alle strategie di tipo ESG maggiormente utilizzate dai Gestori nel loro processo

Figura 2

Why do you take ESG issues into consideration in your investment analysis/decisions?



Fonte: CFA Institute, Environmental, Social and Governance (ESG) SURVEY 2017

di analisi e di presa delle decisioni ed il secondo relativo alle motivazioni per le quali i Gestori e gli investitori professionali prendono in considerazione i fattori ESG.

Teniamo inoltre presente che sempre più spesso investire in società “sostenibili” può voler dire anche scegliere società con caratteristiche molto innovative. L’innovazione di modello di business, modalità di produzione, di prodotti si riscontra spesso in società che rientrano negli screening di tipo ESG, specialmente nel caso delle Small Cap.: ESG quindi può significare anche una forte spinta verso l’innovazione e il cambiamento.

Molto interessante ed importante è anche Global Risk Report del 2018, elaborato dal World Economic Forum, un’indagine che raccoglie le opinioni di esperti e leader sui rischi che stiamo correndo. È da evidenziare che, come emerge dalla Figura 3, mentre prima del 2011 erano i rischi economici (evidenziati in tabella in colore azzurro) ad essere i più temuti, negli ultimi anni sono stati i rischi ambientali (segnati in verde) quelli reputati più importanti e con maggiore probabilità di accadimento.

In effetti, tre dei rischi ambientali esaminati si sono posizionati al vertice della classifica rischi 2018: Eventi cli-

Figura 3 Panoramica dell'evoluzione dei rischi

I 5 principali rischi globali in termini di probabilità

	2008	2010	2012	2014	2016	2018
1st	Asset price collapse	Asset price collapse	Severe income disparity	Income disparity	Large-scale involuntary migration	Extreme weather events
2nd	Middle East instability	Slowing Chinese economy (<6%)	Chronic fiscal imbalances	Extreme weather events	Extreme weather events	Natural disasters
3rd	Failed and falling states	Chronic disease	Rising greenhouse gas emissions	Unemployment and underemployment	Failure of climate-change mitigation and adaptation	Cyberattacks
4th	Oil and gas price spike	Fiscal crises	Cyber attacks	Climate change	Interstate conflict with regional consequences	Data fraud or theft
5th	Chronic disease, developed world	Global governance gaps	Water supply crises	Cyber attacks	Major natural catastrophes	Failure of climate-change mitigation and adaptation

I 5 principali rischi globali in termini di impatto

	2008	2010	2012	2014	2016	2018
1st	Asset price collapse	Asset price collapse	Major systemic financial failure	Fiscal crises	Failure of climate-change mitigation and adaptation	Weapons of mass destruction
2nd	Retrenchment from globalization (developed)	Retrenchment from globalization (developed)	Water supply crises	Climate change	Weapons of mass destruction	Extreme weather events
3rd	Slowing Chinese economy (<6%)	Oil price spikes	Food shortage crises	Water crises	Water crises	Natural disasters
4th	Oil and gas price spike	Chronic disease	Chronic fiscal imbalances	Unemployment and underemployment	Large-scale involuntary migration	Failure of climate-change mitigation and adaptation
5th	Pandemics	Fiscal crises	Extreme volatility energy and agriculture prices	Critical information infrastructure breakdown	Severe energy price shock	Water crises

■ Economic ■ Environmental ■ Geopolitical ■ Societal ■ Technological

Fonte: World Economic Forum, Global Risks Report 2018

matici estremi (1° in termini di probabilità e 2° in termini di impatto); Disastri naturali (2° e 3); Fallimento delle misure di adattamento e mitigazione dei cambiamenti climatici (5° e 4°). In aggiunta, si può notare come anche i rischi di tipo "sociale", (segnati in rosso, come le migrazioni e le crisi idriche) hanno un'elevata importanza. Alcuni dei rischi geopolitici (in arancione), quali quelli legati alle armi di distruzioni di massa, sono anch'essi facilmente collegabili alle motivazioni che guidano gli investimenti ESG (che ad es. escludono quasi sempre il settore degli armamenti e in vari casi il nucleare)

L'importanza del tema "Climate Change"

Da decenni ormai una gran parte del mondo della Finanza ha ben chiari i rischi legati al «Climate Change» e al progressivo inquinamento del Pianeta, e sta dando una risposta, appunto, tramite prodotti finanziari Sostenibili, il cui interesse sta sempre più crescendo soprattutto negli ultimi anni.

L'industria finanziaria può infatti ricoprire un ruolo importante nel cercare di contrastare, o comunque mitigare, le gravi conseguenze negative legate all'impatto dei cambiamenti climatici e alle problematiche ambientali.

I rischi legati al cambiamento climatico sono stati evidenziati in molte occasioni, ed hanno importanti conseguenze anche di tipo economico finanziario, conseguenze di cui operatori finanziari quali assicurazioni, fondi pensione, Fondazioni bancarie, nonché almeno una parte del mondo politico e dei comuni cittadini si rendono ormai conto.

Durante la Conferenza di Parigi COP (Conferenza delle Parti) 21, tenutasi a Parigi alla fine del 2015, sono stati evidenziati alcuni punti:

- Sono ormai tantissime le fonti autorevoli che hanno evidenziato come il clima stia effettivamente cambiando (considerando anche gli anni successivi al COP 21, ricordiamo che il 2017 è stato uno dei tre anni più caldi mai registrati, segnato da incendi importanti negli Stati Uniti, in Cile e in Portogallo; eventi climatici estremi, quali uragani, inondazioni etc... sono sempre più diffusi in tutto il globo, anche in Europa; e già a luglio 2018 è stato dichiarato che in Italia il 2018 è stato il terzo anno più caldo dal 1800, (dopo il 2015 e il 2014)).
- La principale causa di ciò è l'aumento delle concentrazioni di gas a effetto serra (anidride carbonica CO_2 , - derivante dall'uso di combustibili fossili; protossido di azoto - dovuto principalmente all'uso di fertilizzanti, metano - prodotto da discariche, allevamenti e agricoltura, ed altri gas). L'anidride carbonica è quella che preoccupa di più, a causa dei lunghi tempi di permanenza in atmosfera (un terzo rimane presente a distanza di 100 anni, e dopo 1000 anni ne rimane comunque un quinto..) e per il fatto che la deforestazione ne determina un minore assorbimento.
- Studi presentati alla conferenza di Parigi stimano che in uno scenario di "business as usual", ossia

continuando a far crescere produzione e consumi globali senza apportare modifiche all'attuale modello di sviluppo, si rischia che le temperature aumentino anche di 4 / 7 gradi, rispetto all'era pre industriale, entro il 2100.

- Durante la conferenza di Parigi era stato fissato l'obiettivo di mantenere tale aumento entro i 2 gradi e di fare sforzi per cercare di contenere l'aumento entro 1,5 gradi; il primo scenario implica entro il 2050 riduzione del 80% delle emissioni di gas serra rispetto ai livelli del 1990; lo scenario 1,5 gradi implica un azzeramento delle emissioni.
- Essendo i paesi di più antica industrializzazione i maggior responsabili delle emissioni, secondo tale accordo l'Italia e l'Europa dovrebbero raggiungere emissioni nette pari a zero e una completa decarbonizzazione del sistema energetico entro il 2050.

Nel frattempo, come evidenziato anche dal Global Risk report del 2018, si incorrerà comunque in una serie di "rischi", che avranno impatti importanti anche per gli investitori e per il mondo della Finanza, fra i quali ricordiamo:

Aumento di importanti migrazioni involontarie e delle crisi legate alla scarsità idrica. Aumento dei "Profughi ambientali" a causa di siccità e inondazioni, che forse potrebbero raggiungere 250 milioni entro il 2050. Peggioramento della salute dei cittadini causa inquinamento, con conseguente aumento dei costi sanitari e rischi per la sostenibilità dei sistemi pensionistici. Alcune conseguenze importanti, molto probabilmente saranno:

- per il settore assicurativo: un aumento delle difficoltà della stima dei rischi e quindi aumento dei premi o impossibilità ad assicurare vari tipi di rischi. Anche per questi motivi le Assicurazioni fan-

no molta attenzione alle tematiche ESG nei portafogli che hanno in gestione.

- per settore energetico, statistiche, si stima che probabilmente il 60 / 80% delle riserve di carbone, petrolio e gas delle imprese quotate in Borsa NON potrà venire bruciato.

Fino ad oggi si è fatto troppo poco per mitigare i cambiamenti climatici e quindi è corretto e sensato che anche il mondo della Finanza si occupi di questi temi.

Una delle modalità per migliorare la situazione è ricordare il concetto di "economia circolare", che negli anni del consumismo spinto sembrava essere stato completamente dimenticato, ma che invece è molto coerente con gli obiettivi di mitigazione dei rischi ambientali:

Oggi il modello economico di tipo «lineare», basato sul «prendere, fare, aver la disponibilità o la proprietà» di una grossa quantità di materiali ed

energia venduti a prezzi bassi, sta raggiungendo un limite fisico, principalmente a causa del fatto che questo modello crea altissime quantità di «rifiuti».

Invece, l'economia circolare, o del Riciclo, come ricorda anche la Ellen MacArthur Foundation, è «pensata per rigenerarsi da sola» e «mantenere l'utilità di prodotti, materiali e componenti» più a lungo nel tempo, ottimizzando il rendimento delle risorse e riducendo o eliminando le «esterne negative», come ad esempio l'inquinamento.

Modelli circolari sono quelli caratteristici dei «sistemi viventi»; per avvicinarsi a tali modelli, sarebbe necessario ripensare a come progettare molti prodotti, allungandone il ciclo di vita e rendendone più facile il riutilizzo (Esempi: Seconda mano, Share Economy, come il Car Sharing, riciclo rifiuti e altri beni, Energie Rinnovabili).

CAPITOLO 2

LA CRESCITA DEGLI INVESTIMENTI “ESG”

**di Matt Orsagh, CFA, CFA Institute
e Antonella Puca, CFA, CFA Institute**

Gli investimenti che incorporano i fattori ambientali, sociali e di buon governo (“environmental”, “social” and “governance”, o “ESG”) sono un settore di mercato in rapida crescita, che attualmente rappresenta oltre un quarto del totale degli investimenti globali. Nel 2005, Kofi Annan, allora Segretario Generale delle Nazioni Unite, prese l’iniziativa di scrivere ad oltre 50 amministratori delegati delle principali istituzioni finanziarie globali per invitarli a partecipare ad un progetto sotto gli auspici del UN Global Compact, con il sostegno della International Finance Corporation (IFC) e del governo svizzero, allo scopo di favorire l’integrazione dei principi ESG nel mercato dei capitali. Principles for Responsible Investing (“PRI”), l’associazione sostenuta dalle Nazioni Unite che si dedica a promuovere l’adozione dei principi d’investimento responsabile da parte di aziende e investitori, ad oggi oltre 1.700 soci sottoscrittori che rappresentano oltre 70.000 miliardi di patrimonio gestito (*PRI*

definisce l’investimento responsabile è un approccio che mira a incorporare i fattori ambientali, sociali e di governance (ESG) nelle decisioni d’investimento al fine di migliorare la gestione del rischio e generare un guadagno sostenibile e di lungo termine). Il Government Pension Fund Global della Norvegia e il fondo pensione ABP dell’Olanda sono alcuni tra i grandi investitori istituzionali europei che da tempo sostengono l’adozione dei principi d’investimento ESG. Recentemente, è in crescita anche il settore delle famiglie e degli investitori privati.

Secondo un sondaggio della Alternative Investment Management Association (“AIMA”) in collaborazione con il Cayman Alternative Investment Summit (“CAIS”) pubblicato nel 2018, i fondi d’investimento alternativi stanno dedicando sempre maggiore attenzione all’integrazione ESG nel proprio processo di investimento, con un’allocazione di almeno 59 miliardi di dollari agli in-

vestimenti “responsabili”, e un incremento significativo della domanda da parte degli investitori (*AIMA and CAIS, “From Niche to Mainstream: Responsible Investment and Hedge Funds”, 2018*). Anche Borsa Italiana ha assunto uno specifico impegno a sostegno delle iniziative ESG con l’adesione come London Stock Exchange Group (LSEG) all’iniziativa Sustainable Stock Exchange (SSEI) promossa dalle Nazioni Unite, che aggrega ad oggi oltre 70 Borse a livello mondiale con l’obiettivo di promuovere la crescita dei mercati dei capitali sostenibili. Nel 2017, LSEG ha presentato la sua prima guida ESG per le società quotate con l’obiettivo di fornire dei riferimenti per l’integrazione delle considerazioni ESG nelle comunicazioni con gli investitori (*London Stock Exchange Group, Your Guide to ESG Reporting, 2017*).

Il CFA Institute ha condotto due sondaggi sull’integrazione dei fattori ESG nelle strategie di investimento

dei propri soci, rispettivamente nel 2015 e nel 2017: oltre il 73% degli intervistati considera fattori ESG nel proprio processo di investimento, e l’interesse in ciascuno dei fattori (E, S, e G) è in crescita a livello globale [Figura 1].

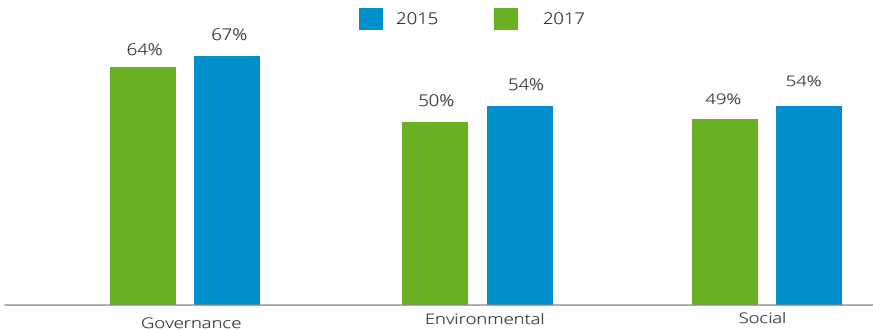
Le considerazioni etiche continuano ad essere un aspetto trainante nell’adozione di strategie di investimento ESG, particolarmente da parte degli investitori istituzionali che cercano investimenti compatibili con la propria dichiarazione di intenti. Per molti investitori, l’integrazione dei fattori ESG è un modo per migliorare il profilo di rischio del portafoglio e la performance finanziaria su base risk-adjusted sul medio-lungo termine, anche indipendentemente da considerazioni etiche. Da questo punto di vista, l’investimento in aziende che operano sulla base di solidi principi ambientali, sociali e di governance viene visto come un metodo efficiente per la gestione del rischio e per generare valore aggiunto.

Una sfida importante per la crescita del settore ESG a livello globale riguarda la disponibilità e la qualità dei dati ESG su cui si basano le decisioni di investimento. Specialmente negli ultimi anni, ci sono stati progressi considerevoli nella standardizzazione dei resoconti ESG delle aziende e dei fondi di investimento. Resta ancora una grande variabilità nel tipo e nella qualità dei dati ESG comunicati dalla aziende, e nei me-

todi di calcolo dei fattori quantitativi. Il Sustainability Accounting Standards Board (SASB) negli Stati Uniti ha dato un importante contributo alla ricerca di un sistema per standardizzare i resoconti periodici sui fattori ESG delle società quotate. In Europa, la European Federation of Financial Analyst Societies (EFFAS) è stata tra i principali promotori per la creazione di un sistema di indicatori chiave di performance (Key Perfor-

Figura 1

Tra i fattori ESG, quali consideri nel tuo programma di investimento?



Fonte: CFA Institute, Environmental, Social and Governance (ESG) SURVEY 2017

mance Indicators o KPI) per valutare l'impatto dei fattori ESG sull'attività delle aziende in base ai settori di appartenenza (*European Federation of Financial Analysts Societies (EFFAS), "KPIs for ESG: Version 3.0", 2010*). Un gran numero di altri operatori nell'industria, tra cui agenzie di rating, società che forniscono dati e sviluppano indici di performance, e aziende, società di asset management e investitori, hanno sviluppato un sistema proprietario di KPIs, in base a criteri specifici individuali. C'è anche un interesse crescente per la verifica indipendente dei dati e del processo di investimento ESG da parte di società di revisione, o di altri consulenti che offrono servizi di certificazione ESG.

La possibilità di valutare l'impatto che i fattori ESG hanno sulla performance finanziaria del portafoglio è di fondamentale importanza per lo sviluppo del settore. In base ai sondaggi del CFA Institute, la convinzione che i fattori ESG risultino in vantaggi

di performance è uno dei fattori che può maggiormente influenzare l'adozione di strategie ESG da parte di investitori e società di gestione che ancora non li integrano nelle proprie strategie di investimento.

Il CFA Institute attualmente sta collaborando con PRI su un progetto che ha lo scopo di seguire gli sviluppi dell'integrazione ESG a livello globale e di favorire l'adozione dei principi PRI da parte delle società di gestione e degli investitori. Questo volume rappresenta un contributo utile e pratico alle conoscenze di settore, con studi che illustrano le caratteristiche del processo di investimento ESG e che possono sostenere la scelta degli investitori interessati ad un approccio ESG per il proprio portafoglio di investimenti.

**L'integrazione
dei fattori ESG
è un modo per migliorare
il profilo di rischio
del portafoglio
e la performance
finanziaria**

CAPITOLO 3

LE DIMENSIONI DEL MERCATO DEGLI INVESTIMENTI SOSTENIBILI

di Luca Grassadonia, CFA

Tabella 1**Crescita degli investimenti SRI per area dal 2014 al 2016**

Area	2014	2016	Crescita nel periodo\$	Tasso di crescita annuale composto
Europa	\$ 10.775	\$ 12.040	11,7%	5,7%
Stati Uniti	\$ 6.572	\$ 8.723	32,7%	15,2%
Canada	\$ 729	\$ 1.086	49,0%	22,0%
Australia/ Nuova Zelanda	\$ 148	\$ 516	247,5%	86,4%
Asia escluso Giappone	\$ 45	\$ 52	15,7%	7,6%
Giappone	\$ 7	\$ 474	6.689,6%	724,0%
Totale	\$ 18.276	\$ 22.890	25,2%	11,9%

Fonte: Global Sustainable Investment Review 2016, edita da GSIA (Global Sustainable Investment Alliance)

Il concetto di sostenibilità o sviluppo sostenibile è definito nel Rapporto Brundtland (*United Nations World Commission on Environment and Development, Our Common Future (1987)*) come "sviluppo che soddisfa i bisogni del presente senza compromettere la capacità delle generazioni future di soddisfare i propri bisogni". L'investimento sostenibile è un approccio che considera fattori ambientali, sociali e di governo aziendale (Environmental Social Governance o

ESG), ed anche di capitale umano e di innovazione, nella selezione e gestione del portafoglio. Per lo scopo di questa analisi viene usata una definizione ampia di investimenti sostenibili a cui si fa riferimento come SRI (Sustainable and Responsible Investments).

La crescita globale degli attivi investiti in modo sostenibile è continua. Nell'ultimo biennio disponibile 2014-2016, secondo i dati di GSIA (Global

Tabella 2

Percentuale di investimenti SRI rispetto al totale degli asset gestiti

Area	2014	2016
Europa	55,8%	52,6%
Stati Uniti	17,9%	21,6%
Canada	31,3%	37,8%
Australia/Nuova Zelanda	16,6%	50,6%
Asia escluso Giappone	0,8%	0,8%
Giappone	-	3,4%
Globale	30,2%	26,3%

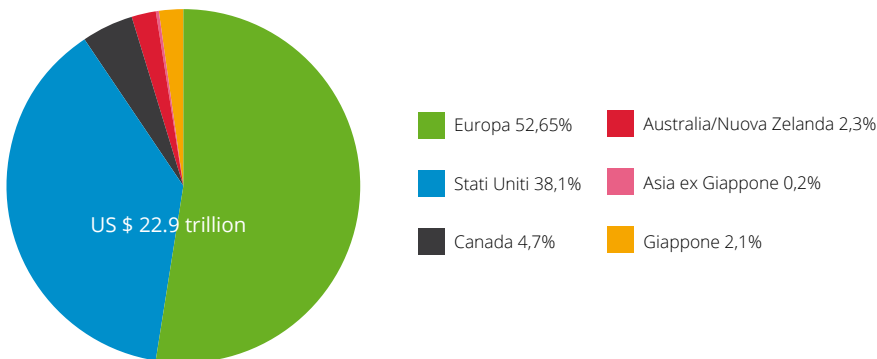
Fonte: Global Sustainable Investment Review 2016, edita da GSIA (Global Sustainable Investment Alliance)

Sustainable Investment Alliance), l'ammontare degli investimenti sostenibili è cresciuto del 25%, arrivando a quasi 23.000 miliardi di dollari (Tabella 1). Quasi tutte le regioni hanno visto un aumento del peso degli investimenti

sostenibili rispetto al totale delle attività gestite professionalmente. In Europa, la definizione di sostenibilità è stata ristretta rispetto al 2014 ma copre comunque il 52,6% del totale delle attività gestite.

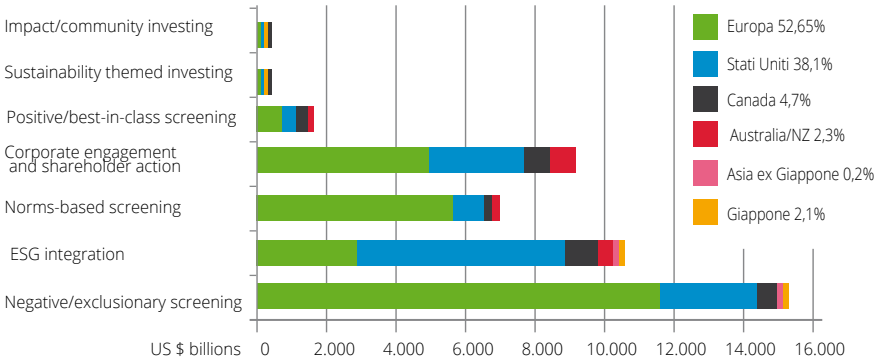
Figura 1

Asset SRI globali per regione



Fonte: GSIA (Global Sustainable Investment Alliance) "Global Sustainable Investment Review 2016"

Figura 2
Asset SRI per strategia per regione



Fonte: Global Sustainable Investment Review 2016, edita da GSIA (Global Sustainable Investment Alliance)

Circa la metà degli investimenti sostenibili è in Europa, tuttavia il contributo relativo degli USA è cresciuto fino al 38% nel 2016 (Figura 1).

Esistono diversi tipi di strategie di investimento sostenibile, a volte sovrapponibili, che secondo GSIA sono classificabili come già scritto nel capitolo introduttivo

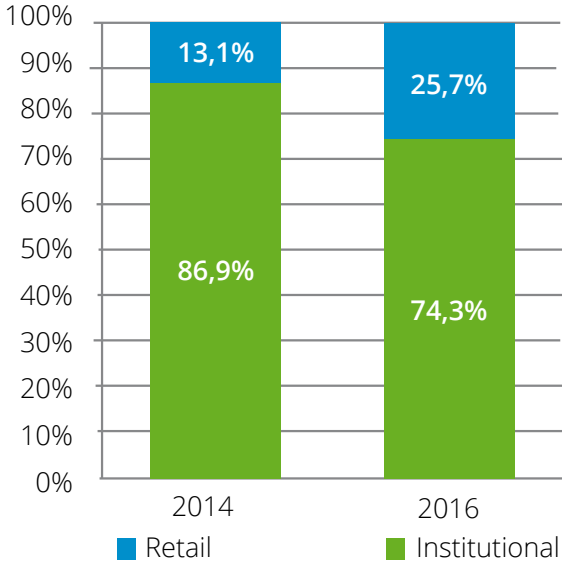
L'aggregazione degli investimenti effettuati secondo le varie strategie ESG, corretta per le sovrapposizioni, fornisce i risultati illustrati nella Figura 2.

La strategia di investimento sostenibile più diffusa a livello globale è lo screening negativo (\$ 15.000 miliardi), seguita dall'integrazione ESG (\$ 10.400 miliardi) e dal corporate engagement (\$ 8.400 miliardi), come mostrato nella figura 2. Lo screening negativo è la strategia più seguita in Europa, mentre l'integrazione ESG è la più diffusa negli Stati Uniti, Canada ed Australia.

Gli investimenti gestiti da gestori professionali sono spesso classificati come al dettaglio (retail) o istituzionali. Le attività al dettaglio sono investimenti da parte di privati in fondi gestiti professionalmente, acquistati tramite banche o altre piattaforme di investimento. Gli attivi istituzionali sono il patrimonio di grandi investitori quali fondi pensione e assicurazioni. Una caratteristica del mercato SRI nella maggior parte delle regioni è che gli investitori istituzionali professionali dominano il mercato (anche in Italia), tuttavia l'interesse degli investitori al dettaglio nel SRI continua a crescere, passando dal 13% al 25% del totale (Figura 3).

In Canada ed in Europa, dove si raccolgono anche i dati sull'allocazione, la maggior parte delle attività sono investite in obbligazioni (64%) e azioni (33%), come mostrato nella Figura

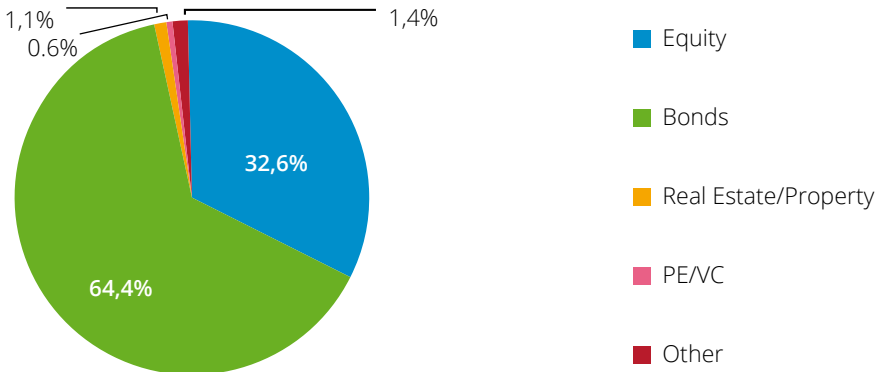
Figura 3
Asset SRI istituzionali/retail



Fonte: Global Sustainable Investment Review 2016, edita da GSIA (Global Sustainable Investment Alliance)

5. Questo è un capovolgimento rispetto al 2014, quando il 50% delle attività era investito in azioni e il 40% in obbligazioni, ed è in gran parte un riflesso dell'aumento delle emissioni di obbligazioni 'verdi' (Green bonds) in questo periodo di tempo (Figura 4).

Figura 4
Asset allocation SRI in Canada ed Europa



Fonte: Global Sustainable Investment Review 2016, edita da GSIA (Global Sustainable Investment Alliance)

Contribuire a finanziare la lotta contro il cambiamento climatico

a cura di Thierry Bogaty (Head of Amundi SRI Expertise) e Julie Fardoux (Head of Amundi SRI External Relations)

Il cambiamento climatico è un rischio importante riconosciuto dagli scienziati di tutto il mondo. Secondo la NASA (*Fonte: NASA, <https://climate.nasa.gov/evidence/>, pubblicato il 13 settembre 2017*), la temperatura mondiale media è aumentata di circa 2,0 gradi Fahrenheit (1,1 gradi Celsius) dalla fine del XIX secolo e questo cambiamento può essere attribuito principalmente alle attività umane che comportano elevati livelli di emissioni di anidride carbonica. Le conseguenze ambientali del riscaldamento globale avranno impatti significativi sull'umanità. Alla luce degli impatti ambientali - che sono sempre più manifesti - i rischi legati al cambiamento climatico non possono essere trascurati ulteriormente e lasciati unicamente nelle mani di attori non governativi. È una sfida complessa che richiede la collaborazione di tutti: governo, società, aziende, investitori e asset manager.

Le prove, sempre più evidenti, dell'impatto legato al cambiamento climatico sull'ambiente e sull'umanità hanno attirato l'attenzione dei media e la ventunesima conferenza sui cambiamenti climatici (COP21) ha messo in primo piano la transizione energetica globale. Per la prima volta, i governi di tutto il mondo hanno concordato di impegnarsi per prendere le misure necessarie per far sì che l'innalzamento della temperatura globale di questo secolo resti ben al di sotto dei 2 gradi Celsius.

In questo contesto, ci troviamo di fronte a un'opportunità di investimento unica e senza precedenti. Infatti, saranno necessari investimenti pari a 53.000 miliardi di dollari, entro il 2035, per rispettare il limite sopramenzionato dei 2°C, mentre per l'obiettivo climatico fissato dall'Unione Europea, che consiste in una riduzione delle emissioni di anidride carbonica di almeno il 40% entro il 2030, saranno necessari oltre 1.000 miliardi di dollari l'anno.

L'attenzione ai rischi legati al cambiamento climatico è aumentata fino a diventare una priorità per gli investitori, sempre più preoccupati per il riscaldamento globale e le sue conseguenze, in particolare sulla sostenibilità dei propri investimenti. Nell'ambito di un approccio best-in-class, il primo step della selezione di aziende in base a criteri ESG consiste nel prendere in considerazione i rating extra-finanziari legati agli aspetti ambientali nelle decisioni di investimento, con particolare attenzione ai settori più inquinanti. Per esempio, al fine di ridurre le emissioni di anidride carbonica, in Amundi utilizziamo un duplice approccio ESG.

Quest'approccio consiste nell'individuare i settori più esposti, le società energetiche e altri settori quali utilities, petrolifero e gas, prodotti chimici, metalli, settore automobilistico, beni strumentali, immobiliare e analizzare, quindi, la capacità delle società di tenere sotto controllo i propri impatti diretti e indiretti sull'ambiente. Ciò può condurre alla creazione di soluzioni personalizzate per i grandi investitori disposti a ridurre i rischi finanziari indotti dalle problematiche legate al clima.

Inoltre, negli ultimi anni, sono state sviluppate soluzioni tematiche innovative con l'obiettivo specifico di affrontare la questione relativa al finanziamento delle misure di contrasto al cambiamento climatico. Ciò è particolarmente evidente nella crescita delle masse in gestione legate alla transizione energetica. Ad esempio, a fine aprile 2018, il volume dei green bond (obbligazioni verdi) in essere ammontava a \$ 339 miliardi a livello globale. La dimensione del mercato dei green bond è quadruplicata negli ultimi tre anni e prevediamo che questa tendenza continuerà nei prossimi anni.

La partnership strategica tra IFC, membro del World Bank Group e Amundi, il più grande asset manager in Europa, è un buon esempio a riguardo. Con l'obiettivo di fornire agli investitori la capacità di mobilitare ingenti capitali per finanziare la transizione verso un'economia verde nei paesi emergenti, questa strategia da \$ 2 miliardi è stata progettata per stimolare simultaneamente domanda e offerta di finanziamenti "verdi", "chiudere il cerchio" e promuovere i finanziamenti per il clima nei mercati emergenti. Anche in campo azionario, sono disponibili diverse soluzioni tematiche per beneficiare delle opportunità di crescita nelle tecnologie "green", attraverso investimenti in società che si occupano di efficienza energetica, energie alternative e tecnologie pulite o gestione dei rifiuti e delle risorse idriche.

Un altro aspetto legato al "climate finance" è lo sviluppo di strategie a bassa emissione di anidride carbonica e di decarbonizzazione, che risultano interessanti per gli investitori perché consentono di ottenere un portafoglio con un'esposizione inferiore alle aziende ad alta intensità di emissioni di anidride carbonica, mantenendo allo stesso tempo un'esposizione ai settori, stili e paesi simile a quella di un indice standard.

La famiglia di indici MSCI Low Carbon Leaders, lanciata nel 2014 da MSCI in collaborazione con quattro grandi enti istituzionali (Fondo pensione nazionale svedese AP4, il francese Fonds de Réserve pour les Retraites (FRR) e Amundi) duplica gli indici standard globali o europei, riducendo al contempo il peso delle società più esposte ai rischi climatici. La metodologia mira a ridurre le emissioni di



anidride carbonica in modo efficiente rispetto all'indice standard (di almeno il 50%), con un basso tracking error e una composizione settoriale e geografica simile a quella degli indici presi come riferimento. Questi ultimi hanno l'obiettivo di aiutare a gestire i potenziali rischi associati alla transizione verso un'economia a bassa emissione di anidride carbonica, rappresentando al contempo la performance di un più ampio mercato azionario.

Infine, le politiche di disinvestimento degli asset manager, che possono evidenziare le aspettative sulle questioni legate al cambiamento climatico, possono essere determinanti per le decisioni di investimento. Ad esempio Amundi esclude le aziende il cui peso di emissioni di anidride carbonica rispetto al proprio fatturato è maggiore al 30% o, dopo un'analisi qualitativa e prospettica, le aziende che producono 100 milioni di tonnellate o più di emissioni di anidride carbonica all'anno.

