



Dipartimento di Impresa & Management

Cattedra di Economia dei mercati e degli intermediari finanziari

L'investimento responsabile: Il fattore E.S.G. nella gestione di portafoglio

Prof. Claudio Boido

RELATORE

Francesca Baioli

CANDIDATO

Matricola: 220271

Anno Accademico 2019/2020

INDICE

| | |
|---|----|
| INTRODUZIONE | 3 |
| CAPITOLO PRIMO: L'INQUADRAMENTO FINANZIARIO DEGLI ESG | 4 |
| 1.1 I PLAYERS E I DRIVERS DELL'INVESTIMENTO RESPONSABILE..... | 4 |
| 1.1.1 PERCHÉ INVESTIRE RESPONSABILMENTE? | 7 |
| 1.1.2 I PRINCIPI DELL'INVESTIMENTO RESPONSABILE..... | 9 |
| 1.2 LA ESG NELLE SCELTE DI ASSET ALLOCATION | 10 |
| 1.2.1 I TITOLI ESG | 10 |
| 1.2.2 LA CRESCENTE IMPLEMENTAZIONE DEGLI ESG | 13 |
| 1.2.3 IL PESO CRESCENTE DEGLI ESG PER GLI ASSET MANAGER..... | 14 |
| 1.2.4 IL PESO CRESCENTE DEGLI ESG NEI PORTAFOGLI HEDGE FUND | 16 |
| 1.2.5 IL COMPORTAMENTO DEGLI INVESTITORI DEGLI ESG..... | 20 |
| CAPITOLO SECONDO: I FALSI ESG: LE CONTROVERSIE E LE MISURE PER RISOLVERE IL PROBLEMA | 23 |
| 2.1 LE CONTROVERSIE DEGLI ESG: IL GREENWASHING E IL WHITEWASHING..... | 23 |
| 2.2 LE CONTROVERSIE ESG SULLE PERFORMANCE NEL MONDO FINANZIARIO | 25 |
| 2.3 LE MISURE ADOTTATE ED IMPLEMENTABILI PER RIDURRE IL PROBLEMA DELLE CONTROVERSIE..... | 27 |
| CAPITOLO TERZO: ANALISI E CONFRONTO DI PORTAFOGLI CON E SENZA ESG | 32 |
| 3.1 METODOLOGIA..... | 32 |
| 3.2 ANALISI DI RICERCA | 33 |
| 3.2.1 CAMPIONE | 33 |
| 3.2.2 REDDITIVITÀ DEI PORTAFOGLI | 34 |
| 3.2.3 RISCHIO DEI PORTAFOGLI..... | 38 |
| CONCLUSIONE | 42 |
| BIBLIOGRAFIA | 44 |
| SITOGRAFIA | 45 |
| RINGRAZIAMENTI | 46 |

Introduzione

Il perimetro degli investimenti sostenibili e responsabili (SRI) è molto ampio, poiché non si limita più ai singoli settori “green”, ma riguarda ogni investimento che coniuga valore per gli investitori a ricadute positive sull’ambiente e sulla società nel suo complesso. Si fa riferimento quindi non solo all’impatto ambientale, ma a “fattori ESG” (Environmental Social Governance).

L’obiettivo di questo elaborato è in primo luogo di illustrare l’investimento sostenibile e successivamente di confrontare due portafogli di cui uno con titoli ESG e uno senza, per dimostrare che quello composto da titoli ESG abbia un rendimento superiore.

L’elaborato viene strutturato in tre parti: la prima, ha il compito di esporre l’investimento sostenibile focalizzando l’attenzione sull’ESG e i pro e contro dell’implementazione di questo fattore nelle scelte di investimento.

Il secondo capitolo inquadra il fenomeno dei falsi ESG e delle loro controversie nonché il loro effetto sulle performance in tre mercati principali: Stati Uniti, Europa e Asia Pacifico. Sono state inoltre individuate una serie di misure che possono essere adottate per ridurre tale problema.

Infine, nel terzo verrà condotta una verifica per misurare la relazione rischio rendimento sui due portafogli sopra menzionati.

CAPITOLO PRIMO: L'INQUADRAMENTO FINANZIARIO DEGLI ESG

1.1 I PLAYERS E I DRIVERS DELL'INVESTIMENTO RESPONSABILE

L'investimento responsabile è una strategia di investimento che cerca di combinare i benefici sociali e/o ambientali con dei ritorni finanziari, collegando così le preoccupazioni sociali, etiche, ecologiche ed economiche degli investitori. Sotto certe condizioni, questi indici contribuiscono anche ad attrarre capitali stranieri, cercando la partecipazione internazionale nei mercati dei capitali locali.

La politica dell'investimento responsabile dovrebbe perseguire lo scopo di gestire quei fattori che sono drivers importanti dei rischi e rendimenti di investimento del fondo limitando contemporaneamente l'attenzione su fattori che non sono rilevanti per il valore finanziario del fondo (Croft Thomas e Malhotra Annie, 2017). In tal senso, la politica di investimento responsabile può essere usata per “selezionare compagnie gestite meglio che possono mitigare i rischi e sfruttare le opportunità” (NAPF, 2013).