Le conseguenze sul clima di alcuni investimenti non sono trascurabili. Detenere risorse comporta anche averne la responsabilità: gli investitori, che virtualmente possiedono tutte le risorse e gli attivi produttivi nel mondo, hanno il dovere di evitare di arrecare danni mentre ricercano il proprio guadagno. Il diritto di voto è quindi uno strumento utile per dare un contributo positivo alle aziende e sostenere risoluzioni favorevoli al clima. Per svolgere completamente il proprio ruolo di azionista, gli asset manager più impegnati mantengono un dialogo costante con i vari emittenti su temi ESG.

Inoltre, il coinvolgimento degli azionisti è ancor più efficace se condiviso. Per dare più peso alla tematica, gli asset manager non esitano a costruire alleanze di voto o a sostenere dichiarazioni collettive indirizzate a consigli di amministrazione di società sulle questioni relative al cambiamento climatico. Questo tipo di attivismo rappresenta una leva importante per prendere posizione sulle problematiche ESG e per cercare di ottenere da singole aziende il miglioramento delle proprie procedure in un determinato arco temporale.

In aggiunta alle soluzioni offerte dagli asset manager, infine, anche gli investitori possono contribuire a fermare il cambiamento climatico. Possono ricoprire un ruolo chiave incoraggiando le aziende ad affrontare i rischi attraverso politiche di engagement e rafforzare tali azioni attraverso il proprio sostegno ad iniziative collettive internazionali, quali la Decarbonisation Coalition, Montreal Carbon Pledge, IIGCC (Institutional investors group on climate change), CDP (Carbon Disclosure Project) o altre iniziative legate alla lotta contro il cambiamento climatico.



CAPITOLO 4

SELEZIONE E SCELTA DEL BENCHMARK PER I FONDI ESG

**di Antonella Puca, CFA, CPA
e Andrea Dal Santo, CFA, ARPM**

Il mercato dei fondi che integrano l'analisi finanziaria con quella ambientale (environment), sociale (social) e di buon governo (governance) ("fondi ESG") è cresciuto rapidamente a livello globale nell'ultimo decennio. Secondo la Global Sustainable Investment Association (GSIA), i fondi ESG avevano un patrimonio gestito di 23.000 miliardi di dollari al 31 Dicembre 2016, il 25% in più rispetto al 2014 (*Global Sustainable Investment Alliance, 2016 Global Sustainable Investing Review*). Di questo passo, l'ammontare globale del patrimonio gestito potrebbe avvicinarsi ai 30 mila miliardi entro la fine del 2018. Sempre in base ai dati GSIA, circa la metà del patrimonio ESG è gestito da società con sede in Europa, seguite dalle società statunitensi che ne gestiscono circa un quarto. Tradizionalmente, il Regno Unito ha avuto una forte presenza di fondi ESG. La Svizzera è in fase di forte crescita. In Italia, secondo dati forniti da BlackRock, vi sono attualmente oltre 350 fondi aperti (strutturati come FCP, SICAV o

UCITS) con caratteristiche ESG con un patrimonio complessivo di 30,8 miliardi di euro (maggio 2018). Tra i principali gestori con sede in Italia, Amundi, Etica, Eurizon, UBI, Sella e Banca Esperia offrono fondi aperti ESG. In questo contesto, la scelta di un fondo ESG richiedere l'analisi di un'ampia gamma di fondi con diverse strategie, definizioni di ESG e indici di riferimento.

In questo capitolo, presentiamo i passaggi chiave nel processo di selezione di un fondo ESG dal punto di vista di un investitore che desidera incorporare fattori ESG nel proprio portafoglio, con un'enfasi specifica sulla selezione di fondi quotati (fondi aperti) che investono in titoli azionari di società quotate (public equity - *Sui fondi ESG di private equity in Italia, si veda AIFI e Forum per la Finanza Sostenibile, Private Equity Sostenibile: Una Guida per gli Operatori del Mercato Italiano, 2015*). Daremo anche una panoramica sugli indici di riferimento e sul ruolo svolto dalle agen-

zie di rating come due degli aspetti fondamentali per analizzare la strategia di un fondo ed effettuare una scelta adeguata rispetto alle esigenze del cliente.

La Scelta di un Fondo ESG

Definire gli obiettivi e i vincoli degli investitori

Per gli investitori in fondi ESG l'integrazione dei fattori ESG nel proprio processo di investimento è spesso un obiettivo principale, che si affianca a quelli di rischio-rendimento, e che può avere origine nella propria missione istituzionale o nel desiderio di sostenere con i propri investimenti i valori sociali, ambientali e di buon governo che i fondi ESG intendono rappresentare. Ad esempio, una fondazione potrebbe voler escludere dal proprio portafoglio gli investimenti in società che operano in Paesi che violano taluni diritti fondamentali o che producono armi, in quanto tali società sono considerate incompatibili con la dichiarazione d'intenti

dell'investitore. Per altri investitori, il motivo dell'investimento sostenibile può essere legato alla prospettiva che le società con un rating ESG elevato possano contribuire a migliorare il rendimento del portafoglio sia in termini assoluti che su base risk-adjusted su un orizzonte temporale di medio-lungo termine. Andrew Parry, Head of Sustainable Investing presso Hermes Investment Management, una società di gestione che è pioniera nell'integrazione ESG, nota che "fino a qualche anno fa, c'era una percezione diffusa che l'utilizzo di una strategia di ESG risultasse in un costo aggiuntivo. Oggi sembra a volte che siamo arrivati all'eccesso opposto, e che vi sia piuttosto la tendenza a concludere che l'ESG automaticamente generi un miglioramento dei rendimenti. È importante continuare a tener presente che, per generare valore aggiunto, è necessario che l'attuazione della strategia ESG sia efficace. Il nostro ruolo come gestore ESG resta comunque e prima di tutto quello di essere un buon gestore di

patrimonio, capace di generare un rendimento soddisfacente sulla base del confronto con gli indici generali di mercato e considerando il profilo di rischio dell'investimento" (*Antonella Puca, Andrea Dal Santo, Gregory Siegel, "Effective ESG Investing: An Interview with Andrew Parry." Enterprising Investor, CFA Institute, 15 giugno 2018*).

La scelta della strategia ESG

Nella scelta di un fondo ESG, l'investitore si troverà di fronte un'ampia gamma di fondi con diverse strategie ESG e indici di riferimento. La GSIA ha identificato le seguenti strategie principali di ESG: (*Global Sustainable Investment Alliance, 2016 Global Sustainable Investment Review, 2017*).

- Selezione negativa/esclusione
- Selezione positiva/best in class:
- Selezione su base normativa:
- Integrazione ESG
- Investimenti tematici
- Impact/community investing
- Corporate engagement e attivismo azionario.

Attualmente, le strategie di selezione negativa/esclusione sono le più comuni nei fondi aperti disponibili sul mercato. La prevalenza di fondi a selezione negativa riflette l'interesse degli investitori, in particolare degli investitori istituzionali, per queste strategie di investimento. È frequente anche riscontrare fondi "multi-strategy" che fanno riferimento a più di una delle strategie elencate dalla GSIA nel loro programma di investimento.

La strategia di "integrazione ESG" in particolare sta riscontrando un crescente interesse, anche insieme ad approcci di tipo "factor investing", in cui i fattori ESG sono individuati come determinanti del rendimento. Riguardo allo sviluppo delle strategie di integrazione, Andrew Parry spiega ancora: "in tempi non troppo distanti, i temi di ESG erano sviluppati in strategie dedicate esclusivamente all'ESG. Da tempo, ad Hermes, stiamo lavorando per allontanarci da questo approccio e fare in modo che tutti i nostri gestori abbiano una consa-

pevolezza dell'importanza dei fattori ESG nell'analisi finanziaria di un investimento, indipendentemente dalla strategia specifica che intendono implementare. Al momento, c'è una forte crescita dei prodotti con marchio "ESG", e un tentativo di classificare come "ESG" qualsiasi prodotto. Sia i gestori di fondi che le aziende riconoscono che c'è un beneficio operativo, non soltanto di rating, nell'ESG".

La scelta del fondo

Una volta definita la strategia o un insieme di strategie ESG di riferimento, l'investitore potrà iniziare il processo di "due diligence" su ciascun fondo individuale che comprende l'analisi della strategia del fondo, della struttura dei compensi, del rendimento, e che si conclude con la selezione di uno o più fondi nei quali investire. In ambito ESG, è importante avere a disposizione una documentazione ESG esauriente, che illustri nei dettagli l'approccio ESG del fondo, e l'esperienza del gestore del fondo nell'implementare la strategia desiderata.

L'investitore o chi per lui in sede di selezione verificherà la compatibilità tra la strategia d'investimento del fondo ed i propri obiettivi ESG. Ad esempio, un investitore potrebbe voler privilegiare le società con un alto rating di Environment (E), e quindi potrebbe non essere interessato ad un fondo che investe comunque in aziende con un rating basso sull'environment se queste hanno valori alti per le componenti Social e Governance.

La due diligence dipende dalla strategia di ESG, tuttavia, i temi più comuni nella fase di selezione del fondo sono:

- Strategia di esclusione: come vengono identificate le aziende da escludere?
- Engagement e proxy voting: in che modo e in che misura il gestore interagisce con i vertici delle aziende nelle quali investe? Esercita il diritto di voto? Come decide l'intenzione di voto?
- Come vengono applicati i fattori ESG? Il gestore si concentra sui

fattori ESG in modo esclusivo, o vengono integrati con un'analisi fattoriale più tradizionale sulla base di momentum, volatilità, size, value e altri fattori?

- Qual è l'impatto dei fattori ESG sui rendimenti storici del fondo anche aggiustati per il rischio?
- Chi sono i responsabili del fondo? Hanno competenze ed esperienze adeguate?
- Qual è la struttura dei compensi del gestore del fondo? La struttura di remunerazione è coerente con gli obiettivi ESG del fondo?

Per i fondi ESG, l'indice di riferimento è un elemento importante per identificare l'universo geografico, settoriale e delle aziende che rientrano nella strategia del fondo e per valutare l'aderenza del fondo agli obiettivi d'investimento ESG e i margini di manovra del gestore all'interno dei vincoli di mandato (comprese eventuali allocazioni di cassa).

Gran parte dei fondi ESG sul mercato italiano fa riferimento ad indici gene-

rali di mercato. Per i fondi che fanno riferimento ad indici con una componente ESG, come ad esempio l'MSCI World ESG Leaders, è importante per gli investitori fare attenzione alla natura dell'indice di riferimento: come vengono selezionate le società incluse nell'indice, come viene determinato il rating ESG di ciascuna società, e quali sono gli indicatori chiave di performance ("key performance indicators" o KPI) che influiscono sulla costruzione dell'indice? Alcuni gestori possono scegliere di creare un proprio indice di riferimento che rifletta in maniera più precisa la strategia d'investimento specifica o anche semplicemente il target di allocazione di cassa del fondo.

Ad esempio, il fondo ESG azionario area Euro UBI Pramerica Azionario Etico gestito da UBI Pramerica SGR SpA, ha un indice di riferimento misto costituito al 95% dall'ECPI- Ethical Index Euro per la parte investita attivamente in azioni, e dal 5% dall'indice BofA Merrill Lynch Euro Treasury Bill per la parte di cassa.

In altri casi, l'indice di riferimento stabilisce una base per il confronto con il rendimento del fondo, ma la strategia del gestore può discostarsene alla ricerca di un eccesso di rendimento. Riguardo ai fondi ESG gestiti da Hermes, ad esempio, Andrew Parry fa notare che "dal punto di vista del confronto sul benchmark, Hermes è un gestore attivo, e siamo pagati per effettuare scelte d'investimento che si discostano dai nostri indici dichiarati di riferimento, anche nel nostro portafoglio sistematico. Siamo a conoscenza dei principali indici di ESG, ma non li usiamo come benchmarks. Se ci si confronta con un indice ESG, si dà per scontato che si possa condividere almeno in linea di massima la metodologia di assegnazione dei rating ESG ai vari componenti dell'indice. Ad Hermes, il nostro team di analisti estrae input ESG da un'ampia gamma di fondi: MSCI, Trucost, Factset, Bloomberg. Questi dati vengono integrati in un Quantitative ESG dashboard, che contiene circa 30 fattori individuali in ambito Environment

(E), Sustainability (S) e Governance (G). Dall'analisi dei vari fattori risulta poi un livello di ESG complessivo. Un aspetto caratteristico del nostro modello è il fatto di dare rilievo alle modifiche nel livello dei fattori nel tempo ("ESG momentum"), oltre che al loro valore assoluto. Ad esempio, ci può essere un titolo che ha valori di E,S,G alti, ma tali valori sono in fase di deterioramento. Questo può essere un segnale molto significativo per noi".

Diverse agenzie di rating hanno sviluppato sistemi di classificazione dei fondi d'investimento sulla base delle caratteristiche ESG delle aziende partecipate. Il rating ESG su di un fondo in base all'analisi dell'agenzia può essere confrontato con il rating dell'indice MSCI World o dell'indice MSCI World ESG Leaders. In Italia, ECPI e Standards Ethics hanno un sistema di rating e di analisi di portafoglio che può essere utile nell'analizzare la strategia ESG di un fondo. C'è da tener presente che l'analisi ESG può teoricamente essere applicata in ma-

niera retroattiva (ex-post) anche a fondi che non intendono perseguire esplicitamente una strategia ESG, e che possono ricevere un rating ESG ex-post in base alle caratteristiche ESG delle aziende in cui hanno investito. Nella scelta di un fondo ESG per l'investimento su base prospettica (ex-ante) è importante considerare, oltre al rating, le caratteristiche di sistemicità della strategia ESG del fondo.

I Benchmark dal punto di vista del consulente finanziario

Funzione degli indici di sostenibilità

Nell'ambito degli investimenti sostenibili, la scelta del benchmark di riferimento svolge una funzione importante nelle gestioni attive e passive sia dal punto della selezione che della gestione. Il consulente finanziario che si trovi ad esaminare investimenti ESG deve essere consapevole delle funzioni svolte dagli indici ESG per poter giungere all'identificazione di

strumenti di investimento che sono coerenti con il mandato ricevuto dal cliente.

Gli indici di riferimento di un prodotto finanziario come un fondo d'investimento, hanno la funzione di riassumere le caratteristiche del prodotto in questione. L'indice è lungi dal sostituirsi ad una analisi più approfondita del prodotto, ma rappresenta comunque un importante punto di riferimento. Tanto più il tracking error del portafoglio investito si avvicina a quello dell'indice tanto più sarà il valore informativo contenuto nell'indice (*Un aspetto importante da considerare nell'investimento in fondi attivi ESG con un indice di riferimento è la possibilità del fondo di acquistare titoli che non siano nel benchmark*). Pertanto, l'analisi dell'indice è particolarmente importante per i fondi indicizzati e per i fondi passivi detti anche ETFs. Questi ultimi hanno masse modeste nell'ambito del risparmio gestito e del risparmio gestito indicizzato, ma stanno crescendo rapidamente.

Fra le funzioni svolte dagli indici vi sono quelle di misurazione dei risultati di gestione attraverso il confronto fra i rendimenti del fondo e quelli dell'indice nel medesimo periodo di tempo (tracking error). Un'altra funzione è di raggruppare i fondi che sono simili per esempio in termini di asset class, settore o area geografica.

In modo simile, anche nell'ambito ESG, gli indici guidano nella selezione dei prodotti ESG. Per esempio, nel caso di un prodotto ESG che ha come indice di riferimento l'MSCI All Country ESG Leaders Index e che ha rispetto all'indice un modesto tracking error, presenterà molti titoli che sono come quelli presenti nell'indice, ovvero che sono nella parte alta in termini di rating ESG, e avrà esposizione settoriale molto vicina all'indice tradizionale di partenza, l'MSCI All Country Index. Detto questo, non sempre l'indice ha un così chiaro valore segnaletico. Si pensi al caso delle gestioni fortemente attive il cui universo investibile si basa su criteri interni applicati a for-

nitori esterni (agenzia di rating o un fornitore di indici) e/o a informazioni raccolte durante l'interazione fra gestore e le aziende. In tali casi, l'eventuale comunicazione da parte della società di gestione di un indice ESG fornirà indicazioni approssimative sul prodotto in questione.

Tuttavia, in aggiunta alle tipiche funzioni dell'indice, nel panorama ESG questi indici racchiudono l'universo di titoli ritenuti sostenibili rispetto all'universo investibile tradizionale dato dall'omologo indice non-ESG nonché la tipologia di analisi ESG. Ritornando all'esempio del MSCI All Country ESG leaders utilizzato come indice di riferimento per un prodotto a basso tracking error, esso segnala che i titoli presenti in tale prodotto sono simili a quelli nell'indice, ovvero che sono derivati attraverso un modalità di selezione che esclude la metà dei titoli sulla base dei criteri di analisi ESG di MSCI oltre che i titoli ritenuti maggiormente controversi *(Sono titoli di aziende che producono*

alcolici, sigarette e tabacco, armi civili e militari, centrali nucleari, prodotti e servizi per adulti, organismi geneticamente modificati e case da gioco). Inoltre, ci segnala che le allocazioni settoriali saranno simili a quelle dell'omologo indice non-ESG, l'MSCI All Country World Index.

Tipologie di indici di sostenibilità

Gli indici ESG sono tipicamente generati filtrando gli indici tradizionali in base ai rating/criteri di sostenibilità definiti dal fornitore dell'indice. Esistono modalità differenti di costruzione e ottimizzazione degli indici ESG nonché di costruzione dei rating ESG che possono influenzare sensibilmente le caratteristiche e il tracking error di questi indici ESG rispetto all'indice tradizionale di partenza.

Una trentina di anni fa, agli albori degli indici ESG, c'erano solo indici azionari costruiti sulla base di criteri di esclusione con notevoli limitazioni in termini di copertura geografica. Ne-

gli ultimi anni, si è assistito al lancio di indici che sono esposti anche ad altre aree geografiche o asset class compresi indici di sostenibilità obbligazionari o sui mercati emergenti (*Gli indici di sostenibilità per le obbligazioni sono una recente innovazione, la loro costruzione richiede un insieme informativo ancor più approfondito e specifico. Pertanto al momento la qualità di questi indici può essere minore rispetto a quella dei più tradizionali indici azionari ESG.*)

Tali allargamenti ampliano l'universo ESG degli strumenti passivi a disposizione del consulente finanziario e permettono di allargare i mandati ESG verso i mercati globali e verso portafogli ESG obbligazionari, bilanciati e alternativi.

Gli indici ESG presenti sul mercato riflettono differenti strategie di investimento su diverse asset class e aree geografiche.

A livello generale, gli indici possono essere raggruppati in:

- indici di mercato, come lo STOXX ESG Impact, sono composti da un'ampia base di titoli nei quali sono investiti e presentano generalmente un più basso tracking error rispetto agli indici di partenza e gli
- indici tematici, come il NASDAQ OMX US Water, che invece raccolgono titoli che sono accomunati da specifici temi di investimento ESG come la diversità di genere, le energie rinnovabili oppure la gestione e purificazione delle acque. Gli indici tematici possono presentare concentrazione di titoli. Per esempio, l'indice tematico S&P Global Water Index è composto da una cinquantina di titoli azionari.

In particolare, gli indici ESG di nuova generazione riducono gli effetti sui rendimenti di fattori come l'esposizione geografica, il settore o la leva rispetto agli indici tradizionali di partenza attraverso ottimizzazioni vincolate dei pesi. Per il consulente

finanziario questi tipi di indici danno la possibilità di ampliare la platea di clientela che può incorporare criteri di sostenibilità nei loro mandati d'investimento, per esempio offrendo prodotti ESG a clienti che richiedono il rispetto di taluni vincoli come la composizione settoriale o la duration del portafoglio ESG rispetto agli omologhi indici tradizionali (*Si pensi ad un mandato di gestione ESG azionario che richiede che gli investimenti siano effettuati in modo che venga mantenuta l'esposizione geografica e settoriale dell'indice MSCI World*). Tuttavia, va osservato che vi è una relazione generalmente inversa fra il tracking error dell'indice ESG rispetto al suo omologo indice di partenza e il livello di incorporazione dei criteri ESG nell'indice. Ovvero, un cliente che desideri investimenti fortemente ESG dovrà anche accettare un maggiore tracking error rispetto all'indice di partenza e quindi, risultati che deviano maggiormente da quest'ultimo. Altro aspetto importante di questi indici ESG "sterilizzati" è che se è vero i

loro rendimenti sono per costruzione più vicini a quelli degli omologhi indici tradizionali e quindi in via teorica consentono un maggiore allineamento dei risultati finanziari degli indici ESG rispetto a quelli degli omologhi indici tradizionali. Va anche osservato che tali ottimizzazioni, essendo effettuate ex-ante, risentono della variabilità temporale delle grandezze finanziarie. Pertanto anche questa tipologia di indici ESG possono comunque presentare tracking error rispetto agli omologhi indici tradizionali in assenza di adeguati ribilanciamenti.

Un'altro aspetto chiave degli indici ESG è che se alcuni indici si basano sull'ottimizzazione delle tre componenti (ambientale, sociale e di governance), altri indici, soprattutto quelli tematici, enfatizzano una delle tre componenti. Per esempio, l'indice MSCI World Women Leadership comprende aziende dell'MSCI World che sono impegnate nella valorizzazione delle donne ai vertici delle

aziende e quindi enfatizza una specifica dimensione della parte sociale degli investimenti ESG.

In termini di modalità di selezione dei titoli che compongono gli indici di sostenibilità, sono tre i criteri principali che sono utilizzati singolarmente o in combinazione fra di loro: per esclusione, per inclusione e per sovra e sottopeso.

Indici per esclusione

Escludono tutti i settori, tipologie di attività o prodotti che non sono compatibili con i valori o principi etici selezionati per quell'indice come per esempio le aziende che producono armi o che non rispettano i diritti umani. I titoli che sono presenti in questi indici dipendono dalla definizione dei criteri di esclusione e dalle soglie che li fanno scattare che variano da indice a indice.

Un problema di questi indici è che se i criteri sono troppo stretti gli indici hanno composizione, andamenti e

tracking error che si discostano sensibilmente dagli omologhi indici di partenza. Anche con criteri negativi meno stretti, si possono presentare divergenze sensibili di rischio e rendimento rispetto all'indice di partenza (*Un problema legato al criterio per esclusione è che non incoraggia le aziende che operano in settori ritenuti incompatibili con i criteri ESG a migliorarsi. Per esempio, come evidenziato da Andrew Parry, aziende di estrazione del carbone hanno barriere all'uscita. Pertanto esse non possono facilmente modificare in modo radicale la loro attività. Tuttavia, se sono presenti adeguati incentivi, che gli indici per esclusione non danno, alcune di queste aziende potrebbero decidere di minimizzare il più possibile il loro impatto ambientale o sociale, generando quindi effetti positivi relativi rispetto ad altre azienda che operano nello stesso settore, ma che sono meno attente a questi aspetti. Va inoltre osservato che, ammesso che l'azienda di estrazione del carbone riesca a cedere l'attività estrattiva*

tucur, essa ne avrebbe un beneficio in termini di rating ESG, ma l'attività nociva resterebbe comunque nel sistema, anche se spostata per esempio in una azienda privata magari non coperta da rating ESG).

Indici per inclusione

Questi indici sono composti dalle aziende/entità che sono ritenute sulla base di criteri di analisi del settore e delle specifiche aziende fra le più sostenibili indipendentemente dall'essere presenti in settori, tipologie di attività o prodotti che sarebbero incompatibili con un criterio di esclusione (*Tornando all'esempio dell'azienda che ha un'attività di estrazione del carbone. Se adottasse politiche molto sostenibili rispetto a quelle di analoghe aziende nello stesso settore, essa potrebbe essere presente in un indice per inclusione).*

La selezione per inclusione richiede analisi più approfondite rispetto a quello per esclusione in quanto devono essere analizzati dal punto di vi-

sta ESG tutti i titoli che compongono l'indice di partenza. Pertanto il criterio per inclusione può produrre maggiori costi per le società di gestione e/o il sottoscrittore.

Tuttavia, tali costi sono in riduzione in parte per effetto della concorrenza fra agenzie di rating, la maggiore standardizzazione delle informazioni contenute nei bilanci di sostenibilità e il ricorso sempre maggiore alla tecnologia, come per esempio, l'intelligenza artificiale (*Andrew Parry osserva che "Alcune tecnologie di Intelligenza Artificiale permettono di estrarre informazioni e di elaborarle in modo da evidenziare importanti informazioni fondamentali relative alle aziende"*). Inoltre, per costruzione, questi indici sono maggiormente rappresentativi dell'intera economia con conseguente riduzione delle differenze di rischio/rendimento rispetto all'indice di partenza.

Infine, questi indici premiano l'adozione di best-practices di sostenibili-

tà aziendale indipendentemente dalla specifica attività svolta dall'azienda e quindi si prestano a mandati di gestione dove l'obiettivo è incoraggiare la più ampia adozione dei principi ESG invece che la esclusione di settori o industrie ritenute incompatibili con la mission dell'investitore.

Indice per sotto o sovrappeso

Questi indici danno maggiore peso rispetto all'indice di partenza alle aziende/entità i cui rating di sostenibilità sono più elevati, mentre sottopesano quelle con bassa sostenibilità. Per costruzione, questi indici hanno gli stessi titoli degli omologhi indici di partenza, ma pesi diversi in ragione della sostenibilità relativa fra aziende. Anche per questi indici, i pesi dei settori e le esposizioni ad altri fattori, come l'area geografica o la duration, possono essere normalizzati per neutralizzare le differenze rispetto all'indice di partenza.

Tuttavia, data la mancanza di esclusioni, questi tipi di indici non sono

idonei per i mandati di gestione dove siano presenti vincoli stretti sulla esclusione di alcune tipologie di attività.

Richieste specifiche del cliente in ambito ESG

Nonostante i molti indici ESG, non sempre il cliente è nella posizione di poter accettarne le caratteristiche degli stessi o dei prodotti ad essi associati.

In questi contesti, il consulente finanziario anche attraverso il gestore può proporre degli overlay attivi su indici ESG già esistenti per rimuovere:

- strutturalmente strumenti che siano incompatibili con la cultura, la regolamentazione o i valori etici del cliente, oppure
- tatticamente quando i rating ESG non sono ritenuti, in tutto o in parte, ancora aggiornati o correttamente elaborati oppure rappresentati (*Man mano che aumenta l'utilizzo degli indici e i benchmark di sostenibilità, cresce anche la*

capacità delle aziende di sfruttare le metodologie di assegnazione dei rating ESG senza che a questo si accompagni un miglioramento della reale sostenibilità dell'azienda.

Per esempio, molti indici assegnano un rating ESG più elevato alle aziende che comunicano maggiori informazioni sulla sostenibilità, pertanto le aziende che hanno rating ESG bassi si sono attrezzate per comunicare una quantità ampia di dati con il risultato che il punteggio di sostenibilità di queste aziende sale senza che vi sia un reale incremento della sostenibilità).

Quando tali overlay risultano eccessivamente onerosi, bisognerà valutare per mandati di una certa portata la costruzione di indici ad hoc.

Questa alternativa è praticabile facendo ricorso a risorse interne e/o alle informazioni fornite dalle agenzie di rating.

Il ruolo delle agenzie di rating

Nell'ambito degli investimenti ESG, è importante comprendere che con la scelta dell'indice si sceglie anche una metodologia di analisi e selezione ESG.

Infatti, alla base della costruzione di un indice di sostenibilità, vi è un'attenta attività di ricerca finalizzata ad identificare, misurare, e classificare centinaia di grandezze quantitative e qualitative su ampi universi di titoli investibili.

Le agenzie di rating si sono specializzate svolgendo tale attività in modo indipendente o all'interno di aziende fornitrici di indici (vedi tabella in appendice per una sintesi). Tale specializzazione è necessaria date le centinaia di variabili utilizzate ai fini della classificazione ESG la cui numerosità, contenuto, tipologia e modalità di aggregazione variano da agenzie ad agenzia.

Dalla complessità di questa attività ne segue che i rating di sostenibilità

non sono sempre precisi dato che ogni agenzia di rating ha le sue aree di forza e di debolezza. Inoltre, gli insiemi informativi delle agenzie non sono necessariamente coincidenti (*Dal punto di vista della gestione attiva è preferibile un gestore che fa riferimento a più agenzie di rating e completa le loro analisi con le evidenze dirette desunte per esempio in fase di engagement con le aziende*) e pertanto a parità di condizioni, gli universi investibili derivati da analisi ESG di differenti agenzie possono non coincidere.

Inoltre, la copertura varia da agenzia ad agenzia, da insiemi ristretti come nel caso dei Corporate Knights Global 100, fino a migliaia e migliaia di aziende come nel caso di MSCI ESG Research.

In termini di tipologia, l'universo dei rating ESG è in continua espansione, e sebbene l'attenzione delle agenzie sia sui titoli quotati, ci sono agenzie che offrono rating di sostenibilità su

aziende private, organizzazioni non governative e, addirittura, progetti. Tali allargamenti di copertura sono la premessa per il lancio di nuovi indici e prodotti ESG.

L'insieme informativo ESG generato dalle agenzie di rating è accessibile spesso a pagamento e permette di esaminare nel dettaglio i parametri di sostenibilità e i loro livelli per singola azienda o aggregarli in rappresentazioni sintetiche ad esempio per settori o aree geografiche. Le informazioni fornite dalle agenzie di rating contenute in tali sistemi sono utili in particolare per i gestori attivi che, per esempio, possono confrontare i loro insiemi informativi con quelli delle agenzie di rating, e ai consulenti finanziari che abbiano grossi mandati che richiedano particolari personalizzazioni dell'universo ESG investito ovvero in presenza di precisi vincoli di Investment Policy Statement che non sono soddisfabili attraverso l'impiego degli indici ESG comunemente disponibili.

Sempre attraverso questi sistemi, si può esaminare la congruenza di un portafoglio qualunque rispetto agli attributi di sostenibilità. Funzionalità molto utile in fase di verifica da parte dell'investitore o del consulente finanziario della coerenza fra lo stile di gestione dichiarato e i portafogli investiti, sia in fase di due diligence preliminare che in fase di esame dei risultati di gestione.

Essendo il criterio di sostenibilità variabile nel tempo in base al modificarsi dei dati e delle informazioni relative alla sostenibilità delle politiche aziendale e dei criteri di valutazione delle agenzie di rating, la composizione degli indici ESG (per esempio MSCI World ESG) tende a modificarsi nel tempo al variare di due grandezze:

1. l'universo di riferimento (per esempio l'MSCI World) e
2. i rating ESG.

Pertanto, anche quando gli indici ESG sono utilizzati nell'ambito di mandati

passivi, i portafogli investiti sono considerati semi-passivi poiché la loro composizione rispetto agli omologhi indici tradizionali 1) si discosta per costruzione dall'indice di partenza e quindi generano tracking error 2) muta al variare dei rating di sostenibilità assegnati alle aziende dalle agenzie di rating.

Fermo restando il ruolo importante dalle agenzie di rating, le loro analisi dovrebbero essere prese come punto di partenza nell'ambito di una gestione ESG. Questo in quanto anche i consulenti finanziari dovrebbero soddisfare il criterio deontologico di indipendenze ed oggettività e dimostrare che sono state effettuate le necessarie analisi per confermare le risultanze dei rating ESG delle agenzie di rating.

Per esempio, i grossi gestori di fondi, analizzano criticamente i rating ESG anche rispetto agli obiettivi di sostenibilità dei clienti e alle fonti informative interne. Tali analisi possono an-

che offrire opportunità di generare extra-rendimenti.

In ogni caso, la presenza di risorse interne per l'analisi di sostenibilità è indispensabile in tutti i casi in cui la copertura delle agenzie di rating non è completa come per esempio nei mandati di gestione ESG su aziende private e in generale nel caso di mandati attivi.

Le limitazioni degli indici ESG

Nonostante l'importante funzione svolta dagli indici ESG negli investimenti sostenibili, il loro utilizzo resta contenuto. Tale approccio può essere giustificato dalla mancanza di omogeneità o copertura delle agenzie di rating ovvero a scelte di convenienza per minimizzare i costi per il sottoscrittore.

Un'altra ragione risiede nella maggiore difficoltà di prendere scommesse forti contro l'indice per esempio nei casi di ristrutturazione delle aziende in senso ESG, come nel caso di Volkswagen, in particolare per i

Tabella

Principali Indici ESG di Riferimento

Provider	Indici o Famiglie di Indici
Calvert	The Calvert Social Index
CRD Analytics	Global Sustainability Index, Cleantech 100, Life Sciences
Domini	Domini 400 Social Index
ECPI	ECPI Indices
FTSE	FTSE4Good Index Series
EthiFinance	Gaia Index
Maplecroft	Climate Innovation Indexes
MSCI	MSCI ESG Indexes and Barclays MSCI (Fixed Income Indices)
Oekom Research	Global Challenges Index
OWW	Responsibility Malaysia SRI Index, Responsibility Singapore SRI Index
RobecoSAM	DJSI
Sustainanalytics	Jantzi Social Index, STOXX Global ESG Leaders Indices
Vigeo	ASPI Eurozone, Ethibel Sustainability Index, Euronext Vigeo
Thomson Reuters	Thomson Reuters Index

Fonte: elaborazione degli autori

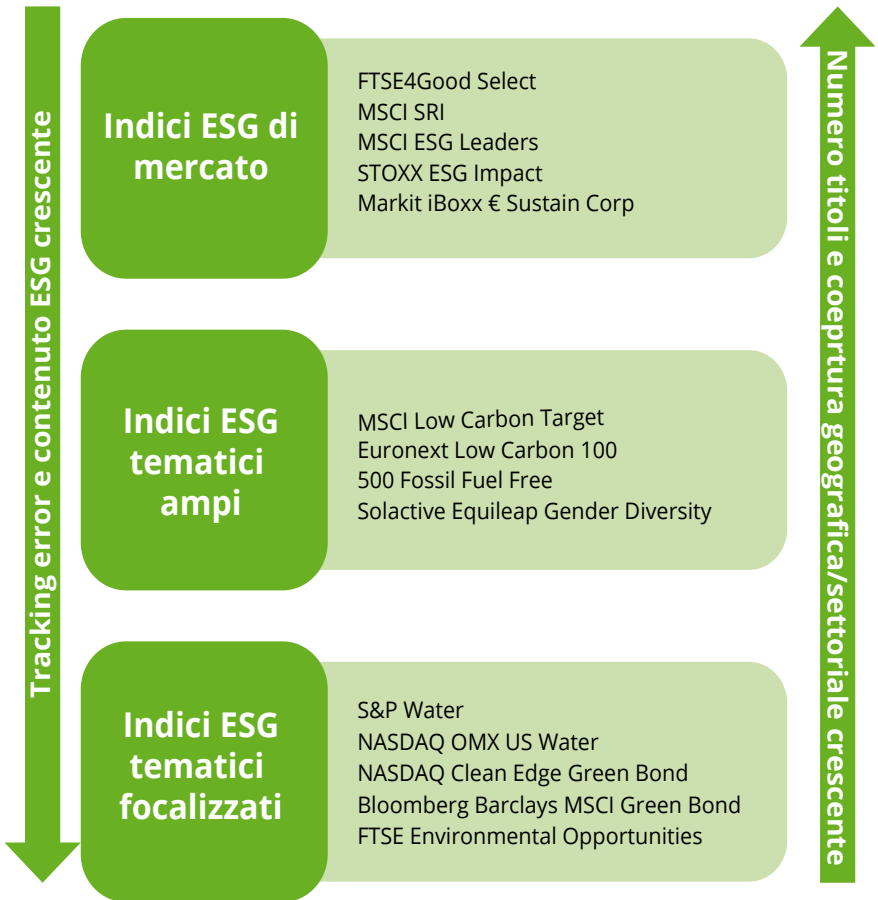
prodotti gestiti in modo fortemente attivo.

Detto questo, per il consulente finanziario e per il cliente, la mancanza di un indice ESG rende il prodotto meno comprensibile e complica l'analisi dei risultati di gestione.

Inoltre, se l'assenza di indici ESG non

è accompagnata da una forte struttura interna di analisi essa è foriera di introdurre un'eccessiva discrezionalità nella definizione degli insieme di titoli investibili e quindi maggiori rischi di sconfinamento rispetto al mandato ESG che il consulente finanziario ha ricevuto dal cliente.

Figura
Esempi di indici ESG e loro classificazione



Fonte: Morningstar

CAPITOLO 5

METRICHE

DI PERFORMANCE PER GLI INVESTIMENTI ESG

di Antonella Puca, CFA

In un sondaggio recente dei gestori di fondi hedge, la Alternative Investment Management Association ha identificato tra i maggiori ostacoli all'adozione di strategie di investimento ESG le "metodologie inadeguate nel calcolo del rischio di sostenibilità" (45.1% dei gestori), la "mancanza di comunicazioni rilevanti da parte delle aziende" (44% dei gestori - *AIMA, From Niche to Mainstream: Responsible Investment and Hedge Funds, 2018*). AIMA fa notare che l'analisi delle caratteristiche ESG delle aziende richiede competenze specifiche che possono essere diverse da quelle necessarie per valutare la performance finanziaria di un investimento. In parte, ciò è dovuto al fatto che i benefici dell'adesione a strategie ESG impiegano spesso tempi lunghi per emergere e che non esiste attualmente un unico standard per misurare la performance ESG di una azienda o di un fondo. Rivolgendosi ai propri soci, AIMA conclude con l'auspicio che le società di gestione dei fondi alter-

nativi, spesso all'avanguardia nelle nuove strategie, possano dare un contributo importante per risolvere "alcuni dei problemi strutturali del settore degli investimenti responsabili, come la mancanza di metriche ESG standardizzate".

Anche uno studio recente dell'associazione Swiss Sustainable Finance ha identificato le considerazioni legate alla performance finanziaria, e le difficoltà nell'analisi dei dati ESG come ostacoli da superare nella decisione di adottare una strategia d'investimento ESG sia per i gestori che per gli investitori individuali (*Suisse Sustainable Finance, CFA Institute Research Foundation and CFA Society Switzerland, Handbook on Sustainable Investments: Background Information and Practical Examples for Institutional Asset Owners, 2017*). Gli studi accademici più recenti, d'altra parte, favoriscono la tesi che gli investimenti di tipo ESG hanno generato una performance finanziaria in termini di rischio e rendimento in media almeno pari se non

superiore a quella degli investimenti tradizionali (Alexander Zanker, CFA, *"The Performance of Sustainable Investments: An Overview of Academic Studies"*, ch. 4 in *Sustainable Investments: Background Information and Practical Examples for Institutional Asset Owners*, 2017). Quali sono dunque le metriche da considerare nell'analisi della performance degli investimenti ESG?

La mancanza di standard globali di settore per valutare la performance ESG di un investimento è una questione ben nota, che le autorità di regolamentazione, le associazioni di settore, gli investitori, i gestori ed una varietà di aziende che si occupano di rating ESG, elaborazione dati e indicizzazione sono impegnati di risolvere.

Da un punto di vista regolamentare in Italia, il decreto legislativo N. 32/2007, che ha attuato la direttiva 2003/51/CE, richiede che la relazione sulla gestione della società comprenda indicatori di risultato finanziari e non-finanziari pertinen-

ti alla attività specifica d'impresa, comprese informazioni attinenti alle questioni ambientali. Il Codice di Autodisciplina del Comitato per la Corporate Governance di Borsa Italiana raccomanda che il consiglio di amministrazione delle società quotate definisca "la natura e il livello di rischio compatibile con gli obiettivi strategici dell'emittente, includendo nelle proprie valutazioni tutti i rischi che possono assumere rilievo nell'ottica della sostenibilità nel medio-lungo periodo dell'attività dell'emittente" (*Borsa Italiana, Comitato per la Corporate Governance, Codice di Autodisciplina, luglio 2015, art.1.C.1.b*). Il Codice suggerisce anche che le società di maggiori dimensioni, comprese nell'indice FTSE-Mib, considerino l'opportunità di creare un comitato dedicato alla supervisione delle questioni di sostenibilità connesse all'esercizio dell'attività di impresa e alle sue dinamiche di interazione con tutti gli stakeholders (*Borsa Italiana, Comitato per la Corporate Governance, Codice di Auto-*

disciplina, Luglio 2015, commento all'articolo 4).

La Direttiva 2014/95/EU (Non-Financial Reporting Directive) che è stata implementata in Italia con il decreto legislativo N.254 del 30 dicembre 2016 con effetto dal 25 gennaio 2017, stabilisce degli standard minimi di rendicontazione riguardo alle caratteristiche ESG delle aziende nella Unione Europea. La Direttiva stabilisce l'obbligo per le società di maggiori dimensioni di dare un resoconto periodico sulle principali questioni di tipo ESG della società. Il resoconto sui fattori "non-finanziari" può far parte del resoconto periodico di bilancio oppure essere pubblicato come documento separato, anch'esso soggetto ad una revisione esterna da parte di una società di revisione autorizzata.

Questo capitolo considera le metriche di performance ESG nell'analisi della performance ESG dei fondi di investimento. L'analisi considera criteri di performance sia finanziari che non-finanziari, e dà risalto ad alcuni

aspetti chiave nell'analisi dal punto di vista degli investitori.

Identificazione degli indicatori di materialità ESG e dei Key Performance Indicators (KPIs)

L'analisi della performance ESG di un fondo ha tipicamente come punto di partenza l'identificazione degli indicatori di materialità ESG delle aziende di portafoglio. La Tavola 1 dà un elenco di alcuni tra i più comuni indicatori di materialità ESG sulla base di una selezione tra gli elenchi di varie associazioni di settore e dei tre ambiti di attività fondamentali: Ambientale (Environmental = E), Sociale (S) e di Governance (G). Ciascun indicatore può essere più o meno rilevante o meno a seconda delle caratteristiche specifiche di ciascuna società.

Ciascun indicatore della Tabella 1 può essere articolato in sottocategorie di indicatori chiave ("key performance indicators" or KPI) sia qualitativi che quantitativi. Damian Regan, Director of Risk Assurance e UK Leader of Su-

Tabella 1
Indicatori di Materialità ESG

Environmental (E)	Social (S)	Governance (G)
Biodiversità /uso del territorio	Rapporti con la comunità	Meccanismi di Responsabilità
Emissioni di carbonio	Attività controverse	Misure anti-takeover
Rischi di cambiamento climatico	Prodotti e rapporti con i consumatori	Struttura e dimensione del consiglio di amministrazione
Uso dell'energia	Diversità	Corruzione tangenti
Approvvigionamento delle materie prime	Rapporti di lavoro	Dualità del CEO
Rischi regolamentari e legali	Sicurezza e sanità	Struttura dei compensi dell'esecutivo
Supply chain management	Gestione delle risorse umane	Struttura di controllo
Rifiuti e riciclaggio	Diritti umani	Diritti degli azionisti
Gestione delle acque	Marketing e R&D responsabili	Trasparenza
Weather events	Union relationships	Procedure di voto

Fonte: University of Oxford and Arabesque Partners: From the Stockholder to the Stakeholder: How Sustainability Can Drive Financial Outperformance, 2015

stainable Investing alla PWC, fa notare che “attualmente si riscontra una gran varietà nel modo in cui i KPIs vengono definiti e misurati a seconda dei settori operativi e delle caratteristiche operative delle aziende. Prendiamo, ad esempio, l'indicatore della “Diversità” che fa parte del “Social” e due aziende che definiscono il KPI come la percentuale femminile della forza lavoro nell'azienda. C'è da chiedersi: quale è la popolazione di rife-

ramento? Comprende solo gli impiegati a tempo pieno o anche la forza lavoro part-time? Considerano tutti i livelli o solo il livello non-manageriale? Escludono certi gruppi di lavoratori, per esempio i lavoratori nei settori periferici rispetto al business aziendale vero e proprio? Questi sono solo alcuni esempi di come un KPI che in apparenza è lo stesso possa in effetti essere calcolato in maniera molto diversa a seconda delle aziende. Le dif-

ferenze di definizione dei KPIs possono avere un'influenza significativa sui rating ESG comparativi delle aziende e dei fondi". Altri esempi di KPIs sotto la categoria "Social" comprendono il numero di impiegati che partecipano a programmi di formazione nell'ambito della sanità e sicurezza aziendale, il numero di incidenti sul lavoro (indicatore "sicurezza e sanità"), l'ammontare dei contributi a società non-profit nella comunità di riferimento, il numero dei contenziosi legali in cui l'azienda è coinvolta (indicatore "rapporti con la comunità"), il tasso di turnover volontario del personale (indicatore "gestione risorse umane") e così via, con grande varietà di KPIs anche per le categorie E e G.

Resoconti di Performance ESG delle Aziende

Una volta identificati e misurati i KPIs, le aziende comunicano i propri dati di performance ESG agli investitori tipicamente mediante il resoconto annuale, in un report di sostenibilità separato, o in un resoconto integrato. Le

società che riportano dati ESG possono far riferimento a diversi standard di reporting, che comprendono tra le fonti e standard principali:

Global Reporting Initiative (GRI).

Gli standard di reporting che si basano sul GRI Reporting Framework sono tra i più diffusi nel settore a livello globale, e sono stati sviluppati sulla base del dialogo tra vari stakeholders del mondo degli affari, degli investitori, dei sindacati, dei professionisti di contabilità e revisione e del mondo accademico. Gli standard GRI si propongono come un modello globale per il reporting della performance ESG di un'organizzazione e includono considerazioni pratiche per diversi tipi di organizzazioni, dalle imprese più piccole a quelle di maggiori dimensioni, localizzate in diverse aree geografiche. Si stima che oltre l'80% delle maggiori società a livello globale abbiano adottato gli standards GRI. www.globalreporting.org

International Integrated Reporting Council (IIRC). L'IIRC è un ente

globale composto da organismi regolatori, investitori, aziende, enti normativi, professionisti operanti nel settore della contabilità e ONG. L'IIRC ha elaborato un Integrated Reporting Framework (IRF) per aiutare le aziende a produrre dei resoconti per gli investitori che considerino fattori sia finanziari che non-finanziari e che valorizzino la connettività di informazioni e capitali nel breve, medio e lungo termine. Il processo di creazione di valore di un'azienda è visto in termini dell'interazione tra fattori ambientali, governance e struttura operativa. www.integratedreporting.org

Sustainability Accounting Standards Board (SASB): SASB è un'organizzazione con sede negli Stati Uniti che si dedica a stabilire e promuovere standard globali per i resoconti di sostenibilità delle società quotate. www.sasb.org

United Nations Global Compact: Il progetto Global Compact delle Nazioni Unite si presenta come il principale progetto su scala globa-

le a riguardo della sostenibilità per le aziende, ed invita le società che vi partecipano ad allineare le proprie strategie operative con i principi universali delle Nazioni Unite sui diritti umani, condizioni del lavoro, ambiente, anti-corrruzione e ad intraprendere azioni che sostengano il raggiungimento degli obiettivi sociali delle Nazioni Unite. www.unglobalcompact.org

CDP (in precedenza, Carbon Disclosure Project). CDP è un'organizzazione non-profit che si dedica a raccogliere dati e stabilire standard per il reporting sui cambiamenti climatici e sull'uso delle risorse naturali come l'acqua e le materie prime da parte delle aziende. Secondo i dati del London Stock Exchange Group, nel 2015 il 93% delle società che fanno parte del FTSE 100, 64% di quelle del FTSE 350 il 45% delle 100 maggiori società quotate alla Borsa Italiana hanno riportato dati ambientali secondo criteri CDP (*London Stock Exchange Group, Your Guide to ESG Reporting, 2017, p.24*). www.cdp.net.

Climate Disclosure Standards Board (CDSB). Il CDSB è un consorzio internazionale di organizzazioni non governative che offre alle società un set di standards per comunicare i dati relativi alla performance ambientale. www.cdsb.net

In alcuni casi, gli investitori o le stesse società possono avere l'esigenza di rivolgersi ad una società di revisione o di consulenza indipendente per dare maggiore credibilità ai dati riportati di performance ESG, anche in mancanza di un obbligo legale in tal senso. Come spiega ancora Damian Regan, "la PWC effettua attestazioni su specifiche metriche KPI. L'attestazione sui KPIs non va presa come un'indicazione che il KPI di riferimento sia più o meno valido rispetto ad altri KPIs usati da altre aziende. Le società hanno spesso metodologie individuali per stabilire i valori delle proprie metriche ESG. Il nostro ruolo di "assurance" consiste piuttosto nel verificare che la metodologia di calcolo del KPI sia compatibile con le procedure stabilite dalla società

stessa e che la descrizione del KPI sul sito web della società e nelle comunicazioni agli investitori rifletta la prassi. L'industria si sta decisamente muovendo verso una maggiore standardizzazione nella misurazione e nel reporting dei dati di performance ESG, ma siamo ancora lontani dal livello di comparabilità dei dati finanziari nell'ambito dei principi contabili internazionali IFRS o US GAAP, ad esempio".

Il rating ESG delle aziende

I valori dei KPI riportati dalle aziende costituiscono la base per assegnare un rating ESG alle aziende da parte delle agenzie di rating e per lo sviluppo degli indici ESG di riferimento. Ad esempio, MSCI assegna un rating su una scala AAA-CCC ad oltre 6,000 aziende sulla base del proprio modello di analisi, rating che viene poi usato per confrontare la performance ESG delle aziende e per analizzare la performance ESG delle aziende su base storica. Come già è stato rilevato, è importante per gli investitori

avere una chiara consapevolezza dei limiti nella comparabilità dei dati di input forniti alle aziende, e delle differenze nella definizione e misurazione dei KPIs tra le varie aziende.

Il rating ESG del portafoglio

La metodologia che viene usata per assegnare il rating ad una azienda può anche essere usata, con opportune modifiche, per assegnare il rating ESG ad un portafoglio di investimenti, sulla base delle aziende (o emissioni nel caso di titoli obbligazionari) che ne fanno parte. La gran parte delle agenzie di rating offre servizi di rating e resoconti analitici sulle caratteristiche ESG di un portafoglio di investimenti e/o di un fondo. Ad esempio, Morningstar attribuisce un rating di sostenibilità ai fondi di investimento calcolato come la media "asset-weighted" dei rating ESG normalizzati delle aziende partecipate forniti da Sustainalytics. I titoli emessi da società che non hanno un rating ESG, insieme ai prodotti finanziari derivati come opzioni e futures

e ai diritti relativi a vendite allo scoperto ("short sales"), vengono esclusi dall'analisi. Per ricevere un rating ESG, un fondo d'investimento deve avere almeno il 50% del patrimonio netto investito in "titoli coperti" (non esclusi) di aziende che hanno un rating ESG. La percentuale del patrimonio rappresentato dai titoli coperti viene poi ricalcolata al 100% per determinare il rating ESG del fondo. Secondo la metodologia di Morningstar, gli scores ESG di portafoglio vengono poi modificati in base ad un fattore denominato "portfolio controversy deduction", che riflette il coinvolgimento dell'azienda in eventuali incidenti e controversie legate ai fattori ESG, con il risultato di ottenere un "portfolio sustainability score" (PSS) complessivo.

Sulla base del PSS così calcolato, i fondi vengono assegnati ad una categoria ESG nel sistema Morningstar ed attribuiti un posto in classifica.

Il rating di sostenibilità di Morningstar viene assegnato sulla base della posizione del fondo rispetto al pro-

Tabella 2
ESG Scores - Morningstar

Distribuzione	Score	Descrizione
Highest 10% (best)	5	High
Next 25%	4	Above average
Next 35%	3	Average
Next 22.5%	2	Below average
Lowest 10% (worst)	1	Low

Fonte: Morningstar

prio gruppo di categoria. I fondi che rientrano nel 10% con il PSS più alto ricevono uno Score di 5, rappresentato da 5 “globi” nel sistema di icone di Morningstar (Tabella 2).

Degli oltre 300 fondi aperti disponibili sul mercato italiano al 31 marzo 2018, meno del 5% ha ricevuto il massimo score di Morningstar, tra cui un fondo bilanciato domiciliato in Italia e gestito da Etica SGR.

Performance finanziaria: rendimenti su base risk-adjusted

Oltre al rating di sostenibilità, la performance finanziaria dell’investimento in termini delle metriche tradizionali di rischio-rendimento, continua ad essere una considerazione critica nella scelta degli investimenti ESG. Per gli investitori istituzionali che

hanno responsabilità fiduciarie nei confronti dei propri beneficiari resta fondamentale poter dimostrare che la scelta di una strategia ESG sia ottimale anche sotto il profilo di rischio/rendimento per i beneficiari (*US Department of Labor, Interpretative Bulletin Relating to the Fiduciary Standard under ERISA in Considering Economically Targeted Investments 29 CFR Part 2509, 2015 and Field Assistance Bulletin No. 2018-01, April 23, 2018*). Negli Stati Uniti, il Department of Labor ha chiarito che i fattori ESG possono far parte dell’analisi primaria nel processo di investimento degli agenti fiduciari di un fondo pensione, ma ha anche affermato che “gli agenti fiduciari non possono sacrificare il rendimento o incorrere maggiori rischi per promuovere obiettivi collaterali di

politica ambientale, sociale o di governance nell'effettuare decisioni di investimento (*Interpretive Bulletin Relating to the Fiduciary Standard under ERISA in Considering Economically Targeted Investments—also known as the ETI Bulletin*). La UK Law Commission ha assunto una posizione di maggior favore per gli investimenti ESG affermando che “non ci sono impedimenti per gli agenti fiduciari che considerano fattori ESG nei casi in cui siano, o possano essere, fattori materiali dal punto di vista finanziario” (*Fiduciary Duties of Investment Intermediaries, UK Law Commission 2014*).

Vi è un'ampia gamma di studi che affronta il tema della performance legata ai fattori ESG sia dal punto di vista del rendimento in termini assoluti, che dell'effetto sui rischi e sulle metriche risk-adjusted come l'indice di Sharpe. In uno studio pubblicato dal *Journal of Sustainable Finance and Investment* nel 2015, Gunnar Friede, Timo Busch e Alexander Bassen hanno raccolto la documentazio-

ne di oltre duemila analisi empiriche di performance ESG per concludere che “il caso empirico a favore degli investimenti ESG ha fondamenta molto solide. Circa il 90% degli studi empirici ha identificato una correlazione non negativa tra metriche di performance finanziaria e fattori ESG di portafoglio, e la maggioranza degli studi riporta una correlazione positiva” (*Gunnar Friede, Timo Busch e Alexander Bassen, “ESG and Financial Performance: Aggregate Evidence from More than 2000 empirical studies”, Journal of Sustainable Finance and Investment, 2015, vol. 5, n. 4, pp. 210-233*).

I dati storici di performance degli indici MSCO World e MSCI ESG World sostengono la tesi che l'integrazione di fattori ESG possa essere realizzata con risultati finanziari sostanzialmente allineati rispetto ad un indice generale di mercato. L'indice MSCI World comprende società large e mid-cap in 23 paesi a sviluppo avanzato. L'indice MSCI World Leaders è un indice di tipo asset-weighted, che

dà un'esposizione diretta alle società con rating ESG alto rispetto ad altre società nello stesso settore e che usa l'indice MSCI World come indice di riferimento. Il processo di selezione si concentra sulle società "best in class", con i valori più alti per i KPIs di ESG. Le aziende che operano nei settori degli alcolici, tabacco, scommesse, centrali nucleari e armi sono escluse dall'indice.

Al maggio 2018, l'indice MSCI World ESG Leaders ha ottenuto rendimenti annualizzati netti del 7.07%, 8.79% e 5.28% sui 3, 5 e 10 anni rispetto al 7.65%, 9.40% e 5.38% dell'indice MSCI World, con una volatilità annualizzata su base decennale del 16.23% per l'indice MSCI World ESG Leaders rispetto al 16.21% dell'indice MSCI World. L'indice di Sharpe su base decennale, calcolato sulla base dei rendimenti mensili netti, è pari a 0.37 per entrambi gli indici.

Nel confrontare i risultati ESG rispetto agli andamenti generali di mercato, è essenziale considerare un orizzonte temporale di medio-lungo

termine. Un'azienda che trascura i fattori di sostenibilità potrà risentirne in maniera più evidente nel lungo periodo, e anche incorrere in un maggior rischio di doversi confrontare con eventi e situazioni che ne possono compromettere la stessa esistenza (tail-risk). Dal punto di vista del rischio, è stato rilevato che le aziende con un ruolo di avanguardia nello sviluppo di nuovi prodotti strategici per l'industria, e che offrono condizioni più attraenti per una forza lavoro di qualità, hanno spesso un profilo ESG più favorevole.

Si ritiene anche che l'adozione di criteri che comportano una riduzione del rischio di contenzioso legale con relative spese possa eventualmente contribuire in maniera significativa a migliorare la performance operativa di un'azienda nel medio-lungo termine.

Anche in una prospettiva di lungo termine, comunque, le difficoltà nel confrontare dati ESG di performance restano un fattore critico nell'analisi degli investimenti ESG.

CAPITOLO 6

ESG

E VALUE INVESTING

**di Angelo Meda, CFA, CIPM
e Matteo Bonaventura, CFA**

Tra le tante filosofie di investimento, il value investing è senza dubbio una delle più note nel mondo degli investimenti finanziari.

Teorizzato da Graham e Dodd nel celebre Security analysis del 1928, ha probabilmente raggiunto l'apice della sua notorietà grazie a Warren Buffet, che al giorno d'oggi rimane l'esponente principale.

Il value investing rifiuta di base l'ipotesi dei mercati efficienti. Pertanto, secondo i proponenti di questa filosofia, è possibile ottenere nel tempo delle performance superiori a quelle del mercato grazie allo studio approfondito dei bilanci e dei fondamentali delle società. Lo studio e la ricerca sono pertanto dei punti cardine: il processo di analisi tipicamente consiste nel determinare un valore intrinseco per il titolo in questione, ovvero il valore cui il titolo dovrebbe tendere nel lungo periodo. Questo viene chiamato valore intrinseco.

Il value investing consiste pertanto nell'investire solamente in quei titoli per i quali la differenza tra intrinsic

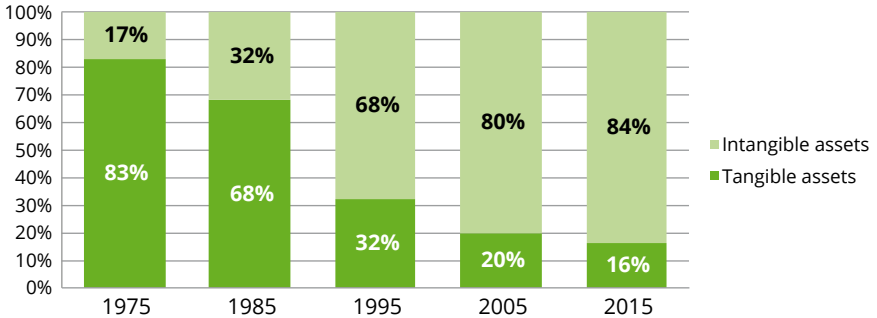
value e prezzo di mercato è sufficientemente larga per avere un margine di sicurezza nell'investimento. Questa differenza prende il nome di margin of safety. Più ampio è il margine, più alta sarà la probabilità che l'investimento si traduca in rendimenti positivi in un orizzonte temporale sufficientemente lungo.

L'applicazione del value investing ha subito notevoli cambiamenti nel tempo.

Nel testo originale di Graham e Dodd si richiama principalmente l'analisi degli attivi di bilancio, e in particolare la ricerca di quei titoli per i quali il net-net (ovvero il capitale circolante al netto della cassa) è minore rispetto al prezzo del titolo azionario. Negli anni '60 e in particolar modo con Warren Buffet il concetto si è poi evoluto, con un focus maggiore sul business model rispetto solamente agli attivi di bilancio. Warren Buffet propone in particolar modo il concetto di moat, letteralmente tradotto dall'inglese come fossato. Secondo

Figura 1

Composizione della capitalizzazione di mercato per attività tangibili e intangibili



Fonte: Ocean Tomo, "Ocean Tomo's Intangible Asset Market Value Study", Gennaio 2015

l'immagine proposta, l'impresa viene vista come un castello che è difeso da un fossato. Più profondo è questo fossato, più il castello sarà difeso dalle varie insidie. Tradotto nei termini più comuni del management tradizionale, questo può essere interpretato come il vantaggio competitivo dell'azienda, che può provenire sia da fonti tangibili (ad esempio, l'accesso a risorse uniche oppure vantaggi di localizzazione) o da fonti intangibili (ad esempio, brevetti, marchi e segreti industriali). Dando uno sguardo alla composizione alla capitalizzazione di mercato delle società quotate in borsa e alla loro suddivisione in attività materiali e immateriali (Figura 1) si può notare però come al giorno d'oggi le attività immateriali abbiano un peso sempre maggiore.

Se gli attivi tangibili nel 1975 caratterizzavano più dell'80% del valore

di mercato e giustificavano un'analisi dei titoli basata quasi esclusivamente sulle voci dell'attivo, oggi questa asserzione può non ritenersi più vera. La fine degli anni '90 e gli anni 2000 hanno visto l'avvento delle società tecnologiche, società di servizi, internet companies e social media. Queste propongono modelli di business "capital light", dove gli attivi di bilancio sono praticamente assenti, e la maggior parte del valore deriva da fonti intangibili.

Si comprende pertanto come, in questo contesto, l'analisi tradizionale di bilancio risulti molto limitata e servano nuovi strumenti per valutare la sostenibilità degli utili e dei cash flow nel lungo periodo.

Una risposta a questa sfida è stata data con la proposta di integrare i dati non finanziari alle metriche di valutazione tradizionali.

Un framework di analisi oggi maggiormente in voga è l'analisi di questi dati secondo criteri ambientali, sociali e di governance, la cui abbreviazione in inglese prende la sigla ESG.

I fattori ESG sono di importanza fondamentale, in quanto permettono di individuare la maggior parte delle esternalità delle aziende nei confronti del mondo esterno, e quindi permettono una migliore individuazione dei rischi. Inoltre esse sono direttamente collegate ai fondamentali delle società.

Per esempio, una buona performance nei fattori ambientali può tradursi in una migliore efficienza nell'utilizzo delle risorse, nei fattori sociali in una maggiore efficacia e nella governance in un management i cui interessi siano allineati con gli obiettivi generali della azienda.

Tuttavia, la analisi dei dati non-finanziari presenta dei seri limiti e delle difficoltà difficili da superare.

In primo luogo, bisogna considerare la fonte principale di questi dati, che

vengono presentati dalle aziende tipicamente nei bilanci di sostenibilità. Questi documenti non sempre presentano le informazioni in maniera lineare e concisa, ma vengono anche utilizzati come strumento di marketing da parte delle aziende ai fini di migliorare l'immagine nei confronti del mercato. Una delle modalità tipiche è quella di presentare dei progetti o delle iniziative la cui utilità rispetto al business dell'impresa è marginale. Questa pratica viene tipicamente descritta con il termine di greenwashing.

Il secondo punto è strettamente collegato al primo, e consiste nella mancanza di standard di reportistica generalmente accettati e delle modalità di calcolo delle performance non finanziarie standard così come avviene per le misure finanziarie. Se si considera che già la reportistica finanziaria presenta ancora numerose sfide (integrazione IAS/IFRS e US GAAP, IAS 17 per le assicurazioni ecc...), la situazione per la reportistica non finanziaria rimane ancora più

nebulosa. In realtà, diversi standard di reportistica ESG sono stati proposti nel tempo.

Oggi forse il più famoso è il GRI, il quale propone una serie di indicatori standard per tutte le aziende. Il problema, ovviamente, è che questo non distingue le diverse tematiche di sostenibilità che possono essere presenti in settori diversi.

Per contrastare queste difficoltà nel 2011 è stata stabilita la SASB (Sustainability Accounting Standard Board), una organizzazione indipendente per la reportistica di sostenibilità. L'obiettivo di questa associazione è fornire disclosure di alta qualità, che è stato tradotto direttamente nel concetto di materialità.

Secondo la SASB, le compagnie dovrebbero riportare nei bilanci solamente informazioni ESG che siano materiali, ovvero quelle i cui trend e variabilità abbiano un probabile impatto sulla performance operativa delle aziende.

Un terzo problema rimane comunque l'interpretazione dei dati. Trat-

andosi per la maggior parte di dati di natura qualitativa, una loro interpretazione rimane più complessa rispetto agli indicatori di bilancio tradizionale. Inoltre, la costruzione di un punteggio aggregato ESG preso talvolta come media semplice nelle diverse misure di performance ESG può risultare limitativo e fuorviante.

Inoltre esistono molti approcci diversi al tema ESG.

Mentre negli anni '70 e '80 prevaleva il criterio di esclusione (ovvero, esclusione delle aziende operanti in settori considerati a rischio per la società, quali armi, tabacco e alcool), più recente è il criterio best-in-class, ovvero una analisi delle attività aziendali ai fini di comprendere quali siano le aziende più sostenibili all'interno di un determinato settore (<https://www.unpri.org/download?ac=10>). Pertanto, una volta individuate le performance ESG delle diverse società, si tende a considerare come investimento ammissibile solamente quelle la cui performance supera una

determinata soglia standard. Un numero minore di asset manager tende invece a considerare esplicitamente la performance ESG nel computo dei cash flow o del costo del capitale, anche se questo approccio è in via di uso sempre maggiore.

L'evidenza empirica Europea

Al fine di approfondire la conoscenza circa lo stato dell'arte della performance ESG nel mercato Europeo, BANOR SIM ha di recente sviluppato una collaborazione con il Politecnico di Milano. La prima collaborazione ha avuto una durata di 12 mesi ed è stata mirata ad applicare il concetto di materialità sviluppato dalla SASB in Europa.

Il white paper è liberamente consultabile dal sito internet www.banor.it. Ad oggi l'evidenza empirica circa i vantaggi della materialità degli investimenti ESG è piuttosto limitata, trattandosi di un concetto innovativo e ancora in fase di sviluppo.

Khan, Serafeim e Yoon (2016) dimostrano come le migliori performance

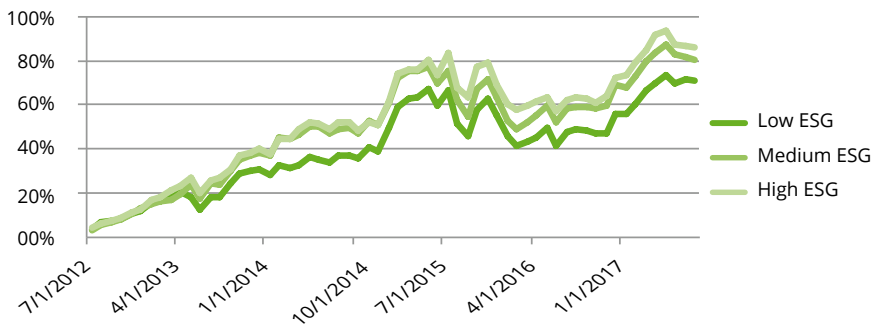
di mercato nel periodo 1993-2013 siano ottenute dalle aziende che presentano una ottima performance sui temi materiali e una scarsa performance sui temi non materiali per il business. In contrasto, le peggiori performance sono mostrate dalle aziende con scarsi punteggi sugli aspetti materiali, indipendentemente dal loro score sugli aspetti non materiali. Il paper può di fatto considerarsi la prima dimostrazione empirica di come le informazioni non finanziarie materiali servano a creare valore per gli investitori nel lungo periodo.

Pertanto, nel white paper BANOR-Politecnico di Milano viene analizzato il campione di imprese appartenenti all'indice EURO STOXX 600 nel periodo 2012-2017. Più nello specifico, sono state analizzate le performance di mercato e operative per le 882 imprese che hanno preso parte all'indice nel periodo considerato sulla base del loro score ESG.

Per le finalità dello studio, sono stati utilizzati le seguenti banche di dati: Datastream per quanto concerne

Figura 2

Rendimento cumulato dei titoli dell'indice Stoxx Europe 600, i n funzione del rating ESG



Fonte: La relazione fra rating ESG e performance di mercato: uno studio sui titoli dell'indice Stoxx® Europe 600 - Quaderno di ricerca Politecnico di Milano - BANOR SIM, 2018

il rendimento di mercato dei titoli, Worldscope per i dati di bilancio e Thomson Eikon per le variabili ESG. Thomson Eikon è un database che racchiude 434 variabili ambientali, sociali e di governance. Attraverso il supporto degli analisti di BANOR SIM, queste 434 variabili sono state collegate alle variabili proposte dalla mappa di materialità SASB (<https://materiality.sasb.org/>). In particolare, la SASB mappa per 30 categorie di interesse una serie di indicatori specifici per settore. Attraverso questo lavoro di collegamento tra basi di dati è stato possibile isolare solamente le variabili materiali per il settore. In seguito, tali variabili sono state pesate secondo le indicazioni della mappa. Il punteggio finale ESG è stato ottenuto come una media pesata dei singoli pilastri (E, S e G) a seconda della loro rilevanza per il settore. Pertanto,

il 30 giugno di ogni anno dal 2012 al 2017 le imprese appartenenti all'EURO STOXX 600 sono state raggruppate in tre portafogli sulla base delle loro performance ESG. Il portafoglio ad alta performance ESG contiene il miglior quartile, mentre il portafoglio a bassa performance contiene il peggior quartile. Una prima analisi mostra come il campione ad alta performance ESG abbia sovraperformato gli altri due, con una deviazione standard della performance sostanzialmente simile.

In seguito, i campioni sono stati selezionati solamente in base alla performance relativa a uno dei tre pilastri (quindi, separatamente per E, S e G). Tuttavia, non sono stati riscontrati gli stessi risultati, a dimostrazione del fatto che una alta performance in uno dei tre pilastri non può essere sostitutiva per una scarsa perfor-

mance negli altri due. Una sezione successiva dello studio ha avuto come obiettivo la comprensione delle fonti di questa overperformance da parte dei titoli ad alto rating ESG. È stato individuato come tre siano le fonti di questo maggiore rendimento: una maggiore crescita dei ricavi, una migliore variazione del margine operativo (ovvero, EBIT/Fatturato) e un dividend yield mediamente più alto. L'ultima sezione dello studio si è concentrata sul confronto tra diversi modelli di selezione dei titoli. Sono stati messi a confronto tre modelli: il primo costruito su un fattore tipicamente value come il rapporto P/E, il secondo attraverso una selezione basata esclusivamente su criteri ESG, e un terzo che combina i due criteri precedenti. Il risultato ottenuto è che il terzo criterio di selezione in media ha una performance maggiore rispetto agli altri due criteri di circa 1 punto percentuale all'anno. Pertanto, i risultati migliori si ottengono dall'integrazione dei criteri ESG con delle logiche tipicamente value.

Conclusioni

Il value investing si configura come una filosofia di investimento volta ad individuare i titoli sottovalutati nel mercato e a generare rendimenti superiori nel tempo. Mentre nei primi anni della sua applicazione il focus era sugli attivi di bilancio e sugli asset tangibili, la sempre maggiore importanza degli asset intangibili rende necessari nuove tecniche di analisi ai fini della comprensione dei modelli di business e della sostenibilità del vantaggio competitivo. Una delle modalità per affrontare questa sfida è l'integrazione dei fattori ESG all'interno della più tradizionale analisi finanziaria. Nonostante le sfide e le complessità che questo processo comporta, esistono anche molte opportunità per i value investor. In particolare modo, secondo noi nei prossimi anni gli asset manager che saranno in grado di analizzare correttamente le informazioni non finanziarie e di sviluppare un maggiore know-how nella gestione e nella analisi dei fattori ESG saranno in grado di generare rendimenti superiori.

CAPITOLO 7

INVESTIMENTO SOSTENIBILE E DICHIARAZIONE NON FINANZIARIA, IL CASO DI UNA PICCOLA IMPRESA ITALIANA

di Luca Grassadonia, CFA

La crescita globale degli attivi investiti in modo sostenibile è continua. Nell'ultimo biennio disponibile 2014-2016, secondo i dati di GSIA (Global Sustainable Investment Alliance), l'ammontare degli investimenti sostenibili è cresciuto del 25%, arrivando a quasi 23.000 miliardi di dollari. In Europa, la definizione di sostenibilità è stata ristretta rispetto al 2014 ma copre comunque il 52,6% del totale delle attività gestite.

Una caratteristica del mercato SRI nella maggior parte delle regioni è che gli investitori istituzionali professionali dominano il mercato (anche in Italia), tuttavia l'interesse degli investitori al dettaglio nel SRI continua a crescere.

Per rispondere alla sempre maggiore richiesta di informazioni proveniente dalle varie strategie d'investimento che tengono in considerazione i fattori ESG, le società quotate e non hanno cominciato a produrre dei cosiddetti "report di sostenibilità" trami-

te cui rendersi visibili alla crescente platea di investitori internazionali. Il fenomeno si è esteso così tanto che nonostante la mancanza di requisiti di divulgazione obbligatori nella maggior parte dei paesi, un numero crescente di aziende ha iniziato a riferire su questioni di sostenibilità in relazioni volontarie e indipendenti sulla responsabilità sociale delle imprese (SRI) o sulla sostenibilità. In effetti, il 71% delle prime 100 aziende in 41 paesi ora riporta volontariamente su fattori di sostenibilità (*United Nations: Principles for Responsible Investments, 2014*), il 95% delle più grandi 250 aziende al mondo ora produce un rapporto sulla sostenibilità (*Ernst & Young: "Tomorrow's Investment Rules", 2014*).

Questa imponente diffusione ha provocato infine l'intervento della Commissione UE, la quale ha riscontrato: i) una carenza di armonizzazione normativa tra gli Stati e una ridotta offerta di informazioni non finanziarie nell'Unione; ii) una insistente richiesta di maggiore trasparenza nel-

le informazioni non finanziarie delle grandi aziende europee da parte degli investitori, che sempre più frequentemente utilizzano dette informazioni a fondamento delle proprie scelte di investimento; iii) una insufficiente diversità nella composizione dei Consigli di amministrazione delle grandi aziende europee.

Pertanto, la Commissione UE ha emanato la direttiva 2014/95/UE (Disclosure of non financial and diversity information) con cui ha inteso armonizzare le modalità di pubblicazione delle informazioni non finanziarie da parte delle imprese.

La dichiarazione non finanziaria

Per quanto riguarda l'Italia, in attuazione della direttiva 2014/95/UE in materia di bilancio, il d.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254 ha introdotto nuovi obblighi di trasparenza, recepiti nel Testo Unico sulla Finanza (TUF) a partire dall'esercizio finanziario 2017.

Il nuovo regime di trasparenza dispone l'obbligo per le imprese di redigere e pubblicare, per ogni esercizio

finanziario, una "Dichiarazione non finanziaria" (DNF) che copra, "... i temi ambientali, sociali, attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani, alla lotta contro la corruzione attiva e passiva, che sono rilevanti tenuto conto delle attività e delle caratteristiche dell'impresa..."

Come afferma Roberto Mannozi, CFO delle Ferrovie Italiane e Presidente di Andaf, l'associazione dei CFO italiani, la dichiarazione non finanziaria contiene informazioni che: "sarebbe più opportuno definire... pre-finanziarie, perché riguardano temi che, in prospettiva, si legano alle performance aziendali, ad esempio in termini di valori degli investimenti" (*ETicaNews - Intervista con Mannozi (Andaf): "ESG cruciali per i CFO" - 11 aprile 2018*).

I soggetti tenuti alla pubblicazione della DNF sono i cosiddetti "Enti di interesse pubblico" che superino certi requisiti dimensionali, ossia che:

- i) abbiano avuto in media durante l'esercizio finanziario un numero di dipendenti superiore a 500;

- ii) alla data di chiusura del bilancio, abbiano un totale dello stato patrimoniale di almeno 20 milioni di euro, oppure un totale dei ricavi netti delle vendite o delle prestazioni di almeno 40 milioni di euro.

Rientrano nella definizione di ente di interesse pubblico banche, assicurazioni e gli emittenti di valori mobiliari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato dell'Unione Europea. La direttiva riguarderà circa 6000 imprese in Europa, di cui 250-300 in Italia.

Le informazioni richieste devono essere fornite applicando le metodologie e i principi dello standard di rendicontazione adottato dall'impresa. Il legislatore restringe il numero degli standard utilizzabili a quelli "emanati da autorevoli organismi sovranazionali, internazionali o nazionali, di natura pubblica o privata, funzionali, in tutto o in parte, ad adempiere agli obblighi di informativa non finanziaria".

La legge introduce specifici compiti di verifica della DNF per il soggetto

incaricato della revisione legale del bilancio, il quale "verifica l'avvenuta predisposizione da parte degli amministratori della dichiarazione" ed esprime "un'attestazione circa la conformità delle informazioni fornite rispetto a quanto richiesto dal ... decreto ... e rispetto ai principi, alle metodologie e alle modalità" di rendicontazione utilizzate.

La legge ha affidato alla Consob la vigilanza sull'applicazione ed il rispetto della disciplina. Tramite regolamento la Consob ha deciso che il revisore possa limitarsi ad attestare la veridicità dei dati non finanziari secondo la prassi internazionale.

Al fine di promuovere una maggiore trasparenza sugli impatti e sulle politiche praticate con riferimento ai temi non finanziari anche da parte delle imprese non incluse nell'ambito di applicazione del decreto, l'art. 7 prevede che anch'esse possano, in via volontaria, pubblicare una dichiarazione non finanziaria, apponendo una dicitura di conformità alla normativa.

In caso di redazione volontaria, l'impresa deve far approvare la DNF all'organo amministrativo, depositarla presso il registro delle imprese entro 30 giorni dall'approvazione del bilancio di esercizio da parte dell'assemblea dandone notizia alla Consob e pubblicarla sul proprio sito internet.

Al fine di redigere la DNF, la direttiva europea rimanda agli orientamenti emanati dalla Commissione UE (*Commissione Europea: Comunicazione 215 - 2017 "Orientamenti sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario"*), i quali forniscono una lista (non vincolante) di 21 linee guida o standard utili e potenzialmente combinabili. Tra tutte le possibilità indicate, gli standard SASB sono gli unici pensati specificamente per le esigenze dell'impresa e degli investitori e per questo sono di seguito proposti come i migliori, soprattutto per la piccola e media impresa, che non dispone di risorse particolarmente abbondanti in termini assoluti.

Gli standard SASB

Il Sustainability Accounting Standards Board (SASB) è un'organizzazione no-profit indipendente la cui missione è sviluppare uno standard contabile di sostenibilità che aiuti le società quotate a fornire agli investitori informazioni materiali e utili per decidere. Gli standard SASB sono progettati per l'uso volontario negli schemi di bilancio richiesti dalla Securities and Exchange Commission (SEC), come i moduli 10-K e 20-F, e sono uno dei riferimenti della Commissione UE per la compilazione della dichiarazione non finanziaria.

Per lo scopo degli standard SASB, la sostenibilità si riferisce alle attività aziendali che conservano o migliorano la capacità dell'impresa di creare valore nel lungo termine. La contabilizzazione della sostenibilità si riferisce alla misurazione, gestione e rendicontazione di tali attività.

I criteri di sostenibilità SASB sono organizzati secondo cinque grandi dimensioni:

1. **Ambiente:** l'impatto sull'ambiente che può a sua volta riflettersi sulla performance operativa e sulla condizione finanziaria dell'azienda stessa.
2. **Capitale Sociale:** il ruolo percepito nella società, o l'aspettativa che l'azienda contribuisca alla società in cambio di una licenza sociale ad operare.
3. **Capitale Umano:** la gestione delle risorse umane (dipendenti e singoli appaltatori) come risorse chiave per generare valore nel lungo termine.
4. **Innovazione e Business Model:** l'integrazione degli elementi di sostenibilità nel processo di creazione di valore e nell'innovazione di prodotto.
5. **Leadership e Governance:** la gestione di problemi inerenti al modello di business o alle pratiche comuni nel settore e che

sono potenzialmente in conflitto con l'interesse di gruppi di stakeholder più ampi (ad esempio: governo, comunità, clienti e dipendenti), e quindi creano una responsabilità potenziale o, peggio, una limitazione o revoca della licenza ad operare.

Le attività aziendali variano da un settore industriale all'altro, pertanto anche i criteri di sostenibilità inclusi negli standard settoriali SASB sono fatti su misura del contesto specifico. Il valore di mercato di un'azienda di solito differisce dal valore contabile: in parte, perché i bilanci tradizionali non necessariamente catturano tutti i fattori che contribuiscono alla capacità a lungo termine dell'azienda di creare valore. Gran parte di questo divario è attribuibile alla gestione del capitale ambientale, sociale ed umano nonché al governo societario. Pertanto, la reportistica aziendale deve estendersi oltre le dichiarazioni finanziarie per facilitare la misurazione e la comunicazione di informazioni sulla sostenibilità che miglioreranno

no la comprensione da parte di chi prende le decisioni di tutti i rischi e le opportunità rilevanti.

L'approccio SASB alla misurazione della sostenibilità consiste nella definizione di metriche operative su argomenti materiali, specifici per settore, suscettibili di incidere sul valore finanziario attuale o futuro dell'impresa.

Gli standard SASB sono stati sviluppati per l'utilizzo in documenti finanziari obbligatori a beneficio degli investitori e di altri soggetti che si affidano a tali documenti. Tali standard sono progettati per permettere agli investitori di integrare le informazioni sulla sostenibilità nelle loro attività di base come l'analisi fondamentale, il confronto tra investimenti simili, la gestione di portafoglio e l'impegno attivo con il management degli emittenti.

Un numero crescente di aziende ha iniziato a riportare su questioni di sostenibilità in relazioni volontarie ed autonome sulla responsabilità sociale d'impresa o sulla sostenibilità. Fino

ad oggi 15.580 organizzazioni hanno prodotto 94.312 report a livello globale (*Corporate Register website, <http://www.corporateregister.com>, consultato il 3 marzo 2018*).

Tuttavia, questi report sono costosi da produrre e non sono focalizzati sui temi di sostenibilità che sono di maggiore interesse per gli investitori, vale a dire quelli che hanno maggior probabilità di avere un impatto sulla performance operativa e sulla condizione finanziaria dell'azienda. Inoltre, le informazioni contenute in queste relazioni sono spesso parziali, in quanto possono essere selezionate per influenzare la percezione esterna, e finiscono per generare ulteriori richieste da parte di investitori e società di rating con oneri significativi per l'impresa.

Concentrandosi sui fattori determinanti per l'investimento, gli standard SASB forniscono informazioni utili alla gestione aziendale ed allo stesso tempo una soluzione efficiente in termini di costi per la divulgazione agli investitori. Le metriche SASB sono

fatte per essere incorporate nei sistemi di valutazione delle performance aziendali, promuovere congruenza degli obiettivi e coordinamento, comunicare aspettative, motivare le unità aziendali e fornire il feedback necessario alla direzione per prendere le proprie decisioni.

Il processo di elaborazione degli standard SASB è progettato per produrre informazioni che siano:

- materiali;
- utili per le decisioni delle aziende e dei loro investitori;
- efficaci in termini di costi per gli emittenti societari.

Gli standard SASB applicano la definizione di “materialità” stabilita ai sensi delle leggi sui titoli quotati degli Stati Uniti.

Secondo la Corte Suprema degli Stati Uniti, le informazioni sono materiali se vi è “una sostanziale probabilità che la divulgazione del fatto omesso sia stata considerata dall’investitore ragionevole come una modifica significativa del ‘mix totale’ di informa-

zioni rese disponibili” (*TSC Industries v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438, 449 (1976)). Un’informazione è materiale se è in grado di influenzare la decisione di comprare, vendere o mantenere in portafoglio un titolo, nonché l’intenzione di voto in assemblea di un investitore ragionevole.

Gli standard SASB forniscono informazioni sulla sostenibilità utili per le decisioni perché riguardano temi che influenzano il valore dell’azienda a breve, medio o lungo termine.

Gli standard SASB infine sono progettati per offrire alle aziende un modo economicamente conveniente di divulgare informazioni utili sulla sostenibilità, in due modi:

1. Identificando l’insieme minimo di argomenti da considerare per ogni settore, la maggioranza dei quali è già coperta in qualche modo dalla reportistica finanziaria.
2. Allineando per quanto possibile le proprie metriche con quelle già in uso. Quando possibile, gli standard SASB sono armonizzati con

le metriche, le definizioni, le linee guida ed i formati esistenti di comunicazione del management, sia specifici del settore che generali, riducendo così al minimo il carico sulla reportistica aziendale.

Al fine di raggiungere gli obiettivi desiderati, gli standard SASB hanno tre caratteristiche:

- Sono basati su prove documentali
- Sono in linea con i mercati finanziari
- Sono specifici per il settore/i di appartenenza

La selezione degli standard ricerca la prova di un interesse dalla prospettiva degli investitori e la prova di un impatto finanziario. In particolare, SASB identifica l'impatto finanziario in tre aree:

- Costi/Ricavi
- Attività/Passività
- Costo del capitale/Profilo di rischio

Sebbene SASB solleciti attivamente tutti gli 'stakeholders' nel processo di determinazione degli standard, il

risultato finale è determinato in larga parte dalle risposte dei partecipanti al mercato dei capitali, in quanto l'obiettivo è quello di fornire informazioni sulla sostenibilità agli utilizzatori ed ai fornitori di capitali finanziari.

Gli standard SASB sono stati sviluppati a livello di settore, concentrandosi su questioni strettamente legate all'uso delle risorse, ai modelli di business e ad altri fattori in gioco. Tuttavia, i sistemi tradizionali di classificazione industriale non raggruppano sempre aziende con caratteristiche comuni di sostenibilità. Pertanto, SASB ha sviluppato SICS™, una tassonomia settoriale che si basa sui sistemi di classificazione tradizionali (ad es. SIC, GICS e BICS) ma raggruppa le aziende in base a una visione fondamentale dei loro modelli di business, all'intensità di utilizzo delle risorse, agli impatti sulla sostenibilità ed al loro potenziale di innovazione.

Quali i vantaggi per la piccola impresa: il caso FIMER SpA

Per approfondire quali possano es-

sere i vantaggi nel pubblicare una un report con dati relativi alla Sostenibilità, per una piccola impresa, abbiamo selezionato il caso della FIMER S.p.A; questa è una piccola azienda elettrotecnica della Brianza produttrice di Inverter per l'energia solare, con il sogno di quotarsi un giorno in borsa all'AIM, e rivolgiamoci all'imprenditore che ne è l'anima. Come abbiamo visto, i dati mostrano che metà degli investimenti in Europa va solo su aziende (e sì, anche su stati sovrani) che possono dimostrare con i fatti di essere un investimento sostenibile. Certo, stiamo parlando dei grandi fondi esteri, come ad esempio il Fondo Sovrano Norvegese (1.000 miliardi di euro), i fondi pensione olandesi come APG (440 miliardi), PGGM (200), per non parlare poi dei grandi gestori come BlackRock (6.300), Northern Trust (1.300), NN Investments (280), Robeco (200) e tanti altri. Tuttavia, anche l'Italia nel suo piccolo fa la sua parte, malgrado ciò finora non sia noto a molti.

Ad esempio, il nostro imprenditore

non sapeva che Cometa (il Fondo Nazionale Pensione Complementare per i lavoratori dell'industria metalmeccanica e della installazione di impianti, che con circa 10 miliardi e 400.000 iscritti è il più importante fondo pensionistico operante in Italia), che è anche il Fondo Pensione chiuso dei suoi dipendenti, fa solo investimenti verificati come sostenibili. Pensate che ironia, un giorno la sua azienda si quoterà in borsa, ma così com'è le persone più interessate non ci potrebbero mettere un centesimo del loro TFR! E se i suoi dipendenti fossero coscienti di questa realtà, secondo voi cosa penserebbero della loro azienda?

Continuando con il nostro esempio, si veda la Tabella 1 con una lista molto parziale di fondi specializzati nel settore delle energie rinnovabili, i quali hanno già in portafoglio i titoli delle società clienti e concorrenti di FIMER. Tali fondi hanno due caratteristiche in comune: sono esteri ed utilizzano tutti un filtro di sostenibilità.

A questo punto sorge un dubbio:

Tabella 1

Fondi specializzati in Energie Rinnovabili

Società	Fondo	Patrimonio
Handelsbanken	Hallbar Energi	252
Swisscanto	Global Climate	46
Pictet	Clean Energy	636
Vontobel	Clean Tech	273
BlackRock	New Energy	951
RobecoSam	Smart Energy	533
Deutsche A&WM	New Resources	275
NN Investment	Global Sustainable Equity	2036
DNB	Renewable Energy	35
Parvest	Climate Impact	350
	TOTALE	€ 5.387 mil.

Fonte: elaborazione dell'autore

i fondi sostenibili investirebbero sull'AIM Italia?

L'AIM è come fosse la serie B del campionato italiano, e dopo tutti i sacrifici e gli sforzi che un imprenditore ha fatto per far crescere ed affermare la propria azienda, finisce a giocare nella serie cadetta di un campionato minore? Magari ha pensato che andando in borsa, seppure su un mercato secondario, la sua azienda possa trovare il riconoscimento che cerca con clienti e fornitori, ma la realtà è un'altra.

L'AIM è notoriamente un mercato per società "ad alto rischio", ed i ge-

stori di solito sotto una certa soglia di dimensione non vanno, perché altrimenti una società sarebbe troppo piccola per fare la differenza nei loro fondi. A meno che non vi sia un elemento in più in grado di superare l'asimmetria informativa, tale elemento è la sostenibilità.

Anzi, spingendoci oltre possiamo dire che poter dimostrare di essere sostenibile è più importante che essere quotati.

Adesso penserete che stiamo proprio esagerando, ma restiamo ai fatti. Guardiamo ad esempio la Tabella 2: se prendiamo la lista dei concorrenti

di FIMER nel solare e li dividiamo tra chi pubblica un report di sostenibilità e chi no, scopriremo che nella colonna del Sì ci sono tutte aziende che, guarda caso, hanno un mercato internazionale.

La cosa più sorprendente di questa tabella però è un'altra: nella colonna del Sì: ci sono anche due aziende non quotate!

Ingeteam e Fronius infatti da anni pubblicano un bilancio sostenibile. Apparentemente stanno perdendo tempo a fare promozione; più probabilmente, pensano che la sostenibilità sia un mezzo per ottenere la stessa considerazione dei loro concorrenti quotati più grandi.

Secondo queste due aziende, documentare la propria sostenibilità supera la stessa quotazione in borsa come dimostrazione di trasparenza ed affidabilità.

Bisogna anche dire che nella colonna di destra ci sono due società quotate, Solaredge ed Enphase, che quindi non pubblicano un report di sosteni-

bilità, ma sono comunque nel portafoglio di investitori sostenibili: perché allora dovrebbe farlo la nostra piccola impresa?

La risposta è molto semplice: evitare lo Tsunami dei questionari.

Esistono più di 100 organizzazioni nel mondo che producono un rating di sostenibilità, tra cui tutti i fornitori degli indici di borsa (FTSE Russell, S&P, Dow Jones, etc.). Stare dietro a questi soggetti significa compilare questionari di decine di pagine contenenti richieste spesso contraddittorie tra di loro, un carico di lavoro estenuante anche per una grande azienda. Se non sono le agenzie di rating, spesso sono gli stessi investitori interessati a spedire un pesante questionario alla nostra azienda.

Se il nostro imprenditore decidesse di seguire anche lui questa strada, finirebbe per soccombere sotto un diluvio di richieste improduttive, ma la soluzione è a portata di mano.

La piccola impresa può produrre un report secondo uno standard che meglio si adatta alle sue esigenze,

Tabella 2

Produttori di inverter e Report di sostenibilità

Si	No
ABB	Solareedge
Huawei	Enphase
Sungrow	TBEA
General Electric	KACO New Energy
Schneider Electric	Apsystems
Ingeteam	Chint Power
Fronius	Delta Energy
Omron	Ginlong Solis
Hitachi	Power Electronics
SMA Solar	Tigo Energy
Yaskawa	Tabuchi Electric
	TMEIC
	Sineng

Fonte: elaborazione dell'autore

perché parla di informazioni materiali, quelle che hanno un impatto vero sull'attività in azienda, e che gli permetterà di declinare cortesemente qualsiasi richiesta aggiuntiva d'informazioni senza correre il rischio di rimanere esclusa, ma anzi facendo una bella figura, come lo studente modello che dimostra di essere diventato un professore adulto.

L'utilizzo di uno standard riconosciuto infatti è una prova di serietà che spinge gli investitori ad adeguarsi

all'azienda. Un lavoro fatto in questo modo è un investimento per il presente di qualsiasi impresa, per sette validi motivi:

- 1) È un vantaggio competitivo
- 2) Migliora la gestione del rischio
- 3) Abbassa il costo del capitale
- 4) Migliora la reputazione
- 5) Aumenta l'efficienza e la riduzione degli sprechi
- 6) Migliora la fedeltà dei dipendenti
- 7) Fa scoprire nuove opportunità di business

L'investitore, da parte sua, è più tranquillo a metterne in portafoglio i titoli, perché ricevere informazioni sulla sostenibilità gli darà quattro motivi validi per preferirli alla concorrenza:

- I. Migliora la trasparenza
- II. Consente di allocare meglio il capitale
- III. Stabilizza il mercato del titolo
- IV. Aumenta la liquidità del titolo

Lo standard che si propone è il SASB (Sustainability Accounting Standards Board), perché è il più sintetico ed efficace, anche se, si deve ammettere, non è quello più usato; questo titolo spetta sicuramente al neonato standard della Global Reporting Initiative (GRI). Lo standard GRI è stato pensato per rispondere esplicitamente agli interessi degli stakeholders, in pratica a chiunque. Invece, secondo noi, per i motivi sotto descritti, lo standard SASB è il migliore perché FUNZIONA.

Ed ecco le prove. Secondo una ricerca congiunta della Harvard Business School con l'università di Oxford, le aziende che divulgano volontaria-

mente più informazioni sulla sostenibilità secondo lo standard SASB hanno una maggiore capacità di influenzare il prezzo delle proprie azioni. Al contrario, le informazioni sulla sostenibilità non identificate come rilevanti da SASB non hanno alcuna influenza sul prezzo (*"Material Sustainability Information and Stock Price Informativeness"* - Harvard Business School, 28 novembre 2017).

Incredibile, vero? Bene, prendiamo due testimonianze dai mercati: da un lato il fuoriclasse dei venditori, Goldman Sachs, che è la banca d'affari più importante del mondo, e dall'altro lato come avversario la stella dei compratori, BlackRock, che è il più grande gestore di patrimoni del mondo (6.300 miliardi di dollari).

Cosa dicono gli analisti di Goldman Sachs? In una ricerca inviata a tutti i suoi clienti Goldman Sachs afferma che "l'integrazione della sostenibilità, quando è fatta bene, è complementare e migliorativa dell'analisi di bilancio. Noi crediamo che l'analisi della sostenibilità possa offrire preziose

informazioni sulla cultura e sul profilo di rischio di un'azienda, ma solo se fatta correttamente - cioè, con un focus ristretto sui fattori più materiali in ogni settore, enfatizzando la performance misurabile rispetto a politiche vaghe" (*Goldman Sachs: "Materiality and sustainable investment outperformance" - 23 febbraio 2018*).

Benissimo mi direte, ma un venditore dice qualsiasi cosa per vendere, ed i compratori che dicono invece?

BlackRock, tramite il suo presidente Larry Fink, nella lettera aperta annuale 2018 a tutti gli amministratori di società quotate nel mondo ha scritto che: "per prosperare nel tempo, ogni azienda deve non solo produrre risultati finanziari, ma anche mostrare come fornisce un contributo positivo alla società", ed inoltre che "come fiduciaria, BlackRock interagisce con le aziende al fine di guidarne la crescita sostenibile di lungo termine di cui i suoi clienti hanno bisogno per raggiungere i loro obiettivi" (*BlackRock: "A Sense of Purpose" - 2018 Annual Letter to CEOs*).

Certo, anche i compratori hanno i loro interessi, e magari le due squadre in campo possono mettersi d'accordo per fare una combine (*Combine: Imbroglia, trucco; Nel linguaggio sportivo, accordo illecito col quale viene stabilito in anticipo tra i diretti interessati l'esito di una competizione*). Per essere sicuri sentiamo allora cosa dicono i commentatori, cioè l'accademia.

Secondo un'altra ricerca della Harvard Business School "le imprese con un buon rating in questioni materiali di sostenibilità hanno rendimenti nettamente superiori a quelle con un rating basso. Al contrario, le imprese che hanno ottenuto buoni rating su questioni di sostenibilità immateriali non superano in modo significativo le imprese che hanno ottenuto scarsi rating sulle stesse questioni" (*"Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality" - The Accounting Review, Vol. 91, No. 6, 2 dicembre 2016*).

E il proprietario dello stadio, che ne pensa? Nel febbraio 2017 il London Stock Exchange, capogruppo di Bor-

sa Italiana, ha lanciato una prima guida alla reportistica ESG per le società quotate (*"Revealing the full picture: Guide to ESG reporting"* - London Stock Exchange Group, gennaio 2018). In quella occasione il CEO Raffaele Jerusalemi ha affermato: "Questa guida si concentra in particolare sul miglioramento del dialogo e dei flussi di informazioni tra emittenti e investitori, che a loro volta andranno a vantaggio del mercato nel suo complesso, in quanto le buone pratiche in materia di ESG assumono un'importanza sempre maggiore nella catena degli investimenti".

La federazione e gli arbitri, infine, hanno già provveduto a cambiare le regole con la Direttiva Europea 2014/95 e la Dichiarazione Non Finanziaria descritte nel paragrafo 2, e si apprestano a farlo una seconda volta, andando decisamente in direzione della sostenibilità.

Se i giocatori, l'arbitro, lo stadio ed i commentatori dicono che ora si gioca in questo modo, potrebbe significare che sono tutti d'accordo, oppu-

re più semplicemente significa che le regole del gioco sono cambiate, e l'imprenditore può trarne vantaggio per far prosperare la propria azienda a prescindere da una quotazione in borsa.

Conclusioni

Alla luce dei dati e delle analisi presentate, nonché delle considerazioni svolte in merito alla sostenibilità negli investimenti e nell'attività di impresa, si possono trarre le seguenti conclusioni:

- A) Dal 2016 la metà degli investimenti finanziari in Europa segue uno o più criteri di sostenibilità. Le imprese che vogliono accedere al mercato dei capitali senza fornire informazioni al riguardo partono già escluse dal 50% del mercato e di conseguenza rischiano di avere un costo del capitale mediamente raddoppiato rispetto ai concorrenti. Al contrario, le imprese che forniscono informazioni sulla propria sostenibilità diventano visibili per una

serie di investitori focalizzati, che nel prossimo futuro saranno la norma.

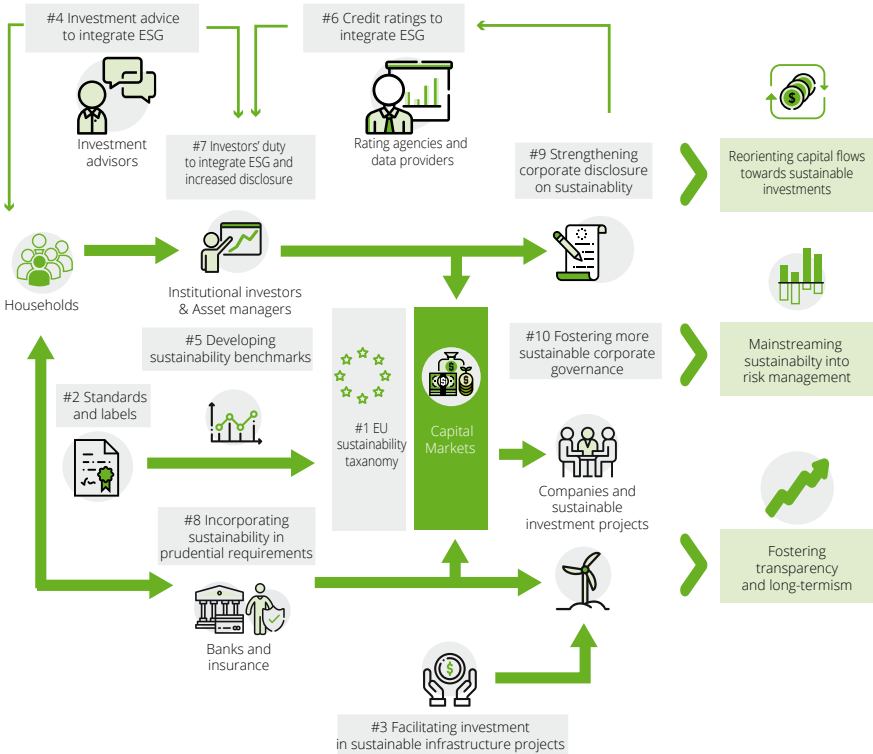
- B) L'Unione Europea è ben conscia di quanto sopra ed ha reagito di conseguenza, dando un minimo di regolamentazione alla fioritura caotica di report sulla sostenibilità, con l'obiettivo principale di preservare il libero accesso al mercato dei capitali per tutte le imprese. La previsione dell'adempimento volontario alla normativa è stata pensata proprio per permettere alle piccole e medie imprese di non rimanere svantaggiate rispetto a quelle più grandi. In secondo luogo, l'adesione volontaria permette alle piccole imprese di non correre il rischio di essere tagliate fuori dalle catene di fornitura delle imprese vincolate dalla normativa. Peraltro, la legislazione europea è già entrata in una seconda fase di evoluzione tramite il "Piano d'azione per finanziare la crescita

sostenibile" emanato dalla Commissione Europea (*Commissione Europea: Comunicazione 97 - 8 marzo 2018*), il quale prevede un rafforzamento della disclosure sulla sostenibilità aziendale mediante la revisione delle linee guida relative alle informazioni non finanziarie entro il secondo trimestre 2019 (Figura 1).

- C) Gli standard SASB sono lo strumento più indicato per integrare la sostenibilità in azienda, in quanto sono gli unici progettati avendo al centro le esigenze dell'impresa e degli investitori. Per l'impresa, gli standard SASB rivelano i dati numerici relativi al valore intangibile dell'azienda e che quindi hanno un effetto materiale sulla performance operativa e sulla condizione finanziaria, presente e futura. Per gli investitori, gli standard SASB forniscono le informazioni utili per prendere le decisioni d'investimento. Il tutto avviene senza modificare

Figura

Piano d'azione della Commissione Europea per finanziare la crescita sostenibile



Fonte: Action Plan: Financing Sustainable Growth, EC COM 97 2018

i processi decisionali esistenti e tramite il reperimento di informazioni in gran parte già presenti in azienda ma non utilizzate, permettendo un impiego minimo di risorse. Nel caso della DNF, gli

standard SASB permettono di coprire agevolmente tutti gli ambiti previsti dalla legge attingendo agli indicatori relativi al settore principale dell'azienda e, se necessario, a quelli dei settori limitrofi.

Finanziare una crescita sostenibile attraverso soluzioni di investimento responsabili

a cura di Thierry Bogaty (Head of Amundi SRI Expertise) e Julie Fardoux (Head of Amundi SRI External Relations)

La consapevolezza degli investitori a proposito del concetto di “sostenibilità” sta crescendo a tutti i livelli. L'interesse ad integrare aspetti ambientali, sociali e di governance (ESG) e per gli investimenti sostenibili non è mai stato così forte e unanime. Ci sono stati numerosi cambiamenti nelle politiche e nelle iniziative dei governi, che si sono allineate sia a livello locale che globale per costruire modelli di business più sostenibili, come dimostrano iniziative quali la conferenza sul clima di Parigi “Cop 21”, gli “obiettivi di sviluppo sostenibile” delle Nazioni Unite, il “Piano d'azione della Commissione europea” e via dicendo. I criteri ESG, allo stesso modo, si sono diffusi e sono diventati di prioritaria importanza per la maggior parte degli investitori che sono alla ricerca di rendimenti ma anche di soluzioni in grado di fornire un contributo positivo alla società. I giovani, in particolare la generazione dei millennial, non sono esclusi da questa tendenza, tutt'altro. Essendo, infatti, molto più consapevoli delle generazioni precedenti della necessità di realizzare investimenti in linea con i propri valori personali, incarnano il cambiamento di mentalità che è in corso. Lungi dall'essere una moda, la tendenza crescente verso quello che viene definito “investimento responsabile” risponde a una forte domanda che continuerà innegabilmente a crescere nei prossimi anni. Il concetto di “investimento responsabile” si basa su uno spettro molto ampio di concetti e linee guida: ESG, SRI, esclusioni, coinvolgimento, fondi tematici, fondi verdi e di impatto sociale. Come orientarsi in un universo così ampio di proposte e selezionare l'approccio appropriato, o un mix di essi, per realizzare un investimento dall'impatto ottimizzato? L'investimento responsabile può essere realizzato con diverse metodologie, poiché le motivazioni che spingono a questo tipo di soluzione possono essere molteplici. La scelta potrebbe derivare da un approccio: “value”, guidato dalla ricerca sull'impatto sociale e ambientale o motivato da considerazioni etiche o morali; collegato al concetto di “rischio”, con l'obiettivo di conseguire una gestione ottimale della rischiosità (reputazionale, operativa, finanziaria o regolamentare); focalizzato sul “rendimento” per beneficiare delle opportunità finanziarie legate alla transizione energetica, ad esempio; caratterizzato dal concetto del “dovere”, cioè una strategia di gestione che è in linea con il dovere fiduciario dell'investitore, gli obblighi legali o le convinzioni delle ONG più conosciute.

Per rispondere alle richieste relative a questi quattro “driver”, gli asset manager devono fornire una selezione di soluzioni finanziarie e operative, che possono essere combinate a vari livelli.

Tra gli approcci più diffusi, la strategia “best-in-class”, scelta da Amundi, consiste nel selezionare le aziende che meglio gestiscono il proprio profilo rischio/opportunità ESG per ciascun settore. Indicato come “screening positivo”, l'approccio best-in-class coinvolge la classificazione delle attività rispetto a specifici criteri ESG.

Concretamente, la griglia di analisi ESG di Amundi comprende 36 criteri, tra cui:

- 15 fattori generici, comuni a tutte le società indipendentemente dal loro settore, ad esempio consumo di energia, emissioni di CO₂, biodiversità, condizioni di lavoro, indipendenza del consiglio di amministrazione;

- 21 criteri specifici per settore, ad esempio il finanziamento verde per le banche, il marketing responsabile per l'industria farmaceutica ...

Utilizzando i rating ESG per sovra/sotto-pesare le società con le migliori/peggiori performance, il gestore può investire in tutti i settori, selezionando le società con i migliori punteggi ESG.

Anche il principio di "esclusione" rappresenta una strategia utile per integrare i fattori ESG. Questa strategia include approcci basati su norme (esclusione di emittenti che non rispettano norme o convenzioni internazionali) ed esclusioni settoriali che stanno diventando importanti per gli investitori, in considerazione di aspetti ambientali, sociali o etici: combustibili fossili, sabbie bituminose, armi, tabacco, alcol, ecc. In casi estremi l'esclusione può quindi essere uno strumento efficace per riflettere le convinzioni e per catalizzare il cambiamento. Tuttavia, se il disinvestimento da aziende che presentano caratteristiche tali da essere escluse dai portafogli ESG rimane una potente forma di "sanzione", al tempo stesso ciò implica che l'investitore rinuncia in questo modo alla possibilità di influenzare l'azienda o il settore.

In effetti, essere un operatore impegnato comporta la capacità di influenzare i comportamenti in futuro, instaurando un dialogo costruttivo tra azionisti e società e esercitando il diritto di voto nelle assemblee degli azionisti. L'impegno degli azionisti è una leva fondamentale per un investimento responsabile. In quest'ottica, il team di Amundi partecipa a circa 2600 assemblee degli azionisti e gestisce oltre 32000 delibere ogni anno. Inoltre, il dialogo tra società e azionisti su temi ambientali, sociali e di governance al di fuori delle assemblee va a vantaggio di entrambe le parti. Offre alle aziende l'opportunità di migliorare i propri modelli di business, misurandosi con i più alti standard del settore e consente agli azionisti di gestire meglio i propri rischi e opportunità di investimento. Sia che conducano a situazioni di contrasto o, al contrario, all'innovazione futura, le sfide ESG avranno un potenziale impatto sulla valutazione degli emittenti.

L'area, molto ampia, degli "investimenti responsabili" comprende anche la gamma degli investimenti responsabili di tipo tematico: quest'ultima rappresenta una risposta per investitori a lungo termine che cercano di convertire i rischi ESG in rendimento, con l'obiettivo di combinare le performance finanziarie con un impatto concreto e positivo rispetto alle grandi sfide ambientali e sociali. I fondi tematici consentono di concentrarsi su questioni ambientali e di cambiamento climatico, attraverso soluzioni a bassa emissione di anidride carbonica, strategie azionarie e green bonds, fondi in attività reali per finanziare la transizione energetica. All'interno di questa gamma troviamo anche i "fondi a impatto sociale", che sono stati i primi ad offrire un approccio che riunisce esplicitamente obiettivi di performance finanziaria e un impatto sociale misurabile, oltre a contribuire allo sviluppo di nuove aree dell'economia.

Qualche parola, per concludere, sulle prossime pietre miliari per la finanza sostenibile. Gli obiettivi di sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite, in un contesto finanziario, incoraggiano la canalizzazione del capitale verso le società le cui attività contribuiscano ad avere un impatto sociale e ambientale positivo. In Europa, le recenti raccomandazioni della Commissione europea per un finanziamento sostenibile si tradurranno presto in azioni concrete in termini di doveri degli investitori, classificazione delle risorse sostenibili, benchmark collegati a ridotte emissioni di anidride carbonica, così come attività di advisory in materia di sostenibilità a reti bancarie e assicurazioni. Ci troviamo, oggi, in una fase in cui il settore finanziario è visto come un attore potente per un'economia più verde e più sostenibile.

CAPITOLO 8
IL REPORT DI IMPATTO
DELL'ANALISI
EXTRA-FINANZIARIA
SUGLI OBIETTIVI DI
SVILUPPO SOSTENIBILE
DELLE NAZIONI UNITE

di Marina Pardini

Un numero crescente di investitori integra fattori ambientali, sociali e di governance (ESG) nella gestione degli investimenti e pubblica la propria posizione rispetto a tematiche inerenti lo sviluppo sostenibile. Tale tendenza è avvalorata da studi accademici sulla relazione tra performance ESG e performance finanziaria che hanno evidenziato nella maggior parte dei casi una correlazione positiva tra le due misure di performance (*Brooks, Oikonomou, "The effects of environmental, social and governance disclosures and performance on firm value: A review of the literature in accounting and finance", 2017*

Friede, Busch & Bassen "ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies", 2015).

La strategia in più rapida crescita tra quelle che integrano fattori ESG, anche se la più piccola in termini di masse gestite, è quella dell'impact investing, che ha registrato una crescita del 146% tra il 2014 e il 2016 (*Global Sustainable Investment Al-*

liance (GSIA), "Global Sustainable Investment Review", 2016). Questa strategia si pone l'obiettivo di generare un impatto socio-ambientale positivo e misurabile, assieme a un ritorno finanziario, ad esempio attraverso investimenti in microfinanza, social housing, green o social bond. Per loro natura i fondi di impact investing rendicontano le proprie performance socio-ambientali al fine di dimostrare la creazione dell'impatto positivo prefissato. La rendicontazione avviene secondo metriche stabilite in fase di costruzione del fondo e attraverso sistemi di raccolta dati ad hoc che recepiscono informazioni non pubbliche direttamente dalle società investite, di norma non quotate. Al contrario, nel caso di investimenti in società quotate con integrazione di elementi ESG, generalmente la performance dell'investimento è ancora misurata a posteriori seguendo metriche economico-finanziarie basate su rendimento e rischio. L'ipotesi è che l'integrazione di fattori ESG nella costruzione del portafoglio di un

fondo sostenibile e responsabile (*Assogestioni, l'associazione italiana dei gestori del risparmio, definisce "sostenibile e responsabile un fondo che sulla scorta di una propria definizione operativa del concetto di responsabilità ha una politica di investimento che vieta l'acquisto di un insieme di titoli e/o privilegia l'acquisto di titoli sulla base di analisi che integrano criteri ambientali, sociali e di buon governo (ESG) all'analisi finanziaria. [...]"* - http://www.assogestioni.it/ass/library/78/classificazione_fondi_sostenibili_ottobre_2017.pdf) determini una performance ESG più alta rispetto a portafogli che non prendono in considerazione tali fattori nella fase di selezione. Tuttavia, il mondo dei fondi sostenibili e responsabili ha sviluppato un insieme di approcci ampio e variegato, pertanto, verificare le performance di questi fondi, adottando anche variabili di tipo ESG, può risultare utile al fine di determinare la qualità dell'analisi extra finanziaria e il suo contributo nel determinare la composizione del portafoglio. Alcune

società di gestione hanno iniziato a sviluppare metodi per il calcolo della performance ESG dei loro portafogli. I risultati di tali analisi sono pubblicati nei cosiddetti report d'impatto.

Aumento della domanda di report di impatto

Gli asset manager stanno assistendo a una crescente domanda di informazioni sull'impatto non finanziario degli investimenti, sia da parte degli investitori istituzionali che delle autorità (https://www.msci.com/documents/1296102/0/PRI_MSCI_Global-Guide-to-Responsible-Investment-Regulation.pdf/ac76bbbd-1e0a-416e-9e83-9416910a4a4b). Alcuni fondi pensione, come PFZW (<https://www.pfzw.nl/Documents/About-us/Annual%20report%20responsible%20investment%202017.pdf>), Cbus (<https://www.cbussuper.com.au/content/dam/cbus/files/governance/reporting/Annual-Integrated-Report-2016.pdf>), AP2 (<http://www.ap2.se/globalassets/nyheter-och-rapporter/arsredovisningar/>

annual-report-and-sustainability-report-2017.pdf) e Local Government Super (<https://www.lgsuper.com.au/assets/Documents/riSnapshot2017.pdf>), hanno già iniziato a misurare e rendicontare ai loro beneficiari l'impatto degli investimenti. Parallelamente, sono emerse spinte in tale direzione da parte dei regolatori. Nel 2015, il Dipartimento del lavoro degli Stati Uniti, responsabile della regolamentazione dei regimi pensionistici volontari, ha fornito indicazioni circa la legittimità degli interessi dei sottoscrittori dei fondi pensione per le questioni ambientali e sociali, oltre che per i rendimenti finanziari (<https://www.dol.gov/newsroom/releases/ebsa/ebsa20151022>). Sempre nel 2015, la Francia è diventata il primo Paese a introdurre l'obbligo per gli investitori istituzionali di rendicontare l'impatto dei propri investimenti sui cambiamenti climatici (https://ec.europa.eu/environment/ecoap/about-eco-innovation/business-fundings/investors-assess-climate-risk-france_en).

Gli investitori istituzionali e i loro regolatori stanno iniziando a guardare all'impatto non finanziario degli investimenti in quanto il legame tra prestazioni sociali e ambientali e rendimenti finanziari a lungo termine è sempre più evidente. Ad esempio, inizia a diffondersi l'idea che l'integrazione dei fattori ESG nel processo d'investimento rientri tra i fiduciary duties (*Si tratta degli obblighi fiduciari di un prestatore di servizi finanziari nei confronti, ad esempio, degli investitori, dei titolari di depositi o dei titolari di polizze*) degli investitori istituzionali (<https://www.ipe.com/news/esg/eu-considering-sustainable-investing-as-fiduciary-duty-for-investors/www.ipe.com/news/esg/eu-considering-sustainable-investing-as-fiduciary-duty-for-investors/10021736.fullarticle>). Ciò è particolarmente rilevante per gli universal owner, i grandi investitori istituzionali le cui partecipazioni sono così vaste e diversificate da costituire una parte significativa della finanza nel suo insieme e che quindi hanno interesse a mantene-

re una economia stabile, ben funzionante e un buon sistema sociale, ambientale ed economico. Infatti, le "esternalità" negative di alcune aziende, ad esempio in relazione al cambiamento climatico o all'esaurimento delle risorse, possono influenzare i loro rendimenti aumentando i rischi per il sistema economico e generando maggiori costi per i governi e le altre aziende, per esempio in materia di salute, sicurezza o protezione ambientale.

Un framework comune: gli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile

Gli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (SDGs, Sustainable Development Goals - <https://www.unric.org/it/archivo-sdgs>) sono 17 obiettivi fissati in relazione a temi importanti per lo sviluppo internazionale, raggiungibili attraverso la combinazione di crescita economica, inclusione sociale e tutela dell'ambiente. Gli obiettivi fanno parte del programma d'azione verso il 2030, sottoscritto nel settembre 2015 dai governi dei 193 Paesi

membri dell'ONU. Rispetto ai Millennium Development Goals, vale a dire gli obiettivi definiti dalle Nazioni Unite nel 2000, il settore privato viene maggiormente coinvolto. Il ruolo del settore privato per il raggiungimento dei 17 SDGs è considerato fondamentale: l'agenzia delle Nazioni Unite UNCTAD ha stimato il contributo necessario da parte del settore privato in 1,4 mila miliardi di dollari l'anno a livello globale (http://unctad.org/en/PublicationChapters/wir2014ch4_en.pdf).

Gli SDG delle Nazioni Unite forniscono un quadro ideale per l'identificazione, la misurazione e la quantificazione dell'impatto positivo delle aziende in tutto il mondo. Data la loro natura globale, gli SDG sono già il riferimento di numerosi fondi di investimento.

PME, il fondo pensione olandese per l'industria metalmeccanica ed elettrica, nel marzo 2017 si è impegnato a investire il 10% del proprio portafoglio in linea con gli SDG. In Germania, il gestore Union Investment a inizio

2018 ha lanciato "Uninstitutional SDG Equities fund", un fondo dedicato agli SDG per gli investitori istituzionali che investe in società che abbiano più del 50% dei ricavi esposti ai temi degli SDG (<http://www.union-investment.it/home/Competencies/Responsible-Investment/SDG-Fund.html>).

Alla luce dello sviluppo di fondi dedicati agli SDG, , non solo di impact investing, è sempre più chiaro che essi hanno il potenziale per diventare il riferimento a livello globale per la misurazione dell'impatto degli investimenti.

L'Investment Leaders Group (ILG), una rete globale di fondi pensione, assicuratori e gestori patrimoniali impegnati a promuovere la pratica di investimenti responsabili, facilitata dal Cambridge Institute for Sustainability Leadership (CISL) e sostenuta da accademici dell'Università di Cambridge, ha pubblicato un paper sulla metodologia raccomandata agli investitori per misurare l'impatto sugli SDG dei propri inve-

stimenti (<https://www.cisl.cam.ac.uk/business-action/sustainable-finance/investment-leaders-group/reporting-investment-impact>). In parallelo, la Dutch SDG Initiative ha pubblicato, per ciascun SDG, una lista di indicatori da utilizzare per misurare l'esposizione delle società in portafoglio ai 17 obiettivi (https://www.dnb.nl/en/binaries/SDG%20Impact%20Measurement%20FINAL%20DRAFT_tcm47-363128.PDF?2018020717).

La reperibilità, la qualità e la granularità dei dati di input, da utilizzare per la misurazione degli indicatori di impatto, rimane l'ostacolo principale alla misurazione delle performance di impatto. Recentemente, alcuni data provider come Bloomberg e Trucost, hanno lanciato dei tool per lo screening dei titoli in base all'esposizione delle società ai 17 SDG (<https://www.trucost.com/trucost-news/sdg-evaluation-tool-launched-by-trucost/>). Anche se la copertura di tale analisi potrebbe essere, almeno inizialmente, bassa rispetto al portafoglio dei singoli fondi (secondo un recente

studio di KPMG, solo 4 società su 10 tra le più grandi al mondo per capitalizzazione forniscono un riferimento agli SDG nei propri report aziendali), è ragionevole aspettarsi un notevole sviluppo nella diffusione di tali rendicontazioni nei prossimi anni, ed un conseguente aumento della reperibilità dei dati che faciliterà gli investitori nella misurazione e pubblicazione di metriche di impatto, anche per i fondi non appartenenti alla categoria dell'impact investing.

Case study: L'impatto di un fondo italiano sostenibile e responsabile

Nel 2017, una società di gestione italiana che istituisce, promuove e gestisce esclusivamente fondi comuni di investimento sostenibili e responsabili, ha pubblicato il primo Report di Impatto che mette a confronto le performance ESG delle società presenti nel suo fondo azionario (di seguito "Fondo") con quelle presenti nell'ETF iShares MSCI ACWI (di seguito "Mercato di riferimento" o "Merca-

to"). Il Fondo esclude l'acquisto di un insieme di titoli e privilegia l'acquisto di titoli sulla base di analisi che integrano criteri ambientali, sociali e di buon governo (ESG) all'analisi finanziaria. L'ETF è stato scelto come proxy del Mercato di riferimento, che non integra fattori ESG per la definizione delle società che ne fanno parte. L'obiettivo dell'analisi è stato quello di verificare l'ipotesi che le performance ESG del Fondo risultassero migliori di quelle del Mercato di riferimento.

Metodologia

Nella prima fase di analisi, sono state ricercate fonti di indicatori ESG che avessero un riferimento con le tematiche degli SDGs, che contenesero informazioni su società quotate diverse da quelle di norma utilizzate nelle analisi che concorrono alla selezione dei titoli nel Fondo, per evitare di utilizzare ex post gli stessi indicatori usati per la selezione ex ante. Ulteriori fattori di scelta sono stati la disponibilità e l'aggiornamento dei dati, ovvero si sono ricercati indica-

tori disponibili anche negli anni avvenire con un aggiornamento almeno annuale.

Nella seconda fase, una volta raccolte le fonti rilevanti, sono stati individuati gli indicatori proposti da ciascuna fonte, a cui è stata assegnata una corrispondenza con le dimensioni E, S, o G e con gli SDGs. Ad esempio, l'indicatore "Società con una presenza femminile in CdA del 20% o maggiore" è stato collegato con la dimensione G (Governance) e l'SDG 5, Gender Equality. Queste prime due fasi hanno portato alla definizione di 122 indicatori.

Nella terza fase, sono stati isolati gli indicatori con una copertura di almeno il 70% delle società in portafoglio, sia per il Fondo che per il Mercato di riferimento, fatta eccezione per gli indicatori legati al cambiamento climatico, per i quali è stata considerata sufficiente una copertura pari al 67%, data la rilevanza del tema. La terza fase ha portato alla definizione di 57 indicatori coerenti con gli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (20 ambientali,

13 sociali e 24 di governance). Gli indicatori che hanno superato entrambe le fasi di selezione sono basati su dati reperiti principalmente da due fonti: Bloomberg e CDP (già Carbon Disclosure Project) e si riferiscono al 31/12/2016. Sono stati poi elaborati in modo da misurare la percentuale di società presenti nei due portafogli che soddisfano un determinato criterio. Tale elaborazione è stata resa necessaria dalle dimensioni significativamente diverse dei due portafogli: al 31/12/2016 il Fondo contava 118 emittenti, il Mercato di riferimento 1.322.

L'impatto per ciascun indicatore è stato calcolato come delta tra la percentuale di società che soddisfano un determinato criterio nel Fondo (a) e la stessa percentuale per il Mercato di riferimento (b), ovvero:

$$\text{delta}=(a-b)/a.$$

Risultati per singolo SDG

Tra i 57 indicatori considerati, l'analisi si è concentrata su quelli legati

ad Obiettivi di Sviluppo Sostenibile con un elevato livello di materialità indiretta, come definiti dalla Politica di Responsabilità Sociale della SGR, e strategici per l'attività di dialogo con le aziende realizzata dal Fondo (*Il Fondo, oltre ad integrare l'analisi di criteri ESG, si caratterizza anche per le attività di engagement, una strategia di investimento sostenibile e responsabile riconosciuta a livello internazionale e che mira a stimolare comportamenti sostenibili e responsabili da parte delle aziende nel medio-lungo periodo attraverso il dialogo con il management dell'impresa e l'esercizio dei diritti di voto*). Questo al fine di approfondire l'impatto ESG del Fondo sui temi dichiarati come maggiormente materiali dalla SGR. In conseguenza, nel report d'impatto del Fondo sono stati pubblicati i risultati relativi agli indicatori legati agli SDG di seguito riportati.

SDG 5: Raggiungere l'uguaglianza di genere ed emancipare tutte le donne e le ragazze

La percentuale di società che hanno pubblicato il proprio impegno proattivo per garantire la non discriminazione nei confronti di qualsiasi tipo di gruppo demografico (tra cui età, razza, genere, religione e etnia) nei processi di assunzione, promozione o retribuzione, risulta essere molto alta sia nel Fondo (79%) che nel Mercato di riferimento (70%), con un delta del 13% (si ricorda che il delta è calcolato applicando la formula: $\text{delta}=(a-b)/a$). In termini di applicazione di tali politiche, a livello di Consiglio di Amministrazione, è stato riscontrato un più alto tasso di rappresentatività delle donne nelle società del Fondo (57%) rispetto al Mercato di riferimento (44%), ovvero un delta del 30%. A livello dirigenziale, il delta sulla presenza femminile si è confermato più alto per il Fondo, ma in misura minore rispetto all'indicatore precedente, con un delta del 7%. Da osservare che la rappresentatività a livello dirigenziale è quasi la metà rispetto all'indicatore del CdA. Questa dinamica può essere stata influenzata dalle recenti

normative che in diversi Paesi, tra cui l'Italia (*Legge 120/2011 Golfo-Mosca*), obbligano le società ad assicurare un certo livello di rappresentatività alle donne nei CdA, le cosiddette "quote rosa".

SDG 8: Incentivare una crescita economica duratura, inclusiva e sostenibile, un'occupazione piena e produttiva ed un lavoro dignitoso per tutti

L'obiettivo 8 ha uno scopo ampio: dall'incentivare una crescita economica duratura, inclusiva e sostenibile e un'occupazione piena e produttiva, al promuovere un lavoro dignitoso per tutti. Per tale motivo, sono stati ricondotti a tale obiettivo numerosi indicatori afferenti ai diritti dei lavoratori e ai sistemi di gestione, che garantiscono il monitoraggio degli stessi.

Nell'ambito dei diritti dei lavoratori, la tutela della salute e sicurezza ricopre un ruolo centrale. La percentuale di aziende che hanno riconosciuto i propri rischi e responsabilità e si im-

pegnano a migliorare la gestione di questi aspetti è molto elevata sia nel Fondo (79%) che nel Mercato (70%), con un delta del 13%. L'alto livello di diffusione di tale criterio può essere connesso ai requisiti legali previsti nei diversi Paesi su questa tematica.

Un delta positivo superiore al 30% si registra in relazione agli impegni formali presi dalle società per prevenire il lavoro minorile nelle proprie attività produttive e più in generale per il rispetto dei diritti umani delle persone con cui lavora, siano essi dipendenti, collaboratori o appaltatori. Tale risultato è confermato dall'indicatore sull'adesione a UN Global Compact (*UN Global Compact è un'iniziativa delle Nazioni Unite nata per incoraggiare le aziende di tutto il mondo ad adottare politiche sostenibili e nel rispetto della responsabilità sociale d'impresa e per rendere pubblici i risultati delle azioni intraprese. È una cornice che riunisce dieci principi nelle aree diritti umani, lavoro, sostenibilità ambientale e anti-corruzione. 6 dei 10 principi si riferiscono al*

rispetto dei diritti umani e dei diritti dei lavoratori, tra cui l'eliminazione del lavoro minorile o forzato, il riconoscimento dei diritti di libertà di associazione e l'eliminazione di qualsiasi discriminazione sul lavoro).

Per approfondire quanto l'attenzione a queste tematiche sia estesa alla catena di fornitura, è stato individuato un indicatore sulle iniziative intraprese dalle società per prevenire eventuali violazioni dei diritti umani lungo la catena di fornitura (ad esempio le cattive condizioni di lavoro, l'uso di lavoro minorile o forzato, la mancanza di un salario dignitoso, equo o minimo). In questo caso, la differenza tra le società nel Fondo e nel Mercato è più netta, con un delta del 44%.

In relazione al monitoraggio del rispetto di leggi e codici interni all'azienda, uno dei sistemi più diffusi per la segnalazione di una presunta violazione, anche in ambito dei diritti umani, è il whistleblowing. Questo sistema consente ad un individuo, sia esso un dipendente, un fornitore o un altro soggetto esterno, di segna-

lare episodi di violazione in forma anonima. Dai risultati di questo indicatore emerge come l'adozione di politiche per la gestione dei sistemi di whistleblowing sia ormai ampiamente diffusa nel Mercato. Infatti, il Fondo registra un 68% di diffusione rispetto al 69% del Mercato di riferimento, per un delta di -1%.

Nell'ambito della promozione dell'occupazione e della crescita economica, è stata stimata la percentuale di società che hanno registrato un aumento della forza lavoro, rispetto all'anno precedente. Il risultato è stato mediamente positivo, con un delta del 24% rispetto al Mercato di riferimento.

Infine, risulta poco significativo l'indicatore sulle società che hanno dimostrato un impegno a livello di gruppo per garantire il pagamento di una retribuzione equa, ad esempio sotto forma di salario minimo, per garantire una vita dignitosa, a seconda del Paese di attività. Non tutti i Paesi nel mondo prevedono per legge un salario minimo e anche dove è stabilito, a

volte, esso non è sufficiente a garantire una vita dignitosa. Alcune società definiscono in modo volontario un salario minimo per Paese, in modo da garantire adeguati standard di vita ai propri dipendenti. Tuttavia, i risultati mostrano una bassa diffusione di tale pratica, la percentuale si attesta, infatti, al 2% sia per il Fondo che per il Mercato.

SDG 12: Garantire modelli sostenibili di produzione e di consumo

In termini di uso efficiente delle risorse, la percentuale di società impegnate nella riduzione dei rifiuti delle proprie attività è risultata particolarmente alta nel Fondo, 74%, per un delta del 30% rispetto al Mercato, che comunque registra oltre 1 società su 2 impegnata su questo fronte.

Più bassi, invece, sono i livelli di diffusione di iniziative per la riduzione dei propri impatti ambientali, derivanti dal packaging e dagli uffici tra le società del Mercato. Nonostante le società del Fondo presentino valori rispettivamente del 27% e 42%,

i delta risultano particolarmente elevati: 80% e 50%. Per l'indicatore sul packaging ecosostenibile, l'allocazione settoriale, in particolare il sovrappeso del settore industrial nel Fondo, potrebbe aver favorito un delta così ampio, in quanto per i settori non industrial tale attività potrebbe risultare non materiale. Per il delta sulla costruzione di uffici ecocompatibili, invece, non è evidente una differenza settoriale.

SDG 13: Promuovere azioni, a tutti i livelli, per combattere il cambiamento climatico

Per questo tema, l'analisi si è focalizzata sui dati resi disponibili da CDP, che ogni anno raccoglie informazioni, attraverso dei questionari ad hoc, sulla gestione delle emissioni di gas climalteranti da parte delle maggiori società quotate in tutto il mondo.

Dall'analisi di questi dati è emerso che l'86% delle aziende del Fondo hanno definito dei target, in termini assoluti o di intensità, per la riduzione delle proprie emissioni Scope 1 e

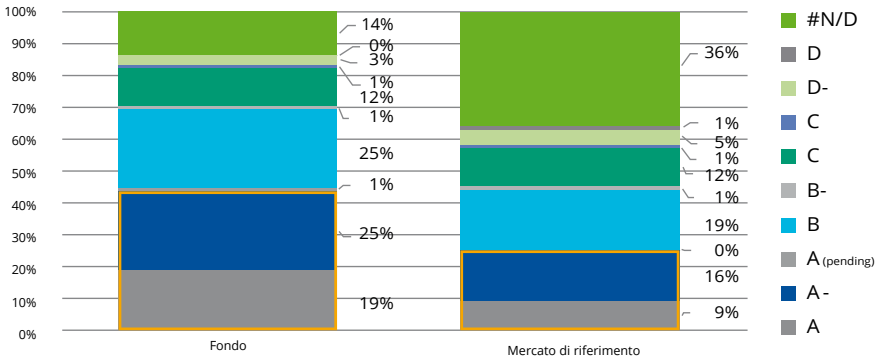
2 (Le emissioni prese in considerazione nel calcolo delle metriche legate al cambiamento climatico sono le emissioni definite Scope 1 e Scope 2, ovvero le emissioni dirette di una società e quelle indirette prodotte per la generazione di energia consumata dalla società. Tale classificazione segue lo standard internazionale GHG Protocol. <https://ghgprotocol.org/sites/default/files/standards/ghg-protocol-revised.pdf>), contro il 57% del Mercato di riferimento, per un delta del 51%. Il dato fornisce un'indicazione sia sull'impegno delle aziende in portafoglio a ridurre il proprio impatto, sia sulla carbon footprint futura del portafoglio, immaginando di continuare ad investire nelle stesse aziende nel medio-lungo termine.

Inoltre, per le società che dichiarano di aver definito dei target per il futuro, è stato possibile individuare quante di queste avessero utilizzato, nella definizione e validazione dei propri obiettivi, le metodologie codificate dall'iniziativa Science-Based target, supportata tra gli altri da CDP, WWF

e World Resources Institute (<http://sciencebasedtargets.org/>). L'obiettivo dell'iniziativa è incentivare l'utilizzo di metodologie scientifiche che assicurino un allineamento dei target di riduzione fissati dalle società con l'impegno dell'accordo di Parigi di mantenere l'aumento delle temperature globali entro 1,5° C. Dell'86% delle società del Fondo che hanno dichiarato di aver definito dei target per il futuro, il 20% ha dichiarato che essi sono "Science-Based", contro il 17% nel Mercato (rispetto a un dato di partenza del 57%), per un delta del 18%. Inoltre, il 66% delle aziende nel Fondo ha dichiarato a CDP di sviluppare prodotti "low carbon", ovvero prodotti che permettono una riduzione delle emissioni di gas ad effetto serra, contro il 47% del Mercato, per un delta del 40%. Ci sono vari modi con cui una azienda può pensare di creare un prodotto o un servizio "low carbon", ovvero il cui utilizzo da parte dei suoi clienti possa portare ad una riduzione delle emissioni di gas a effetto serra. Ad esempio, una società

Figura 1

Performance delle società sulla gestione dei rischi climatici (CDP score)



Fonte: dati CDP, elaborazione Etica SGR

edile potrebbe considerare come prodotto “low carbon” l’installazione di sistemi di isolamento che riducono il consumo di gas per riscaldare l’edificio, con la conseguente riduzione delle emissioni. Analogamente, una società di consulenza che fornisce servizi in materia di efficienza energetica o una azienda che produce un prodotto con requisiti di consumo energetico più bassi rispetto a prodotti equivalenti sul Mercato sono da considerarsi come società che forniscono prodotti “low carbon”.

Al fine di avere una visione complessiva anche della performance delle società sulla gestione dei rischi climatici, è stato esaminato il “CDP score”, ovvero la valutazione assegnata da CDP alle società che hanno risposto al questionario Climate Change inviato dall’istituto nel 2016. La valutazione varia da un massimo di A ad un minimo di D. I fattori presi in esame

ai fini della valutazione sono: il grado di completezza delle risposte fornite, la consapevolezza dei rischi e degli impatti del cambiamento climatico sul business, le misure intraprese per affrontare i problemi ambientali e la leadership dimostrata in questo ambito. L’indicatore ha registrato un delta molto ampio, pari all’80%, infatti, mentre nel Fondo circa 1 azienda su 2 ottiene uno score pari ad A, per il Mercato solo 1 su 4.

Di seguito il dettaglio della distribuzione dei CDP score per le società del Fondo e del Mercato. Dal grafico si nota una differenza anche nel tasso di società con una valutazione non disponibile (#N/D). Le società che non rispondono al questionario CDP sono, infatti, il 36% nel Mercato contro solo il 14% del Fondo.

SDG 15: Proteggere, ripristinare e favorire un uso sostenibile dell’ecosistema terrestre

Nel Fondo, il 42% delle società ha implementato iniziative per tutelare la biodiversità, ovvero per la salvaguardia di alberi e vegetazione, nonché di specie selvatiche e in via di estinzione. Nel Mercato tale percentuale si attesta al 31%, con un delta del 35%. Più alto il delta per l'indicatore più generale che riguarda l'introduzione di sistemi di gestione della qualità ambientale: 52%. I sistemi di gestione della qualità ambientale sono un importante strumento per analizzare e migliorare le performance ambientali delle proprie attività e servizi. Essendo degli strumenti volontari, possono seguire standard internazionali, come la Norma UNI EN ISO 14001:2004 o essere sviluppati internamente dalla società. Per verificare se l'attenzione all'ambiente, oltre ad essere applicata internamente, sia promossa anche lungo la catena di fornitura, è stata valutata la percentuale di società attente a ridurre l'impatto ambientale dei propri fornitori. I risultati mostrano che sono di più rispetto a quelle sensibili alla temati-

ca ambientale per le proprie attività: il 5% in più nel caso del Fondo e il 7% in più nel Mercato. Questo risultato è giustificato dal fatto che per società che offrono servizi o in cui le attività produttive sono esternalizzate, è più rilevante monitorare l'impatto ambientale indiretto, ovvero dei fornitori, che l'impatto ambientale diretto. In linea con l'indicatore sull'attenzione all'impatto ambientale diretto, anche quello indiretto mostra un delta positivo, che si attesta al 41%.

Risultati aggregati

Al fine di ottenere una visione di insieme della performance del Fondo rispetto al Mercato di riferimento, i delta dei 57 indicatori sono stati sintetizzati in una media semplice degli indicatori afferenti alla sfera ambientale, sociale e di governance. A scopo illustrativo, si riporta la formula utilizzata per l'indicatore sintetico dell'area ambiente:

$$\text{Delta medio ambiente} = \frac{\sum_{i=1}^{20} (\text{delta}_i)}{20}$$

Di seguito una tabella con i risultati sintetici delle 3 macro aree:

Macro aree	Delta medio
Ambiente (E)	43%
Sociale (S)	28%
Governance (G)	21%

Da tale sintesi si evince che l'impatto ESG delle società nel Fondo risulta mediamente superiore a quello delle società presenti nel Mercato di riferimento. In particolare, il delta medio più alto è registrato per gli indicatori afferenti alla sfera ambientale.

Focus Cambiamento Climatico

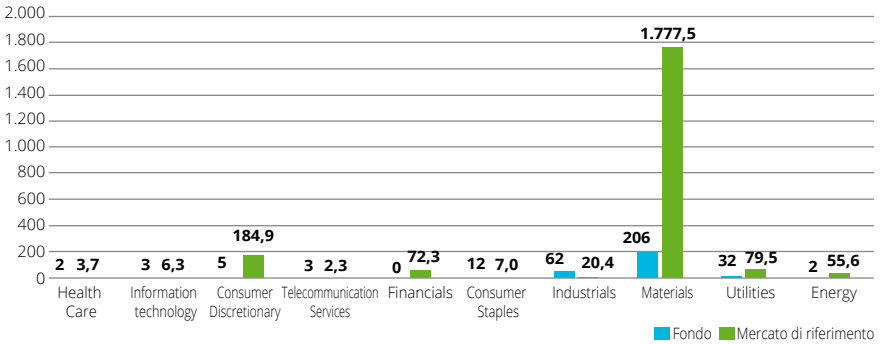
Nel 2015, la SGR ha aderito al Montréal Carbon Pledge, un'iniziativa rivolta agli investitori che prevede l'impegno degli aderenti a misurare e rendicontare su base annuale le emissioni delle aziende inserite nei propri portafogli azionari. La metodologia utilizzata per l'analisi delle emissioni è simile a quella adottata per le metriche di impatto. La formulazione degli indicatori varia per la necessità

di misurare le performance sotto diversi punti di vista, andando oltre alla percentuale di società che superano un determinato criterio. Tale analisi è resa possibile grazie ai dati forniti da CDP (già Carbon Disclosure Project). Le metriche utilizzate sono quelle che negli ultimi anni si sono maggiormente diffuse tra gli investitori e che nel 2017 sono state inserite tra gli indicatori riconosciuti dalla Task Force sulle Comunicazioni Finanziarie legate al clima (TCFD - <https://www.fsb-tcfd.org/about/>). La TCFD è stata istituita dal Financial Stability Board (FSB) per sviluppare e divulgare delle raccomandazioni sulla rendicontazione finanziaria in ambito cambiamento climatico per il settore finanziario e per i settori più impattanti in termini di emissioni (Energia, Trasporti, Materiali & Edilizia, Agricoltura, Cibo e Prodotti forestali). La metrica privilegiata dalla TCFD è la media pesata della carbon intensity delle società in portafoglio (Weighted Average Carbon Intensity), calcolata secondo la seguente formula:

$$\text{Weighted Average Carbon Intensity} = \sum_{i=1}^n \left(\frac{\text{current value of investment}_i}{\text{current portfolio value}_i} \times \frac{\text{issuer's Scope 1 and Scope 2 GHG emissions}_i}{\text{issuer's \$M revenue}_i} \right)$$

La carbon intensity corrisponde al livello medio di emissioni che un'azienda rilascia per produrre uno stesso valore di beni o servizi. L'intensità di carbonio di un'azienda può essere calcolata come il rapporto tra le emissioni (Scope 1 + Scope 2 - *Per la difficoltà nel reperimento delle informazioni e problemi nell'uniformità dei dati e di eventuali doppi conteggi, sono escluse dal calcolo le emissioni Scope 3, ovvero tutte le emissioni di gas a effetto serra connesse all'attività dell'azienda che non rientrano né nello Scope 1 né nello Scope 2, come le emissioni relative alla catena di fornitura e all'utilizzo dei beni prodotti*) generate e le unità prodotte, i dipendenti o più spesso, come in questo caso, i ricavi. La carbon intensity rispetto ai ricavi consente di comparare le performance di diverse aziende in termini di emissioni necessarie a generare un'unità di ricavi. Essa mostra il grado di efficienza nelle emissioni che le aziende hanno

rispetto alla loro produttività e consente di capire l'intensità di carbonio emessa dalle aziende di un determinato settore rispetto a un benchmark di riferimento. La metrica utilizzata pondera la carbon intensity di ciascuna società in portafoglio, in base al peso della stessa in portafoglio. In questo modo l'indicatore consente di osservare l'effetto dell'asset allocation e dello stock picking sull'intensità carbonica del portafoglio. Infatti, se il portafoglio premia, con un sovrappeso, le società più efficienti in termini di emissioni, ovvero quelle società con livello più basso di emissioni per unità di ricavo, la carbon intensity del portafoglio così ponderata risulterà minore. I limiti maggiori da tenere in considerazione sono che l'indicatore è influenzato da possibili outlier e che l'intensità calcolata in base al fatturato delle società tende a favorire le società con margini più alti rispetto ai propri peers. Il risultato per il Fondo è di 334,38 tCO_{2e} e (CO_{2e} (CO₂ equivalenti) è un'unità standard per misurare l'impronta di carbonio che rappresenta l'impatto

Figura 2**Distribuzione settoriale della carbon intensity**

Fonte: dati CDP, elaborazione Etica SGR

di ogni diverso gas serra (compresi metano, ozono e ossidi di azoto) in termini di quantità di CO₂ necessaria per creare gli stessi effetti climateranti. In questo modo è possibile paragonare tra di loro gas diversi, quando si considera il loro contributo all'effetto serra. Il calcolo della CO₂ e dipende dai fattori di conversione adottati) / € mln, per un delta del -85% rispetto al valore del Mercato. A differenza dei delta mostrati in precedenza, per gli indicatori legati al cambiamento climatico, il delta negativo è da considerarsi come impatto positivo, in quanto all'aumentare delle emissioni generate, l'effetto sull'ambiente è negativo. La distribuzione settoriale dei risultati, riportata nella Figura 2, mostra come le aziende nel Fondo registrano una performance migliore rispetto a quella del Mercato, in termini di carbon intensity, ad eccezione dei settori consumer staples e industrials. Tale risultato può essere determinato sia dalla

presenza nel Mercato di riferimento di aziende escluse dal Fondo perché coinvolte in attività controverse, sia dalla diversa composizione del Mercato in termini di sotto settori. Si segnala inoltre che circa l'80% della sotto performance del Mercato è dettata dalla carbon intensity dei constituents del settore materials. Tale risultato non sorprende in quanto il contributo del settore materials incide in modo significativo anche in termini di emissioni assolute (per questo si rimanda all'indicatore seguente "totale emissioni attribuibili"). Una seconda metrica utilizzata, per il confronto delle performance sul cambiamento climatico del Fondo con il Mercato di riferimento, è quella delle emissioni totali attribuibili alle aziende in portafoglio. La metrica è calcolata secondo la seguente formula riportata dalla TCFD:

$$\text{Total Carbon Emissions} = \sum_{i=1}^n \left(\frac{\text{current value of investments}_i}{\text{issuer's market capitalization}_i} \times \text{issuer's Scope 1 and Scope 2 (GHG) emissions}_i \right)$$

Le emissioni totali attribuibili alle aziende in portafoglio corrispondono al livello totale delle emissioni di CO₂e delle società inserite in portafoglio pesate per le azioni detenute dal portafoglio rispetto al totale. Le emissioni di ciascuna società vengono divise per il numero di azioni in circolazione di quella azienda e moltiplicate per il numero di azioni detenute in portafoglio. Le emissioni totali attribuibili del Fondo risultano 63.400 tonnellate di CO₂e contro le 1.186.520,14 del Mercato di riferimento. Le emissioni totali risultano significativamente diverse, in quanto calcolate come emissioni totali Scope 1 e 2 degli emittenti, pesate per la percentuale di quote detenute in ciascun emittente dal portafoglio, in base rispettivamente al patrimonio netto del Fondo e agli asset investiti nell'ETF al 31/12/2016 (*Il patrimonio del Fondo al 31/12/2016 registrava 263.285.652 euro, mentre gli asset investiti nell'ETF ammontavano a 5.559.100.620 euro*). Pertanto, il volume degli investimenti maggiore

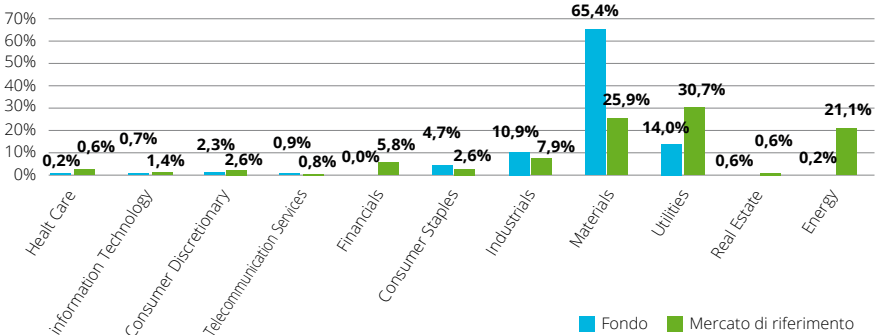
dell'ETF rispetto al Fondo contribuisce a rendere l'impatto del Fondo nettamente più basso rispetto al Mercato di riferimento. L'indicatore risulta comunque utile per capire l'effetto delle emissioni generate dai due portafogli in termini assoluti.

Per quanto riguarda i settori maggiormente impattanti sulla performance del Fondo, in termini di emissioni attribuibili, si segnalano i seguenti settori:

- a) materials, che pesa il 65,4% delle emissioni totali del Fondo (contro il 25,9% del Mercato)
- b) utilities, che pesa il 14% delle emissioni totali del Fondo, anche se risulta sottopesato rispetto al Mercato dove invece pesa il 30,7% delle emissioni totali attribuibili;
- c) industrials che pesa il 10,9% delle emissioni totali del Fondo e dove si riscontra un leggero sovrappeso rispetto al Mercato, che si attesta al 7,9% delle emissioni totali attribuibili.

Da un confronto del peso di ciascun settore sulle emissioni attribuibili, si segnala che il sottopeso significativo per i

Figura 3
Distribuzione settoriale delle emissioni attribuibili



Fonte: dati CDP, elaborazione Etica SGR

settori energy e financials è da attribuire all'esclusione delle società oil (estrazione, raffinazione e distribuzione) e finanziario dall'investimento nel Fondo. L'indicatore più diffuso tra i firmatari del Montreal Carbon Pledge (<https://www.unpri.org/download?ac=1873>) risulta quello che normalizza le emissioni attribuibili per il patrimonio investito nel portafoglio. Si tratta della metrica che la TCFD chiama Carbon Footprint e la cui formula può essere rappresentata come segue:

$$\text{Carbon Footprint} = \frac{\sum_i \left(\frac{\text{current value of investments}_i}{\text{issuer's market capitalization}_i} \times \text{Scope 1 and Scope 2 GHG emissions}_i \right)}{\text{current portfolio value (\$M)}}$$

Il risultato della Carbon Footprint del Fondo risulta essere 271,69 tCO₂e/€ mln:

- ogni milione di euro investito nel Fondo produce indirettamente 271,69 tonnellate di CO₂e, oppure
- ogni 100 euro investiti genera circa 27 kg di CO₂e.

Il risultato per l'ETF è di 213,54 tCO₂e/€ mln, ovvero 21,3 kg di CO₂e ogni 100 euro investiti. L'ETF infatti, avendo un pa-

trimonio significativamente maggiore del Fondo, può contare su economie di scala sulle emissioni per unità di investimento.

Conclusioni

Dalla sintesi dei risultati aggregati, rappresentata dalla media semplice dei 57 indicatori di impatto per le aree ambiente, sociale e governance, emerge come la selezione extra finanziaria delle società presenti nel Fondo porti ad una performance ESG del Fondo mediamente superiore rispetto al Mercato. Tale risultato conferma che la metodologia di analisi ESG del Fondo, adottata ex ante per la selezione degli emittenti, determina una differenza positiva in termini di performance ESG degli investimenti rispetto ad un portafoglio tradizionale che effettua esclusivamente analisi finanziarie, come l'ETF preso in esame. In particolare, la miglior performance nella sfera ambientale avvalorata l'accurata e approfondita analisi condotta dalla SGR sugli indicatori legati al cambiamento climatico.

CAPITOLO 9

PMI E GOVERNANCE: QUANDO “IL BUON PADRE DI FAMIGLIA” NON BASTA

di Patrizia Saviolo, CFA

La governance: una giovane che ha più di 100 anni

Se dovessi pensare a un precursore della corporate governance, non potrei che citare Adam Smith. Era il 1776 quando, nel suo libro "The Wealth of Nations", affermava: "Being managers of other people's money rather than their own, it cannot be expected that they (managers) should watch over it with the same anxious vigilance which (they would) watch over their own." Smith inquadrava il conflitto di interessi e di obiettivi nella relazione tra soci di un'impresa da un lato e manager dall'altro. Il tema è talmente complesso e spinoso che Michael Jensen e William H. Meckling ne hanno sviluppato uno studio approfondito, oggi noto come agency theory. Vale la pena ricordare in cosa consista un contratto di agenzia e quali obiettivi si presti a realizzare. In termini generali, con il contratto di agenzia un soggetto (principal) delega una controparte (agent) a svolgere per suo conto alcune attività. Quello che Jensen e Meckling hanno studiato sono i pro-

blemi e i rischi che questa relazione di business può portare con sé, a causa di un disallineamento di obiettivi tra il principal e l'agent. L'agency theory suppone infatti che i comportamenti opportunistici dell'agente non siano eliminabili. Il principal deve quindi attivarsi per ridurre i rischi che tali comportamenti potrebbero provocargli. Per farlo, sostiene dei "costi di agenzia". Nello specifico, dovrà mettere in atto meccanismi di controllo e di incentivazione per orientare il comportamento dell'agente. Non solo: a propria volta, l'agente sosterrà dei costi di obbligazione per assicurare il principal della correttezza del proprio operato ed evitare così di incorrere in sanzioni future.

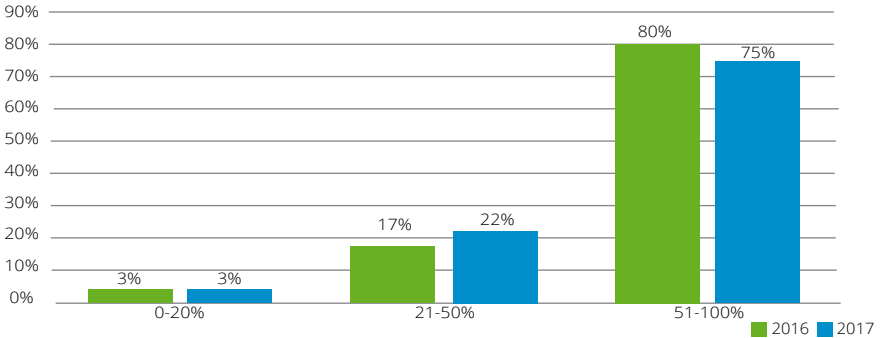
Anche il contratto tra l'impresa e i suoi manager non sfugge all'agency problem. Di qui la necessità di definire delle regole di buon governo per l'impresa. Non è un caso che il tema cominci ad assumere rilevanza agli inizi del XX secolo, con la nascita della public company negli Stati Uniti. Le società quotate portano con sé infatti

la conseguenza della separazione tra proprietà e controllo, tema particolarmente sentito sul mercato americano dove, già a inizi '900, la compagine societaria delle più grandi aziende quotate risultava significativamente frammentata.

E oggi? Perché tutto questo interesse sull'argomento? Per capirlo, partiamo da una definizione di corporate governance. Trovo particolarmente chiara ed esaustiva quella fornita dall'OECD: "Procedures and processes according to which an organisation is directed and controlled. The corporate governance structure specifies the distribution of rights and responsibilities among the different participants in the organisation - such as the board, managers, shareholders and other stakeholders - and lays down the rules and procedures for decision-making". L'OECD ha ritenuto di occuparsi di questo tema già negli anni '90, periodo di globalizzazione e di ulteriore diffusione dell'azionariato, in cui emergono nuovi interessi da tutelare: quelli degli investitori di mi-

noranza, dei fondi pensione, dei privati che investono in società quotate. Non solo: al concetto di governance in senso stretto (rivolta a tutelare i soci) si affianca quello di governance "allargata", in quanto ci sono altri portatori di interessi che vanno tutelati: dipendenti dell'azienda, clienti, fornitori, finanziatori... e i conflitti di interesse aumentano con il proliferare di queste categorie.

Stiamo parlando di azionariato diffuso e di globalizzazione: un quadro che sembra centrare poco con le PMI italiane. In realtà, a ben guardare, molte realtà imprenditoriali italiane hanno fatto di necessità virtù: la Grande Crisi le ha portate a compiere un percorso di internazionalizzazione serrato, soprattutto per cercare nuovi mercati. I segnali, in questo senso sono evidenti: nel 2015 quasi il 33% del fatturato delle aziende familiari è stato generato dall'export e il 43% aveva una presenza diretta all'estero (*Aidaf, IX Osservatorio AUB - 2017*). Il trend dell'azionariato diffuso sembra invece essere meno coerente con le

Figura 1**Distribuzione delle acquisizioni in base alla percentuale di partecipazione del lead investor**

Fonte: Private Equity Monitor 2017

strutture societarie delle PMI italiane. Ma anche in questo caso l'apparenza inganna: in termini di deal origination, nel 2017 le imprese private e familiari hanno rappresentato il 67% dei deal complessivi. Nel 75% dei casi, poi, le operazioni hanno riguardato acquisizione di pacchetti di maggioranza. Confrontandomi con alcuni interlocutori del settore, ho notato la propensione più diffusa da parte dei private equity ad acquisire anche quote di minoranza nelle aziende target e i dati di Private Equity Monitor (vedi Figura 1) sembrano confermare questa tendenza: ben il 22% delle operazioni nel 2017 (17% nel 2016) ha riguardato l'acquisizione di minoranze qualificate. In questo contesto, è chiaro che gli assetti decisionali cambino, anche in maniera radicale, e non solo nei casi in cui il fondo si porta a casa la maggioranza della target. Due aspetti sono di fondamentale importanza:

- 1) Se è vero che nelle realtà più grandi e strutturate il vero conflitto di interessi è l'agency problem tra soci e management, nelle aziende familiari non è così. Nel breve viaggio che stiamo per fare in questo capitolo vedremo come spesso valga l'assioma:

**Imprenditore = Socio di
Maggioranza = Amministratore
delegato**

- Il manager lo aiutano e lo supportano, ma il vero decisore è lui, che segue in prima persona la produzione, la logistica, il reporting...oltre alla strategia, ovviamente.
- 2) In questo contesto, non si tratta di tutelare i soci in senso lato, ma di definire opportuni equilibri tra titolari di quote che hanno obiettivi diversi: maggioranze, minoranze, team dei fondatori. E' qui infatti

che possono nascere i veri conflitti di interesse tra un imprenditore che vuole continuare a governare l'azienda che ha fondato e i soci entranti che vorrebbero definire (o aiutare a definire) le nuove regole del gioco.

Se non si riesce a normare questi aspetti, anche a fronte di ottime prospettive di sviluppo e di exit, i risultati effettivi rischiano di essere deludenti. E allora come fare a trasformare una brillante opportunità in una brillante exit? Due ricette:

- Prima di tutto, si tratta di comprendere a fondo le PMI e la loro cultura, studiando insieme all'imprenditore la giusta governance per la sua azienda
- Prendendo appunti da chi ha fatto della governance uno strumento strategico: le startup.

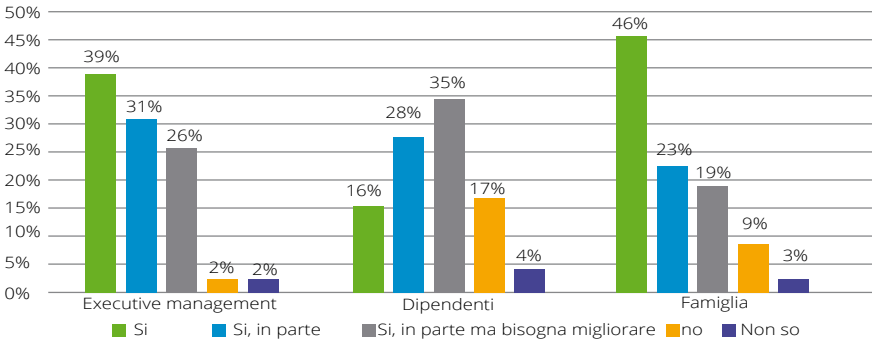
Vediamo come.

Imprese familiari: la cultura può diventare un ostacolo?

Cosa rende davvero unica un'impresa? Se penso alle tante che ho incontrato e con le quali ho lavorato,

ritengo che la risposta più ovvia sia: la cultura.

La cultura è per definizione qualcosa di stabile, radicato, da "stessa situazione". Poi, un giorno, arrivano cambiamenti improvvisi: una crisi economica mondiale, un mercato interno che non c'è più, nuovi concorrenti che ci spiazzano... Quella cultura non va più bene, ma non siamo in grado di cambiarla. Perché? Il responso è quasi tutta racchiuso in due parole: aziende familiari. In Italia rappresentano l'85% del nostro tessuto imprenditoriale (aidaf.it/aidaf/le-aziende-familiari-in-italia) e la loro classificazione è tutt'altro che discrezionale visto che anche il legislatore si è occupato di definirle (art.230 bis del C.C.). Il legislatore si è spinto oltre definendo le linee guida per il loro funzionamento: "Le decisioni concernenti l'impiego degli utili e degli incrementi nonché quelle inerenti alla gestione straordinaria, agli indirizzi produttivi e alla cessazione dell'impresa sono adottate, a maggioranza, dai familiari che partecipano all'impresa stessa". Quindi i mem-

Figura 2**Capacità delle aziende familiari di mettere in campo le competenze necessarie per crescere in un contesto caratterizzato da cambiamenti radicali**

Fonte: Deloitte, Nex Gen Survey 2017

bri della famiglia non solo lavorano nell'impresa, ma la governano. Nella pratica, tuttavia, le decisioni vengono spesso assunte dall'imprenditore con il benessere della famiglia. Non solo: in contesti di questo genere le cariche manageriali sono di frequente ricoperte da membri della famiglia, lasciando quindi poco spazio a competenze professionali esterne nelle posizioni di vertice. Anche dove questo accade, ho incontrato di frequente una discrepanza tra ruolo formale e ruolo sostanziale delle posizioni. Secondo una recente indagine (*Deloitte, Next Gen Survey, Maggio 2017*) solo il 39% dei futuri leader di aziende familiari ritiene che i propri manager abbiano le competenze idonee per affrontare cambiamenti radicali e solo il 16% crede che i propri dipendenti siano pronti per questa sfida (vedi Figura 2). È come quando a casa la mamma si occupa di tutto e poi si la-

menta che i figli non sono autonomi... Le regole del gioco cambiano se l'azienda familiare è costituita nella forma di società di capitali. Il Codice Civile infatti disciplina in tal caso quali debbano essere gli organi di governo, il loro ruolo e le procedure di amministrazione e gestione aziendale. Questo perché, trattandosi di società di capitali, gli stakeholder coinvolti sono i più vari e il legislatore ha evidentemente voluto fornire una maggiore tutela. Se ci spingiamo oltre, arriviamo alle società quotate in Borsa, in cui le regole di governo diventano ancora più stringenti e per le quali, oltre alla normativa, si aggiunge un codice di autodisciplina recentissimo, datato 2015.

Il fenomeno del codice di autodisciplina è senz'altro interessante: la sua adesione è su base volontaria e, secondo un recente rapporto (*Relazione 2017 sull'Evoluzione della*

Corporate Governance delle Società Quotate, Comitato Italiano di Corporate Governance), a fine 2016 le società aderenti erano il 90% delle quotate, cioè 199. Se pensiamo che il 60% delle società quotate sul mercato azionario italiano è di matrice familiare (aidaf.it/aidaf/le-aziende-familiari-in-italia/) il risultato è emblematico. Ma se guardiamo oltre questo primo dato entusiasmante, emergono fatti che ci aiutano a riflettere. Il Comitato di Corporate Governance (*Il nuovo Codice di Autodisciplina: le novità, l'applicazione, le prospettive, Comitato per la Corporate Governance, 17/02/17*), infatti, evidenzia aree di miglioramento e priorità:

- A fine 2015 oltre il 58% delle società aderenti al Codice di Autodisciplina non aveva un Comitato Nomine e, tra queste, oltre il 95% non aveva fornito una spiegazione sostanziale a questa carenza
- Solo 29 società dichiaravano nello stesso anno l'esistenza di piani per la successione dei membri esecutivi del CdA

- Soltanto in un quarto delle società che operavano il rinnovo del Board nel 2016 e nel 2015 il CdA aveva espresso un orientamento (e in un terzo dei casi si trattava di società obbligate dalla normativa di settore, come banche e assicurazioni)

Questo vuol dire che, probabilmente, non si assegna ancora la giusta importanza alla scelta della composizione del Board in termini di professionalità e competenze e, forse, non si è abbastanza lungimiranti da muoversi in anticipo per assicurare la continuità della gestione (e quindi garantire le prospettive di crescita dell'azienda). E qui ritorna la cultura dell'impresa familiare, fatta di ruoli predefiniti e duraturi, con scarsa attenzione al ricambio (generazionale se parliamo delle realtà più piccole, istituzionale se parliamo delle quotate). Ma allora perché tutta questa attenzione a voler essere "compliant"? Perché dall'altra parte del tavolo ci sono gli investitori, quelli che possono aiutare le imprese a crescere, a

entrare in nuovi mercati, a innovare. Ma, per farlo, gli investitori chiedono regole del gioco chiare:

- 1) In primis, il rispetto delle normative a tutti i livelli
- 2) La definizione delle linee strategiche
- 3) La capacità di execution e di gestione dei rischi

Non è un caso che, nel caso di aziende non quotate, la maggior parte dei fondi di private equity in Italia affrontino operazioni di investimento solo dove ci sono i presupposti per acquisire quote di maggioranza. Il messaggio è forte: l'azienda ha fatto un ottimo lavoro, crediamo nel suo modello di business, ma il "one-man-show" non può funzionare, soprattutto se l'imprenditore è destinato a lasciare l'azienda e se è la colonna portante della cultura che si vuole cambiare. E allora ci vuole qualcuno - un team - che la guidi e che faccia bene i compiti. Ma il team non può essere solo un buon Consiglio di Amministrazione: ci devono essere manager preparati e motivati e figure professionali altret-

tanto valide. Se guardo i casi che ho seguito in questi anni, questo è forse l'ambito dove le aziende imprenditoriali sono state più deboli: non si può lasciare al top management la gestione di questioni meramente operative, con deleghe ridotte all'osso e la necessità di confrontarsi costantemente con i vertici anche per le decisioni ordinarie.

I classici modelli di governance nelle aziende familiari

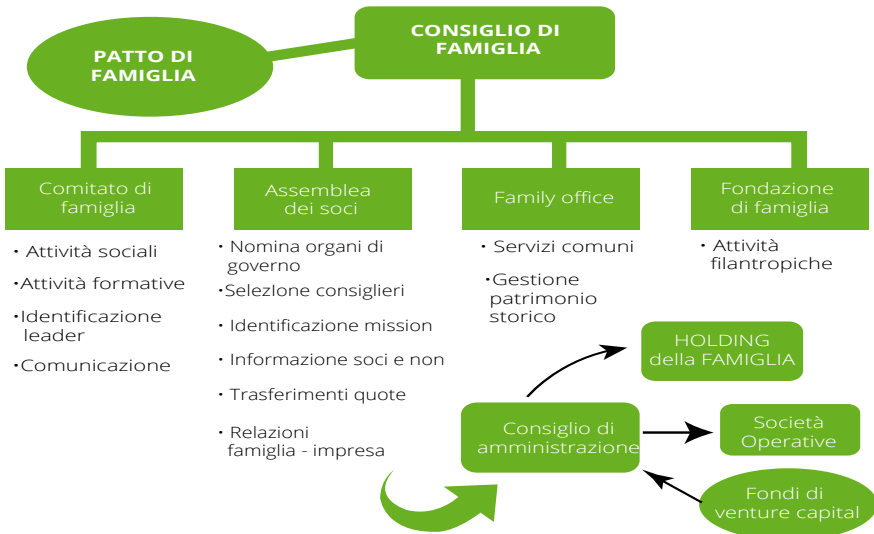
Nelle aziende familiari, così come nelle famiglie, si litiga. Un buon modello di governance deve quindi prima di tutto, consentire di prevenire e superare le occasioni di conflitto e gettare le premesse per lo sviluppo futuro.

Le cause di conflitto, che portano spesso all'immobilismo, sono le più varie: scarsa comunicazione tra i membri della famiglia, difficoltà di comunicazione tra famiglia e manager, politiche dei dividendi, passaggio generazionale....

L'organo più importante per la gestione dell'azienda familiare è il Consiglio

Figura 3

Esempio di struttura di governance di un'azienda familiare



Fonte: FCLAessens, S., S. Djankov and L.H.P. Lang, The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations, 2000, Journal of Financial Economics 58

di Famiglia. Le sue riunioni risultano di fondamentale importanza come strumento per risolvere eventuali conflitti all'interno del nucleo familiare e per gestire la relazione - non semplice - tra la famiglia imprenditoriale e il Consiglio di Amministrazione. Uno dei temi più spinosi è senz'altro quello del passaggio generazionale. E qui intervengono spesso i patti di famiglia, disciplinati dal Codice Civile all'art.458 e all'art.768 bis. L'obiettivo primario dei patti familiari è di assicurare la continuità nella gestione dell'impresa, attraverso:

1) l'individuazione ex-ante di uno o più discendenti (figli, nipoti...) dell'imprenditore ritenuti idonei a prendere il suo posto

- 2) il trasferimento agli "eletti" delle quote di partecipazione
- 3) la liquidazione dei diritti economici agli eredi non designati

In pratica, diventa legittimo assegnare anche ad un solo erede la continuità dell'attività dell'impresa e il patto è inopponibile da parte degli altri legittimari. Tutto questo è di grande aiuto per la continuità aziendale, ma non basta se l'imprenditore di vecchio corso è saldamente ancorato in sella: circa 1 leader su 4 ha oltre 70 anni e le aziende presidiate da imprenditori meno giovani sono quelle con le performance economico-finanziarie più deludenti (*Osservatorio AUB sulle Aziende Familiari Italiane, 9a edizione*). E anche quando il passaggio del

testimone avviene, non è sempre il caso di cantare vittoria. Ecco un paio di situazioni che ho frequentemente trovate:

- 1) il fondatore “non lascia”: controlla ogni giorno l’operato dei figli mettendolo in discussione, contrastandolo e generando dubbi sul percorso strategico dell’azienda a tutti i livelli organizzativi. L’azienda si blocca, ha difficoltà a proseguire con le vecchie regole (messe in discussione dalla nuova generazione), ma non riesce al tempo stesso ad abbracciare le nuove (perché il vecchio leader le ostacola)
- 2) si rinuncia alla scelta di un unico erede. Nel giro di una o due generazioni, le quote risultano distribuite tra diversi membri della famiglia che si alleano di volta in volta a seconda delle convenienze. Nel caso migliore, alcuni decidono di uscire e spesso, forti del liquidity event, acquisiscono o aprono nuove imprese.
Sì, perché per un imprenditore,

come una volta uno di loro mi ha rivelato, l’impresa è (quasi) più importante di un figlio: senti la sua mancanza. Nel peggiore dei casi, l’azienda ha performance finanziarie deludenti, ma sa di poter fare affidamento su alcuni asset: un brand rinomato, un buon prodotto...Decide quindi di corteggiare qualche fondo di private equity per il rilancio. Quando sembra quasi tutto fatto (e magari più di un fondo “sgomita” per acquisire le quote) scatta l’ennesimo diverbio tra i cugini e non si vende più nulla. Risultato: tutto da rifare. Sì, ma con chi?

Uno sguardo al futuro della governance nelle aziende familiari

A questo punto, la governance delle imprese familiari è davvero una “mission impossible”? Direi di no: all’orizzonte ci sono alcuni forti segnali di cambiamento. Il primo arriva proprio dall’Aidaf, l’Associazione che le rappresenta che, nel 2017, si è dotata di un Codice di Autodisciplina rivol-

to alle imprese a controllo familiare non quotate. Secondo l'associazione l'implementazione di un sistema di governance "moderno" consente svariati benefici:

- Crescita delle imprese
- Riduzione del livello di rischio
- Distinzione tra patrimonio familiare e patrimonio imprenditoriale
- "Biglietto da visita" per i vari stakeholder, soprattutto sul mercato internazionale
- Catalizzatore per attrarre manager esterni e guidare l'impresa nel processo di internazionalizzazione
- "Bussola" per orientare il passaggio generazionale
- Palestra per preparare per tempo le aziende a un'eventuale quotazione

Il principio cardine del Codice è quello di "superare i modelli di governance di un singolo solo al comando o della famiglia che interpreta tutti i ruoli (a prescindere dalle capacità), che hanno reso difficile la creazione di imprese familiari italiane in grado di raggiungere le dimensioni pari a

quelle dei competitor internazionali nei loro settori di riferimento" (*Principi per il Governo delle Società Non Quotate a Controllo Familiare. Codice di Autodisciplina, Ottobre 2017*). Un messaggio forte, insomma, da parte di chi si rende conto di avere un potenziale inespresso per la crescita. Veniamo alle regole e ai principi specifici:

- Assemblea dei Soci: fondamentale il ruolo informativo nei confronti di tutti i soci
- Presenza di un Consiglio di Amministrazione (almeno 3 membri). Lo scopo è di favorire un processo decisionale più equilibrato e di ridurre i rischi legati all'accentramento delle decisioni in capo a un unico soggetto
- Principali materie di competenza del CdA: strategia di medio-lungo termine, valutazione dell'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società; delibere sulle operazioni della società che non abbiano impatto significativo a livello stra-

tegico, patrimoniale o finanziario; preparazione e organizzazione del processo di successione delle figure chiave del management team

- Composizione del CdA: suggerita la presenza di almeno un Consigliere non familiare, meglio se indipendente; adeguato mix dei componenti in termini di competenze professionali, età e genere; nomina di un unico Amministratore Delegato
- Frequenza delle riunioni del CdA: almeno trimestrale
- Presidente della Società: suggerito un ruolo senza deleghe gestionali
- Analisi dei rischi della Società: suggerita una loro valutazione con frequenza almeno annuale
- Operazioni con parti correlate: raccomandabile dotarsi di specifiche procedure
- Statuto societario: suggerita la sua revisione periodica per garantire la stabilità del controllo e la coesione della proprietà

- Sindaci: suggerita la scelta di figure professionali indipendenti e un'adeguata rotazione
- Bilancio: si suggerisce di incaricare una società per la revisione annuale

Ho analizzato con attenzione il Codice e, se dovessi tentare di definire il "cuore pulsante" della governance di un'impresa familiare, andrei a cercarlo all'Art. 7, relativo allo Statuto Sociale (e, aggiungo, ai patti parasociali). Perché? Perché è in questi documenti che risiedono le regole del gioco dell'azienda. Un buono statuto e/o accordo parasociale non possono prescindere, a mio avviso, dal normale:

- 1) La classificazione delle tipologie di decisioni aziendali, in quanto di competenza di organi diversi e soggette a quorum differenti
- 2) quali materie vanno riservate esclusivamente all'Assemblea dei Soci
- 3) quali materie richiedono delibere con maggioranze qualificate

- 4) i criteri per la nomina, la revoca e il rinnovo del Consiglio di Amministrazione
- 5) i criteri per la nomina, la revoca e il rinnovo del Presidente e dell'Amministratore Delegato
- 6) le regole riguardanti la cessione delle quote, utili non solo a garantire la coesione della proprietà, ma anche a trarre vantaggio dalle opportunità di exit (es. cessione a fondi, a operatori industriali, ecc.)

L'ultimo punto è particolarmente importante sia per chi vuole vendere la propria partecipazione, sia per chi sta valutando se entrare nella compagine societaria. Ma è proprio in questo ambito che si rischia di sbagliare, essenzialmente per due ragioni:

- l'imprenditore dà spesso per scontato che cessione = passaggio generazionale, cioè trasferimento dell'impresa ai figli. In realtà questo è solo uno dei possibili scenari
- Le aziende imprenditoriali hanno avuto per anni un unico interlocutore finanziario: la banca. La

governance non rappresenta una priorità per un creditore, mentre lo è per chi voglia investire nel capitale di rischio di un'azienda. Se gli interlocutori finanziari dell'impresa familiare cambiano (o si allargano), l'azienda non può non tenerne conto.

Allora la vera domanda è: a quali benchmark ispirarsi per impostare un buon sistema di governance? La tentazione più forte è sempre rappresentata dalle società quotate, ma c'è qualcuno che, per dimensioni e ruolo-chiave dell'imprenditore, è più vicino alle aziende familiari: sono le startup.

Le startup: neo-imprese con la governance nel DNA

Da anni ormai mi occupo di fund raising per le imprese e i miei principali interlocutori sono startup e scaleup. Dall'altra parte del tavolo, ci sono i più disparati interlocutori finanziari: angel, venture capital, family office, investitori privati...Tutti accomunati da un obiettivo: valutare la bontà

dell'investimento in un'impresa neonata. I criteri di valutazione di una startup non mancano e la letteratura in materia nemmeno. Ma ancora più interessante rispetto al tema della valutazione è l'identificazione dei criteri di scouting: settore, business model, barriere all'ingresso, sostenibilità del business plan, rischi, credibilità del team, modello dei ricavi, scalabilità del business, exit strategy...Quasi nessuno si dimentica di aggiungere a questo elenco il fattore governance. Anzi, per alcuni è un punto imprescindibile nella scelta di investimento. Diventa quindi molto frequente che lettere di intenti e termsheet riportino gli aspetti fondamentali relativi alla governance:

- Clausole specifiche volte a tutelare i fondatori, i soci di maggioranza e quelli di minoranza: diritto di prelazione, diritto di gradimento, clausola di tag-along, clausola di drag-along, clausole di liquidity preference, solo per citare le più note. Alcune tra queste sono di matrice anglosassone e fonte di di-

battiti della dottrina nel nostro ordinamento. Segno evidente, questo, che per le startup la governance è materia sostanziale prima ancora che di forma: c'è la necessità di normare ex-ante alcune situazioni che riguardano essenzialmente diritti particolari dei soci

- Documenti che la contemplano (statuto e/o patti parasociali) e ruolo di ciascun documento nel disegno complessivo delle regole di governo. La scelta è tutt'altro che scontata: da un lato lo statuto ha validità erga omnes ed è un documento pubblico. Uno statuto "snello" è più facilmente gestibile nel caso vi sia necessità di rivedere gli accordi tra i soci dopo variazioni nell'assetto societario: in tal caso infatti si può addirittura evitarne la revisione prevedendo i cambiamenti di governance all'interno dei patti parasociali. D'altro lato, tuttavia, i patti parasociali sono un contratto che lega soltanto chi li ha sottoscritti e dal punto di vista giuridico la tutela risulta meno forte.

C'è chi pensa che il tema della governance nelle startup diventi rilevante con l'ingresso di angel e venture capital nella compagine societaria. Questo è innegabile: un caso ricorrente che ho incontrato è quello di fondi che definiscono diritti di veto a loro favore su temi specifici, legati soprattutto a decisioni di carattere straordinario. Ma altrettanto interessante è il fatto che a considerare con attenzione l'argomento siano gli investitori di minoranza, anche privati, che sempre più spesso ne fanno una conditio sine qua non per il loro ingresso nel capitale.

Alcuni fattori importanti accomunano i casi che ho seguito in questi anni:

- 1) A differenza di quanto accade nelle società più mature, dove l'ingresso di un private equity porta spesso con sé un cambio ai vertici (nuovo Amministratore Delegato, nuovo CFO...), il team dei fondatori è il cuore pulsante del business e squadra che vince non cambia. Del resto, senza quel team, l'azienda non sarebbe neppure nata. L'Amministratore Delegato che i

fondatori hanno scelto è quindi confermato, mentre si ridefinisce l'assetto del Consiglio di Amministrazione con l'ingresso di rappresentanti del fondo. Non è raro inoltre che molte startup si dotino di un Advisory Board che le supporta con competenze specifiche, tanto in ambito funzionale che di business. L'Advisory Board è generalmente costituito da professionisti autorevoli che dedicano parte del loro tempo a consigliare lo startupper e il suo team, oltre che a sviluppare contatti utili per lo sviluppo del business attraverso attività di networking con potenziali fornitori, clienti, operatori finanziari... Anche l'Advisory Board è "figlio della startup": nel momento del loro ingresso, i fondi spesso ne trovano uno già costituito e funzionante e possono valutare se inserire al suo interno anche un loro professionista. L'Advisory Board non ha ruolo decisionale, ma può essere comunque molto influente, vista l'esperienza de

suoi membri e la loro capacità di generare contatti a svariati livelli.

- 2) C'è un grande commitment nei confronti dei soci di minoranza. In più di un'occasione ho notato i CEO delle startup proporre di loro iniziativa l'inserimento in Consiglio di Amministrazione di una rappresentanza dei soci minoritari. Spesso inoltre, per alcune materie riservate, può essere previsto un quorum "misto" che contempli sia una percentuale rappresentativa delle quote che il voto "per testa" di uno o più soci di minoranza
- 3) Nei casi in cui la startup non nasca dall'iniziativa di singoli founder, ma da più società che decidono di mettere insieme i loro talenti e competenze per dare vita a un nuovo business, il tema della governance è più complesso e non sempre di facile gestione. Si rischia infatti che si crei un "gioco di potere" tra le varie società che fanno parte della compagine della startup. Si tratta spesso di società mature, che tendono a riproporre

il loro modello imprenditore-centrico anche nella newco. Il rischio, fortissimo, è quello di rallentare il processo decisionale rimbalzando ogni delibera al Consiglio di Amministrazione. Questo perché mentre un team di persone fisiche che fonda una startup sceglie il proprio "eletto" come CEO e accetta a priori le regole del gioco, un team di aziende "accetta" il CEO, di solito emanazione degli equilibri interni tra le imprese della compagine. Ma la startup non può viaggiare con il freno a mano tirato. In queste situazioni, per superare l'empasse, una possibile soluzione è la scelta ex-novo di un Amministratore Delegato esterno

- 4) In ogni caso, la governance per una startup non è mai un tema da "ci penseremo", ma piuttosto da "ci abbiamo già pensato". Non è solo questione di presentarsi in maniera corretta e trasparente agli investitori. E' qualcosa di più profondo: le startup devono sapersi rimettere in discussio-

ne, spesso sono costrette a farlo dall'incalzare degli eventi. Non è raro vedere una startup cambiare rotta e strategia, soprattutto dopo avere fatto i primi test sul mercato ed essersi confrontati con il network dell'Advisory Board. Il modello di governance deve quindi prevedere di assumere rapidamente queste decisioni, senza tuttavia lasciare il potere e il dovere delle scelte unicamente in mano all'Amministratore Delegato.

Se qualche nostalgico aveva sinora creduto che le PMI di oggi erano le startup di ieri, dopo queste considerazioni non potrà che ricredersi.

A lezione di governance

A questo punto non ci sono più dubbi: per le PMI che vogliono trovare nuovi interlocutori per la crescita, la governance è un passaggio obbligato. Come affrontarlo allora? La tentazione è di studiare i modelli dei migliori, cioè delle società quotate, alcune delle quali sono sicuramente un modello di riferimento. Credo tuttavia che la soluzione migliore

sia proprio quella di trarre qualche insegnamento proprio dalle startup. Perché:

- 1) Le startup conoscono per nome ogni loro capital provider, come le PMI; le società quotate no. Nelle startup come nelle PMI la relazione azienda-soci è diretta e personale
- 2) L'organigramma di una startup è asciutto e destrutturato, per ovvie ragioni: dimensioni e risorse scarse; quello di una PMI è spesso (ancora) destrutturato, visto la forza centripeta dell'imprenditore
- 3) L'internazionalizzazione è un obiettivo importante, non banale: le startup spesso nascono local e solo quando il modello funziona bene a casa decidono di esportarlo; molte PMI si stanno affacciando ai mercati internazionali solo in questi ultimi anni
- 4) Le generazioni si intersecano: nelle startup ai giovani fondatori si affiancano professionisti di lungo corso che le seguono come advisor; nelle PMI convivono il fondatore e i figli, quando non anche i nipoti.

Alcuni consigli che mi sentirei di fonire nella Tabella.

Tabella**Breve bussola per orientare l'impostazione della governance**

Cosa fare	Come/Perché
Preferire un Consiglio di Amministrazione al ruolo di Amministratore Unico	State cercando di superare il limite del vostro ruolo dominante e il CdA è per definizione espressione di giochi di squadra e competenze poliedriche, che aiutano a ponderare le decisioni vedendole da prospettive differenti
Normare i diritti di voto dei soci di minoranza	Soprattutto se il vostro obiettivo è di aprire il capitale a fondi di private equity, vi presenterete con le carte in regola anche nei confronti di chi non esclude l'acquisto di pacchetti minoritari
Definire con cura le materie riservate	Le materie riservate sono temi strategici e importanti per le quali è opportuno e raccomandabile definire maggioranze di voto qualificate
Prevedere e anticipare la gestione dei possibili conflitti legati alle opportunità di exit	Contemplate almeno la clausola di tag-along per dare ai soci di minoranza il diritto di vendere la propria partecipazione contestualmente alla vendita del socio di maggioranza, di "trascinare" tutti nel vendere contestualmente la propria quota a un acquirente
Definire i criteri di remunerazione	I vostri investitori devono sapere ex-ante come saranno investite le risorse per apprezzare la strategia di sviluppo dell'impresa ed evitare sul nascere forti conflitti di interesse. Le startup lo sanno bene: dopo che i founder si sono volontariamente negati uno stipendio per mesi (o per anni), i Venture Capital si assicurano che i mezzi freschi siano anche destinati a remunerare chi ha dedicato passione ed energia alla propria impresa
Impostare un sistema di reporting periodico	Assicuratevi che tutti i soci e almeno il top management vi abbiano regolarmente accesso con le stesse modalità. Non limitatevi agli economics: fornite anche un'analisi dei rischi e delle possibili soluzioni per gestirli

E infine ricordate...

1. Costruire la governance è come partecipare a una gara di nuoto in acque libere: i venti e le correnti cambiano e bisogna di continuo adeguare traiettoria e velocità
2. "Il coraggio è ciò che occorre per alzarsi e parlare, ma il coraggio è anche ciò che occorre per sedersi e ascoltare" (W. Churchill). Non abbiate paura di fare quello che fanno gli startupper: sedersi, ascoltare, imparare.

CAPITOLO 10

GESTIONE DEL RISCHIO ESG DI PORTAFOGLIO

di Paolo Capelli

In Letteratura e nella prassi di mercato non esiste una metodologia rigorosa e ben definita per la quantificazione del rischio ESG, in termini di una misura di carattere statistico e legata a una diretta interpretazione economico-finanziaria. Parziali eccezioni sono costituite da diverse analisi di tipo regressivo sulle small cap (a titolo esemplificativo, vedasi alcune specifiche pubblicazioni della Harvard University), le quali dimostrano come, per società di piccola capitalizzazione, il requisito di un buon punteggio ESG si traduca sovente in un minor rischio finanziario del titolo azionario (e.g. volatilità). Nell'ambito di un asset management tradizionale, però si predilige ovviamente l'investimento in large (o medium) cap, al fine di garantire la massima liquidità dei fondi, a tutela degli investitori. Nasce così l'esigenza di studiare approcci innovativi e il più possibile rigorosi, per la gestione di questa tipologia di rischio, nella costruzione dei portafogli dei fondi. Di seguito, si illustreranno alcune strade percorribili.

Integrazione dei fattori fondamentali con fattori ESG

Già nel 2016, l'analisi dei PRI delle Nazioni Unite, PRI a practical guide to ESG integration for equity investing 2016, sottolineava che i fattori ESG possono servire a migliorare la stima della volatilità ex-ante di un portafoglio azionario, stimando un 8% circa di contributo ESG, ovvero le sole variabili fondamentali standard (Size, Value, Growth, Momentum, Style, Dividend Yield,...) non sembravano consentire una previsione attendibile, come se mancassero i contributi di altri elementi. L'ipotesi di base consisteva nell'identificare tali incognite con gli aspetti ambientali, sociali e di governance delle società emittenti. Al fine di verificare tale osservazione, si può condurre un test specifico per un fondo equity internazionale, prevalentemente costituito da large e medium cap. Infatti, risulta relativamente semplice spiegare il portafoglio, tramite il consueto approccio di natura fondamentale. L'aggiunta di fattori ESG consente di migliorare

la stima ex-ante del rischio, ottenuta dai rendimenti dei titoli, rispetto a quella calcolata per via fattoriale tradizionale, poiché i rendimenti azionari includono già alcune valutazioni su variabili ESG (o ne riflettono, in qualche modo implicito, gli impatti), oltre che dipendere da fattori economico-fondamentali.

Non solo, se si conduce un'analisi in termini di Component VaR (scomponendo cioè il VaR per contributi al prim'ordine), si scopre che la parte ascrivibile a fattori ESG rappresenta il 5.5% del totale [per maggiori dettagli, si rimanda a <https://www.cfasi.it/en//Professionalism/Papers/>]: trascurare la componente non propriamente finanziaria, bensì ESG, dei titoli (meglio, degli emittenti) non pare l'atteggiamento più prudentiale da adottare.

Rischio ESG via entropia

L'analisi degli aspetti ambientali, sociali e di governance delle Società e degli Stati porta alla quantificazione di un loro punteggio ESG, che, tuttavia, non rappresenta di per sé un

parametro statistico, nel senso che una media ponderata dei punteggi ESG associati ai titoli in portafoglio può servire a dare una stima del livello di qualità ESG dei fondi, ma non consente alcuna forma di previsione ex-ante.

Al fine di ovviare a tale inconveniente, si è sviluppata un'opportuna metrica (R_{ESG}), basata sul concetto di entropia e avente come input i pesi in portafoglio e i punteggi ESG dei titoli, riuscendo a valutare i fondi (sia equity, sia bond o bilanciati), secondo una scala di rischio crescente, coerentemente con il loro mandato gestionale. Si è partiti dal concetto fisico di entropia, poiché essa misura il disordine di un sistema e, in quanto tale, si configura naturalmente utile per considerarne l'incertezza (leggasi rischio, per lo meno al prim'ordine). Nell'ambito dei fondi, il parametro di disordine può essere calcolato sulla distribuzione dei titoli in portafoglio in classi di punteggio ESG, ove la frequenza è data dai loro pesi. Si è adottata la formulazione matematica dell'entropia

à la Shannon (*A Mathematical Theory of Communication*, C. E. Shannon, *Bell System Technical Journal*, 27, pp. 379-423 & 623-656, July-October, 1948), sebbene sia stato introdotto un opportuno correttivo, onde rendere più conservativa la stima di rischio e penalizzare l'allocazione in titoli a più basso punteggio ESG [per maggiori dettagli, vedasi <https://www.cfasi.it/en//Professionalism/Papers>].

La prima conseguenza interessante del ricorso alla metrica R_{ESG} consiste nel fatto che portafogli a più alto rischio finanziario (calcolato come VaR ex-ante) sono caratterizzati da un più consistente rischio ESG, perfettamente in scala. A tale risultato non si perviene, invece, necessariamente, qualora si determini un punteggio medio ESG come somma pesata dei punteggi dei singoli titoli investiti: può capitare che un fondo sia dotato di una migliore "qualità" ESG (definita quale punteggio medio) di un altro, ma abbia un grado di rischio finanziario maggiore. La corrispondenza

tra livelli VaR e di R_{ESG} è stata invece verificata, su diverse tipologie di fondi (azionari, bilanciati, obbligazionari), da ormai quasi 3 anni di dati mensili. Il secondo elemento intrigante scoperto mediante la misura deriva direttamente dalla sua scomposizione, in termini di esposizione sia settoriale sia di Paese, confrontata con l'analoga suddivisione per l'UVaR (VaR non diversificato, a cui è lecito rapportarsi, dal momento che non si è introdotto alcun concetto di correlazione nel calcolo del R_{ESG}). Si è riscontrata una considerevole correlazione di Spearman (*La correlazione di Spearman misura il grado di relazione tra due variabili per le quali non si fa altra ipotesi della misura ordinale, ovvero quando la prima registra valori più elevati, lo stesso fa la seconda, in scala l'una con l'altra*) tra il CR_{ESG} (Component Risk ESG) e l'UVaR decomposto (a rigore, tra la loro scomposizione percentuale sul totale di R_{ESG} e UVaR) [per maggiori dettagli, si rimanda a <https://www.cfasi.it/en//Professionalism/Papers>].

Per quanto sia sacrosanto che la correlazione non implichi la causalità, una tale persistenza di robustezza statistica (su quasi 3 anni di dati mensili, la correlazione di Spearman è rimasta particolarmente significativa, quasi sempre ben sopra 0.90) sembra rafforzare l'idea che variabili ESG influiscano sul rischio finanziario o, almeno, che possano servire in parte a spiegarlo. Da ribadire come una relazione tra rischio ESG e rischio finanziario valga sì a livello settoriale o per Paese, ma, per quanto accennato inizialmente con riferimento alle capitalizzazioni societarie, non sia necessariamente valida per ogni titolo, soprattutto se small cap (e.g. per la volatilità o il drawdown). Anzi, dal momento che per costruzione i fondi hanno principalmente un'esposizione alle large cap, la metrica R_{ESG} appare particolarmente calibrata su questa tipologia di investimenti, rispecchiando così i nostri desiderata iniziali.

Il dato R_{ESG} di un fondo azionario può essere utilizzato per verificare nel

continuo il fatto che la gestione attiva del fondo mitighi anche il rischio ESG, oltre a quello finanziario, paragonandolo al valore che si otterrebbe con un'allocazione uniforme in classi di rischio, ossia al valore più alto possibile (analogamente all'entropia di un gas uniformemente distribuito tra diversi stati d'energia).

Calcolo integrato del rischio ESG e del rischio finanziario tradizionale

Rispetto a un insieme investibile di riferimento, è possibile calcolare una metrica di rischio, che contempli contemporaneamente il tradizionale rischio finanziario e quello ESG, definito come R_{ESG} . Considerare misure congiunte di rischio relativo, ad esempio valutando gli asset investiti in portafoglio in relazione a un investimento equipeso sull'intero Universo Investibile (ossia l'insieme dei titoli con emittenti scelti a elevato punteggio ESG), consente di determinare il grado di scostamento tra il portafoglio reale e quello uniforme-

mente allocato, in termini sia di R_{ESG} sia di Relative VaR rispetto al benchmark.

A tal fine, si è definito un opportuno indicatore di rischio relativo (detto MRR), che dipende dalla misurazione congiunta dei due aspetti di rischio, finanziario ed ESG, liberi però di muoversi indipendentemente l'uno dall'altro, rispecchiando così appieno sia la rischiosità data dall'andamento del mercato, sia l'ulteriore stima dell'incertezza di natura ESG (discussa in precedenza), nonché permettendo di valutare il vero attivismo del fondo in termini di stock selection (alternativamente alla tracking error volatility o TEV) e la bontà gestionale (o efficienza), in termini di allocazione ESG. L'MRR consente cioè di distinguere il cosiddetto selection effect (analogamente a quanto rappresentato anche nella consueta performance attribution) e l'allocation effect (solo dal punto di vista ESG), nel contesto del rischio relativo rispetto all'Universo Investibile.

Per un fondo azionario (e.g. l'Etica Azionario), può essere interessante analizzare il contributo del solo termine ESG all'MRR, nel corso del tempo. Da metà 2016, la componente ESG al rischio relativo congiunto si attesta intorno a una media di oltre il 6% circa, con un massimo dell'11%, sebbene decresca in corrispondenza di significativi incrementi della volatilità sul mercato (cioè della componente finanziaria); restano ancora da approfondire le cause esatte della dinamica relativa tra la componente ESG e quella finanziaria: queste sono oggetto di particolare attenzione e probabili analisi future.

Visione olistica del rischio

Il rischio di un portafoglio può essere definito tramite molte metriche e variabili; l'integrazione tra aspetti di rischio finanziario ed ESG si propone di fornire all'investitore una visione olistica della rischiosità totale del proprio investimento. Ad esempio, in forma molto semplice, è possibile anche concepire un unico indicatore

di rischio tripartitico (R), inteso come unico tripode, le cui gambe sono date dal VaR, dal Relative VaR e dal Rischio ESG (*Per quanto illustrato in precedenza, si ricordi che relazione di proporzionalità con l' R_{ESG} sussiste per l'UVaR, non per il VaR*). (R_{ESG}).

Al pari dell'MRR, anche per un tale parametro di rischio è interessante raffigurarne l'andamento, nel corso del tempo, per valutare i momenti in cui diminuisce/aumenta, a seconda del regime di volatilità del mercato e del contributo ESG.

I valori delle tre componenti di R (corrispondenti all'allocazione reale del fondo) possono essere confrontate con quelle relative al massimo rischio tatticamente sostenibile, potenzialmente differente (e.g.) ogni mese, e con quelle di rischio massimo (e.g. per l'anno), prefissato con intento strategico.

Con il passare dei mesi, il "risparmio" di rischio del fondo, rispetto a tali soglie predefinite, muterà, in funzione

sia delle condizioni di mercato sia delle variabili ESG soggiacenti il portafoglio.

I diversi tipi di analisi sopra esposte [per maggiori dettagli, vedasi ancora <https://www.cfasi.it/en//Professionalism/Papers>] danno evidenza di un risultato interessante, ovvero che il contributo ESG al rischio totale non è affatto trascurabile:

- per un portafoglio azionario, la parte ascrivibile a fattori ESG nel calcolo del VaR (oltre a quelli di natura fondamentale) rappresenta il 5.5% del rischio totale;
- l'andamento del Rischio ESG di portafoglio, in termini di allocazione sia settoriale sia per Paese, è significativamente correlato a quello del rischio finanziario (inteso come VaR non diversificato);
- la misura di rischio relativo vede il contributo del ESG sul totale pari, in media, al 6% circa, con massimi relativi intorno all'11%;
- in una visione olistica della gestione dei rischi, per un fondo gestito

continua ad avere pienamente senso controllare la rischiosità assoluta di portafoglio (tramite il VaR o metriche affini) e quella relativa al benchmark di mercato, tuttavia può essere utile tenere sott'occhio congiuntamente e contemporaneamente anche il rischio ESG.

Ben lungi dal creare noise e inficiare parzialmente le previsioni finanziarie, aggiungere variabili ESG nel processo di stima ex-ante del rischio di portafoglio sembra incrementare e migliorare l'insieme di informazioni utili al calcolo, aumentandone il livello di confidenza e, conseguentemente, il grado di prudenzialità.

L'integrazione tra aspetti di rischio finanziario ed ESG si propone di fornire all'investitore una visione olistica della rischiosità totale del proprio investimento

CAPITOLO 11

L'ATTIVITÀ DI ENGAGEMENT

di Aldo Bonati

Secondo la definizione del Forum per la Finanza Sostenibile (FFS) (*Il FFS è un'associazione non profit di cui fanno parte operatori del mondo finanziario e altri soggetti interessati dagli effetti ambientali e sociali dell'attività finanziaria, la cui missione è promuovere la conoscenza e la pratica dell'investimento sostenibile, con l'obiettivo di diffondere l'integrazione dei criteri ambientali, sociali e di governance (ESG) nei prodotti e nei processi finanziari*), con il termine di engagement "si identifica il processo attraverso il quale l'investitore avvia un dialogo strutturato con il management dell'impresa partecipata (e/o oggetto di analisi), sulla base del monitoraggio continuo degli aspetti ambientali, sociali e di governance relativi all'attività aziendale" (http://finanzasostenibile.it/wp-content/uploads/2016/08/140903_Posizione_ufficiale_SRI_FFS.pdf).

Sempre secondo il FFS, "l'engagement ha valore come strategia SRI (SRI sono gli investimenti sostenibili e responsabili) solo se accompagnato

da una sistematica analisi di sostenibilità".

In altre parole, nel contesto dell'asset management, con il termine di engagement si identifica la relazione di una società di gestione del risparmio (SGR) con le imprese in cui investe, anche in conseguenza del possesso da parte della SGR di azioni della stessa.

Tale relazione si può realizzare dialogando con l'impresa, ad esempio tramite incontri di persona, telefonici o scambio di corrispondenza, oppure votando alle assemblee della stessa.

In questo capitolo, dopo aver dato un inquadramento generale sulla strategia SRI dell'engagement, si intende fornire un esempio dell'attività di engagement realizzata da una SGR su temi legati alle dimensioni ambientale, sociale e di governance, o ESG (dall'inglese Environmental, Social and Governance) nei confronti di un'impresa in portafoglio, inquadrandola nel più generale processo di in-

vestimento della SGR. Tale esempio dimostra che anche l'attività di engagement può contribuire a ridurre il profilo rischio-rendimento di un portafoglio azionario.

Dimensione del mercato

Il mercato degli investitori che adotta la strategia SRI dell'engagement è di difficile quantificazione, in ragione del tipo di strategia, difficoltoso da classificare e identificare con rigore, e del fatto che spesso essa sia adottata in combinazione con altre strategie SRI (ad esempio la strategia Best-in-class ESG, le strategie di esclusione settoriale o norm-based).

Di seguito, a puro titolo indicativo, si riportano le stime realizzate da GSIA (*La Global Sustainable Investment Alliance (GSIA) è una collaborazione internazionale basata sull'adesione dei principali SIF (Social Investment Forum) regionali, la cui missione è approfondire ed espandere gli investimenti sostenibili attraverso la collaborazione internazionale*), Eurosif (*Eurosif è il Forum Europeo per gli In-*

vestimenti Sostenibili e Responsabili (https://www.eurosif.org/)) e US SIF (US SIF è il Forum degli Stati Uniti per gli Investimenti Sostenibili e Responsabili (https://www.ussif.org/)) per i mercati globali, europeo e degli Stati Uniti.

Tali dati testimoniano di un mercato in crescita, sempre più organizzato nei processi e sofisticato nelle richieste da presentare alle aziende.

Livello globale: la terza strategia SRI più adottata (dopo esclusioni e integrazione ESG)

Secondo i dati raccolti da GSIA nel suo report del 2016 (http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2017/03/GSIR_Review2016.F.pdf), la pratica dell'engagement (intesa come dialogo e/o voto in assemblea) è adottata da investitori con AUM per USD 8.365 miliardi (dati al 31/12/2015 eccetto per il Giappone, i cui dati sono al 31/3/2016). Tale dato è in crescita del 41% (18,9% in termini di CAGR) rispetto ai dati raccolti nel report del 2014, che indicavano masse per USD

5.919 miliardi. L'attività si concentra principalmente in Europa (oltre il 55% delle masse complessive) e negli Stati Uniti (più del 30% delle masse).

Europa: seconda strategia SRI dopo le esclusioni

Secondo lo studio di Eurosif del 2016 (<http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2016/11/SRI-study-2016-HR.pdf>), le masse gestite adottando la strategia dell'engagement superano 4 mila miliardi di euro, con una crescita del 30% (14% in termini di CAGR), rispetto ai dati del report precedente del 2014.

I principali mercati sono il Regno Unito (oltre il 60% delle masse totali), seguito da Olanda e Svezia.

USA: le mozioni nelle assemblee societarie

Secondo i dati del report di US SIF Foundation del 2016 ([https://www.ussif.org/files/SIF_Trends_16_Executive_Summary\(1\).pdf](https://www.ussif.org/files/SIF_Trends_16_Executive_Summary(1).pdf)), dal 2014 al 2016, 49 società di gestione e 176 investitori istituzionali (per AUM com-

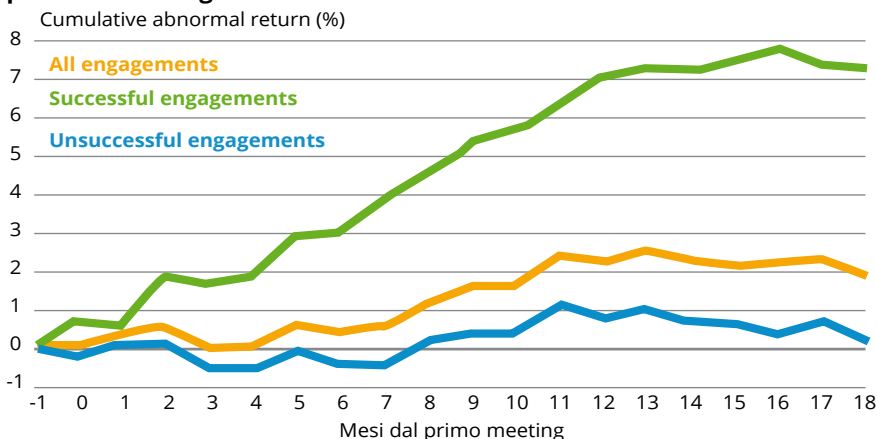
plexivi di USD 2,25 mila miliardi) hanno presentato mozioni su temi ESG all'ordine del giorno delle assemblee delle società quotate (la maggioranza, 377 mozioni, hanno riguardato la trasparenza sulle spese di lobbying e finanziamenti politici). Tale pratica è molto sviluppata nel mercato USA in quanto è più facile da realizzare, dal momento che la regolamentazione locale richiede una soglia più bassa di partecipazione all'azionariato societario per poter presentare mozioni assembleari. Nello stesso periodo 57 investitori istituzionali e 61 gestori hanno dichiarato di aver realizzato iniziative di dialogo con le aziende.

Engagement, performance e rischio

Riguardo l'utilità dell'attività di engagement nel processo d'investimento, alcune ricerche accademiche e di istituti finanziari suggeriscono l'esistenza di una correlazione tra le risposte delle aziende all'engagement degli investitori su temi ambientali, sociali e di governance e le loro performance

Figura

Le attività di engagement di successo sono accompagnate da performance migliori



Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2015

e profilo di rischio.

Tali risultati preliminari, lungi dal proporre dati conclusivi, testimoniano la rilevanza dell'attività di engagement in un'ottica di efficiente gestione del portafoglio.

Engagement e performance

Un'analisi pubblicata da Credit Suisse nel 2015 (*Credit Suisse, Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2015 - pag. 25*) illustra che il solo fatto di realizzare attività di engagement, stimolando le aziende su temi legati alla sostenibilità, provochi dei rendimenti extra (Cumulative abnormal returns, o CAR, definiti come la differenza tra rendimenti realizzati e rendimenti attesi) pari al +2,8% dopo 18 mesi dal primo meeting con la so-

cietà. Tale indicatore sale al +7,1% nel caso l'attività di engagement sia stata valutata come positiva da chi la realizza (vedi Figura).

Un working paper di ECGI (*European Corporate Governance Institute* (<http://www.ecgi.org/>)) del 2017 (*ECGI, Shareholder engagement on environmental, social and governance performance, Agosto 2017*) ha esaminato l'attivismo degli investitori nel promuovere miglioramenti ambientali, sociali e di governance nel periodo 2005-2014 attraverso un set di dati che copre 660 aziende internazionali. La ricerca ha trovato che le società target dell'attività di engagement solitamente hanno quota di mercato, copertura degli analisti, ren-

dimenti azionari e liquidità più elevati. Inoltre, l'attività di engagement sembra generare aggiustamenti significativi delle valutazioni ESG delle aziende stesse, riflesse in un miglioramento dei rating ESG. L'attivismo ha più probabilità di successo per le aziende con un buon track record ESG ex ante, con inferiore concentrazione della proprietà e tassi di crescita più moderati. Le attività di engagement giudicate di successo mostrano una relazione positiva con la crescita delle vendite, senza impattare sulla redditività. Da ultimo, le società oggetto di engagement hanno una performance superiore del 2,7% rispetto a un gruppo di controllo nei 6 mesi successivi all'inizio del dialogo, mentre le società con la valutazione ESG ex ante più bassa (ultimo quartile per rating ESG) hanno un extra rendimento del 7,5% a 1 anno dall'engagement.

Engagement e rischio

Da ultimo, un paper del gennaio 2018 analizza la relazione tra attività di engagement e riduzione del rischio (*Ho-*

epner, Oikonomou, Sautner, Starks, Zhou, ESG shareholder engagement and downside risk, Gennaio 2018). In particolare, il lavoro esamina se l'engagement su temi ambientali, sociali e di governance possa avvantaggiare gli azionisti riducendo il rischio di perdita delle imprese, misurato utilizzando come misuratori i momenti parziali inferiori (lower partial moments, LPM) e il value-at-risk (VaR). Utilizzando un database proprietario, che include 296 aziende oggetto di engagement in un periodo che va dal 2005 al 2014, la ricerca trova risultati a supporto di questa ipotesi. Inoltre si trova che gli effetti misurati sul rischio variano a seconda del successo dell'engagement e dei temi di engagement. L'engagement appare più efficace nel ridurre il rischio di perdita quando si affrontano temi legati alla governance o alla strategia e quando i cambiamenti nelle politiche ambientali delle imprese (specialmente in relazione al rischio climatico) sono accompagnati da miglioramenti della governance.

I risultati dell'analisi, pur avendo un livello di significatività statistica piuttosto basso, rinforzano la convinzione che un'attività di engagement di successo si associ più facilmente a imprese con rischio di perdita del valore di mercato più contenuto.

Il processo di engagement: Caso Etica SGR

L'engagement sviluppato da Etica SGR si distingue in due attività:

- Voto in assemblea (di persona o tramite piattaforma), realizzabile solo in caso di possesso di azioni dell'azienda
- Dialogo con l'azienda

Per stimolare un dialogo con le aziende sul tema dello sviluppo sostenibile, dal 2017 Etica SGR ha scelto di legare le tematiche discusse durante il dialogo con le aziende con gli Obiettivi di sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite (SDG).

I principali benefici attesi sono:

- Identificare domande e obiettivi del dialogo: poiché gli SDG sono

collegati a obiettivi specifici e sono rivolti sia alle aziende che agli investitori, facilitano l'identificazione di obiettivi comuni e quantificabili (ad esempio tramite l'iniziativa SBT (<http://sciencebasedtargets.org/>) in relazione agli obiettivi di riduzione delle emissioni).

- Facilitare la comprensione della domanda: poiché richiedono il supporto di investitori e aziende, gli SDG aiutano a trovare un linguaggio comune su cui basare il dialogo.
- Facilitare l'efficacia del dialogo: poiché sono universalmente accettati, le aziende coinvolte vedono i benefici di agire non solo in termini di migliore gestione del rischio e efficienza operativa, ma anche in termini di comunicazione con il pubblico.

L'attività di engagement è realizzata in modo coerente con i Principi di Stewardship italiani promossi dal Comitato di Corporate Governance di Assogestioni (<http://www.assoge->

stioni.it/index.cfm/1,815,0,49,html/principi-italiani-di-stewardship) e con i Principi per gli investimenti responsabili delle Nazioni Unite (UN PRI - <https://www.unpri.org/>).

Il voto nelle assemblee degli azionisti e il dialogo sono definiti sulla base della Politica di engagement, un documento pubblicato sul sito della società (<https://www.eticasgr.it/il-nostro-investimento-responsabile/engagement/>).

Il dialogo è condotto in modo indipendente o in collaborazione con reti di investitori internazionali, come UN PRI, ICCR (Interfaith Center on Corporate Responsibility) e SfC (Shareholders for Change).

La scelta delle aziende con cui interagire, tra quelle in portafoglio, avviene sulla base di parametri specifici e predefiniti. In particolare, si considerano:

- Prossimità territoriale: ad esempio si favorisce il dialogo con aziende italiane.
- Continuità del dialogo: ad esempio si preferisce proseguire dialo-

ghi già in corso con interlocutori reattivi.

- Collaborazione: quando possibile, si favorisce l'azione collettiva, ad esempio in relazione a mozioni e richieste presentate insieme ad altri investitori nell'ambito di network quali ICCR, PRI o SfC.
- Controversie: si analizza la presenza e la gravità di notizie controverse.

Inoltre, per definire le richieste, si considerano i seguenti aspetti:

- Settore: alcuni settori sono più esposti a problemi specifici, con un maggiore impatto sul business (ad esempio cibo, industria automobilistica e materiali sono più esposti al tema dei cambiamenti climatici).
- Area geografica: alcune aree geografiche sono più esposte a problemi specifici (ad esempio, alcune economie emergenti sono più esposte ai rischi legati al mancato rispetto dei diritti umani e del lavoro).

Tabella 1**Ambiti strategici di dialogo legati alla dimensione ambientale**

Ambito	SDG	Tema	Richieste alle aziende
Biodiversità	15	Deforestazione	Rendicontare l'impatto in termini di deforestazione
	14	Plastic water pollution	Dimostrare di aver condotto un risk assessment sul tema
	15	Pollinators	Dimostrare di aver condotto un risk assessment sul tema
		Pesticidi	Percentuale di prodotti acquistati o venduti che sono in linea con l'utilizzo di un programma di Integrated Pest Management (IPM)
Cambiamento climatico	13	Gestione delle emissioni (mitigazione)	Rendicontare le emissioni
			Fissare dei target di riduzione delle emissioni
			Fissare dei target di riduzione delle emissioni di tipo Science Based
			Investire per un'economia low carbon
	13	Climate adaptation	Dimostrare di aver condotto un risk assessment dell'esposizione degli impianti al rischio idrogeologico
	15	Deforestazione	Olio di palma: tracciare la catena di fornitura
Olio di palma: fissare obiettivi di approvvigionamento da fornitori certificati RSPO			
Gestione della risorsa idrica	6	Uso efficiente della risorsa idrica	Rendicontare i consumi idrici
			Fissare dei target di riduzione dei consumi idrici
			Investire per aumentare l'efficienza dei consumi idrici

Fonte: Etica SGR, Piano di engagement 2018 (estratto)

- Dimensione, in termini di capitalizzazione di mercato: solitamente le grandi aziende sono più esposte ai rischi ESG.

Partendo da questi presupposti, ogni anno Etica SGR definisce un piano di engagement, identificando gli ambiti di impegno strategici e tattici in termi-

ni di voto e dialogo. Tali ambiti sono legati alle dimensioni ESG e articolati in una serie di temi, a loro volta legati a specifici SDG.

Ad esempio, gli ambiti strategici di dialogo del 2018 riconducibili alla dimensione ambientale sono:

- Biodiversità
- Cambiamento climatico
- Gestione della risorsa idrica

Tali ambiti sono articolati in temi, legati agli SDG, e in richieste specifiche per le aziende secondo l'esempio riportato nella Tabella 1.

Laddove possibile, inoltre, i temi sono legati alla prima proposta di tassonomia introdotta dall'High level expert group (HLEG) sulla finanza sostenibile della Commissione Europea.

Pertanto, il processo di engagement è articolato nelle seguenti fasi:

1. Definizione della politica di engagement
2. Definizione del piano di engagement
3. Analisi e identificazione delle aziende target e delle richieste in fase di dialogo (o dei voti in assemblea)
4. Attività di dialogo e voto
5. Valutazione dell'attività di dialogo svolta durante l'anno
6. Pubblicazione di un report che relazioni il pubblico circa l'attività svolta durante l'anno (*Il report relativo all'attività svolta durante il 2017 è disponibile al link: <https://www.eticasgr.it/il-nostro-investimento-responsabile/engagement/>*)

La valutazione dell'attività di dialogo è quantificata e dipende da una serie di fattori, tra cui la natura della domanda (ad esempio se legata ad una politica aziendale, alla gestione dell'azienda o a dei dati di performance), la capacità di risposta dell'azienda e la qualità del feedback / azione dell'azienda (ad esempio: se l'azienda non comprendere il rischio che sta correndo; se la risposta è generica o se è dettagliata e supera le aspettative).

L'attività di engagement: case-study settore utility

Secondo questo processo, di seguito si riporta il caso di un'attività di engagement realizzata tra il 2017 e il 2018, in particolare il caso di una richiesta nell'ambito del cambiamento climatico.

Target

Società multi-utility italiana attiva negli ambiti elettricità (produzione, distribuzione, commercio e vendita), gas (fornitura, distribuzione, commercio e vendita), teleriscaldamento, rifiuti (raccolta, trattamento e smaltimento), ciclo idrico integrato, illuminazione pubblica e altre attività. La Società soddisfa i requisiti relativi a prossimità territoriale e continuità del dialogo di cui si è fatto cenno in precedenza.

Ambito

Cambiamento climatico

Tema

Gestione delle emissioni (mitigazione), tema legato all'SDG 13 (Climate action)

Richiesta

Fissare dei target di riduzione delle emissioni di tipo Science Based (c.d. Science Based Target o SBT) (*SBTI (Science Based Target Initiative)* è un'iniziativa promossa da CDP (già Carbon Disclosure Project), UN Global Compact (UNGC), World Resource Institute (WRI) e dal WWF, per consentire alle aziende di fissare degli obiettivi di riduzione delle emissioni di gas ad effetto serra (GHG). Il termine "Science Based" indica che gli obiettivi adottati dalle aziende sono in linea con il livello di decarbonizzazione richiesto per contenere l'incremento della temperatura globale al di sotto dei 2°C, come descritto nel "Fifth Assessment Report" dell'Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC)), richiesta legata all'SDG Target 13.2 (Integrare misure sui cambiamenti climatici nelle politiche, nelle strategie e nella pianificazione nazionali)

Obiettivo e impatto atteso dell'attività di dialogo

L'analisi di Etica SGR ha identificato

un gap tra gli obiettivi di riduzione delle emissioni della Società, fissati al 62% rispetto all'anno di riferimento 2010 (fonte: CDP Climate change questionnaire) e il SBT per il settore Utility, fissato al 67% rispetto all'anno di riferimento 2013 (a questo proposito è necessario sottolineare che il perimetro adottato per calcolare tali obiettivi è diverso).

Poiché ambito, tema e potenziale impatto sono stati valutati come rilevanti e materiali per una società operante nel settore delle utility, Etica SGR ha chiesto alla Società di ridefinire il proprio obiettivo per allinearlo con l'iniziativa Science-Based Target. Tale richiesta è stata espressa durante alcuni incontri con la Società, in cui sono state spiegate le ragioni della richiesta e i suoi possibili impatti positivi per il business e l'immagine aziendale, e ribadita durante l'intervento all'assemblea annuale degli azionisti.

Risultato dell'attività di dialogo

Ad aprile 2018, la Società ha dichiarato formalmente il proprio impegno

per formulare obiettivi di tipo Science Based, iniziando così un processo di dialogo nell'ambito dell'iniziativa SBT.

Misurazione dell'impatto del dialogo

L'impatto, in termini di sostenibilità e di riduzione dell'esposizione del portafoglio al rischio climatico, può essere misurato sulla base delle emissioni risparmiate in seguito alla modifica degli obiettivi. Le principali fonti adottate per valutare l'impatto saranno pertanto il questionario di CDP (già Carbon Disclosure Project - <https://www.cdp.net/en>) sul cambiamento climatico e i documenti pubblicati dalla società stessa.

L'impatto sarà monitorato su base annuale e sarà misurato anche attraverso il calcolo della carbon footprint del portafoglio azionario, realizzato su base annuale da Etica SGR fin dal 2015 (*Ulteriori informazioni circa il calcolo della carbon footprint del 2017 sono disponibili al link: <https://www.eticasgr.it/blog/carbonfootprint/>*).

L'attività di engagement: case-study settore automotive

Target

Società tedesca attiva nella produzione e vendita di automobili e motocicli e operante a livello globale. La Società soddisfa il requisito relativo alla continuità del dialogo di cui si è fatto cenno in precedenza.

Ambito

Diritti umani

Tema

Diritti umani nella catena di fornitura, tema legato all'SDG 8 (Decent work and economic growth)

Richiesta:

Fornire un aggiornamento circa il progresso di un'investigazione interna riguardo il comportamento di un fornitore di primo livello e di un altro fornitore specifico (prosecuzione di un dialogo avviato nel 2017).

Richiesta legata all'SDG Target 8.7 (Prendere misure immediate ed ef-

ficaci per sradicare il lavoro forzato, porre fine alla schiavitù moderna (c.d. modern slavery) e alla tratta di esseri umani e assicurare il divieto e l'eliminazione delle peggiori forme di lavoro minorile, incluso il reclutamento e l'uso di bambini soldato, ed eliminare entro il 2025 il lavoro minorile in tutte le sue forme).

Obiettivo e impatto atteso dell'attività di dialogo

L'analisi di Etica SGR ha identificato il possibile coinvolgimento di alcuni fornitori della Società, di livello secondo o inferiore, in episodi di sfruttamento del lavoro minorile.

Poiché ambito, tema e potenziale impatto sono stati valutati come rilevanti e materiali per una società operante nel settore automotive (le principali case automobilistiche interessate a sviluppare tecnologie elettriche sono ancora dipendenti dall'estrazione di minerali da Paesi con limitate tutele dei diritti umani, si pensi al cobalto, di cui uno dei maggiori produttori è la Repubblica Democra-

tica del Congo - *A questo proposito, si veda l'articolo <https://www.ft.com/content/3b72645a-91cc-11e8-bb8f-a6a2f7bca546>*) durante alcune conference call, Etica SGR ha chiesto alla Società di fornire assicurazioni sui passi intrapresi per verificare i fatti e per limitare il rischio che fatti di questo tipo si possano manifestare in futuro.

Risultato dell'attività di dialogo

L'investigazione interna della Società non ha trovato irregolarità.

Ad ogni modo la Società sottoporrà una delle aziende coinvolte nell'indagine a audit su base annuale e ha preso contatto con le autorità locali perché si sviluppino standard più stringenti di gestione dell'attività estrattiva.

Inoltre, la Società ha sviluppato un modulo dedicato ai diritti umani e un sistema di reclamo nell'ambito della propria politica di gestione della catena di fornitura.

Il dialogo su questo tema è ancora in corso.

Misurazione dell'impatto del dialogo

L'impatto, in termini di riduzione dell'esposizione del portafoglio ai rischi, principalmente, ma non solo, di natura reputazionale e regolamentare, può essere misurato sulla base di indicatori quantitativi del rischio reputazionale d'impresa (sviluppati da service provider specializzati e già disponibili sul mercato), insieme ad altri indicatori relativi alla gestione dei fornitori, quali l'attività di audit, la sua estensione ai sub-fornitori e la pubblicazione dei relativi risultati.

L'impatto sarà monitorato su base periodica (con periodicità variabile a seconda del tipo di indicatore) e contribuirà a definire le azioni di dialogo da sviluppare.

Finito di stampare nel mese di settembre 2018 presso:

ARTI GRAFICHE FIORIN SpA

Via del Tecchione, 36

20098 Sesto Ulteriano-S.Giuliano Milanese (MI)

DISCLAIMER

Il contenuto della presente pubblicazione ha carattere puramente informativo ed esprime l'opinione personale dei contributori e non rappresenta la posizione ufficiale di CFA Society Italy né dei datori di lavoro degli autori.

Nessuna delle informazioni ivi contenute costituisce una consulenza, una raccomandazione o una sollecitazione all'investimento, né l'offerta per la prestazione di un servizio di investimento.

Inoltre, tali informazioni non costituiscono e non devono essere intese come ricerca in materia di investimenti; il contenuto del presente documento non soddisfa, pertanto, i requisiti normativi previsti per l'indipendenza della ricerca finanziaria. Il presente documento è stato elaborato con le informazioni disponibili alla data in cui lo stesso è stato redatto, suscettibili di variazioni in qualunque momento. Il presente documento è privo delle informazioni idonee a determinare, in concreto, la propensione al rischio e, dunque, non può e non deve costituire la base per assumere alcuna decisione di investimento. Tutte le operazioni descritte vengono riportate come semplici spunti di riflessione.

Il presente documento è stato predisposto sulla base di dati elaborati da Open Financial Communication e sulla base di informazioni considerate affidabili pubblicamente disponibili o di altre fonti di terze parti. Open Financial Communication non garantisce l'accuratezza, la completezza e la correttezza dei dati e delle informazioni contenuti in questo documento e declina ogni responsabilità al riguardo.

Il presente documento non intende sostituire in alcun modo le autonome e personali valutazioni che il lettore è tenuto a svolgere prima della conclusione di qualsiasi operazione di investimento. Il lettore si assume ogni responsabilità relativamente alle proprie scelte di investimento, che sono prese in completa autonomia. Prima dell'investimento, qualunque investitore è tenuto a prendere attenta visione della documentazione relativa allo strumento finanziario oggetto dell'operazione, la cui sussistenza è disposta dalla applicabile normativa di legge e regolamentare tempo per tempo vigente. Open Financial Communication declina ogni responsabilità per eventuali conseguenze che dovessero derivare da un'operatività fondata sui contenuti di questo volume.

Le informazioni riguardanti le performance passate di qualsiasi strategia di investimento non garantiscono e non sono indicative di possibili performance future. L'investimento in strumenti finanziari può comportare un elevato grado di rischio e può comportare perdite anche superiori al capitale inizialmente impegnato. Tale documento non costituisce materiale pubblicitario ma è redatto solo ed esclusivamente a carattere informativo.

Autori

Angelo Meda, CFA, CIPM - Responsabile Azionario e Portfolio Manager - BANOR SIM

Angelo Meda è responsabile azionario e gestore presso BANOR SIM, dove dal 2009 coordina un team di 10 analisti tra Milano e Londra. È stato precedentemente analista in Ribofin per 6 anni. È laureato in Economia Aziendale presso l'Università Bocconi di Milano (2004), CFA Charterholder (2009) e detiene la CIPM Designation dal 2011.

Matt Orsagh, CFA, Director, Capital Markets Policy, CFA Institute

Matthew lavora da oltre dieci anni nell'ambito della corporate governance ed ha esperienza nella corporate governance legata all'ESG, ai diritti degli azionisti e alla regolamentazione finanziaria. Nel 2008 la Yale School of Management lo ha incluso tra le "Rising Stars of Corporate Governance".

Marina Pardini, ESG Analyst - Etica SGR, Gruppo Banca Etica

Marina svolge attività di analisi ed engagement di emittenti quotati in base a criteri ESG. Precedentemente, ha lavorato sui temi della sostenibilità in KPMG e nel Programma delle Nazioni Unite per l'ambiente. Ha conseguito la Laurea Specialistica in Economia Ambientale presso la London School of Economics e la Laurea Triennale presso l'Università Bocconi. Attualmente è CFA Level 3 candidate.

Antonella Puca, CFA, Founder and Managing Partner, Ursa Fund Solutions

Antonella Puca svolge attività di consulenza strategica e operativa nell'ambito dei fondi di investimento privati e degli alternative investments con sede a New York. Ha svolto il ruolo di Director, GIPS, CFA Institute, Treasurer of the Board, CFA Society of New York e Member, Research Committee, AIMA. Ha lavorato con EY, KPMG e RSM a San Francisco e New York.

Patrizia Saviolo, CFA - Principal - GEA Consulenti

Patrizia è Principal di GEA Consulenti. Si occupa di strategia, corporate finance e controllo di gestione. È inoltre un'esperta di startup. Ha iniziato la sua carriera in Hewlett Packard come finance analyst ed è stata Planning and Reporting Manager di Levi's. Si è laureata con lode all'Università di Torino ed è CFA Charterholder. Ha all'attivo diverse pubblicazioni, tra cui seekingalpha.com.

CFA Society Italy

CFA Society Italy è l'associazione Italiana dei professionisti che lavorano nell'industria finanziaria italiana.

CFA Society Italy nata nel 1999 come organizzazione no profit, è affiliata a CFA Institute, l'associazione globale di professionisti degli investimenti che definisce gli standard di eccellenza per il settore. CFA Society Italy ha attualmente oltre 400 soci attivi, nel mondo i professionisti certificati CFA® sono oltre 150.000.

Assegnato per la prima volta nel 1963, CFA® è la designazione di eccellenza professionale per la comunità finanziaria internazionale. Il programma CFA® offre una sfida educativa davvero globale in cui è possibile creare una conoscenza fondamentale dei principi di investimento, rilevante per ogni mercato mondiale.

I soci che hanno acquisito la certificazione CFA® incarnano le quattro virtù che sono le caratteristiche distintive di CFA Institute: Etica, Tenacia, Rigore e Analisi.

CFA Society Italia offre una gamma di opportunità educative e facilita lo scambio aperto di informazioni e opinioni tra professionisti degli investimenti, grazie ad una serie continua di eventi per i propri membri.

I nostri soci hanno la possibilità di entrare in contatto con la comunità finanziaria italiana aumentando il proprio network lavorativo. I membri di CFA Society Italy hanno inoltre la possibilità di partecipare attivamente ad iniziative dell'associazione, che consentono di fare leva sulle proprie esperienze lavorative.

L'iscrizione e il completamento degli esami del programma CFA®, anche se fortemente raccomandati, non sono un requisito per l'adesione e incoraggiamo attivamente i professionisti italiani del settore finanziario a unirsi alla nostra associazione.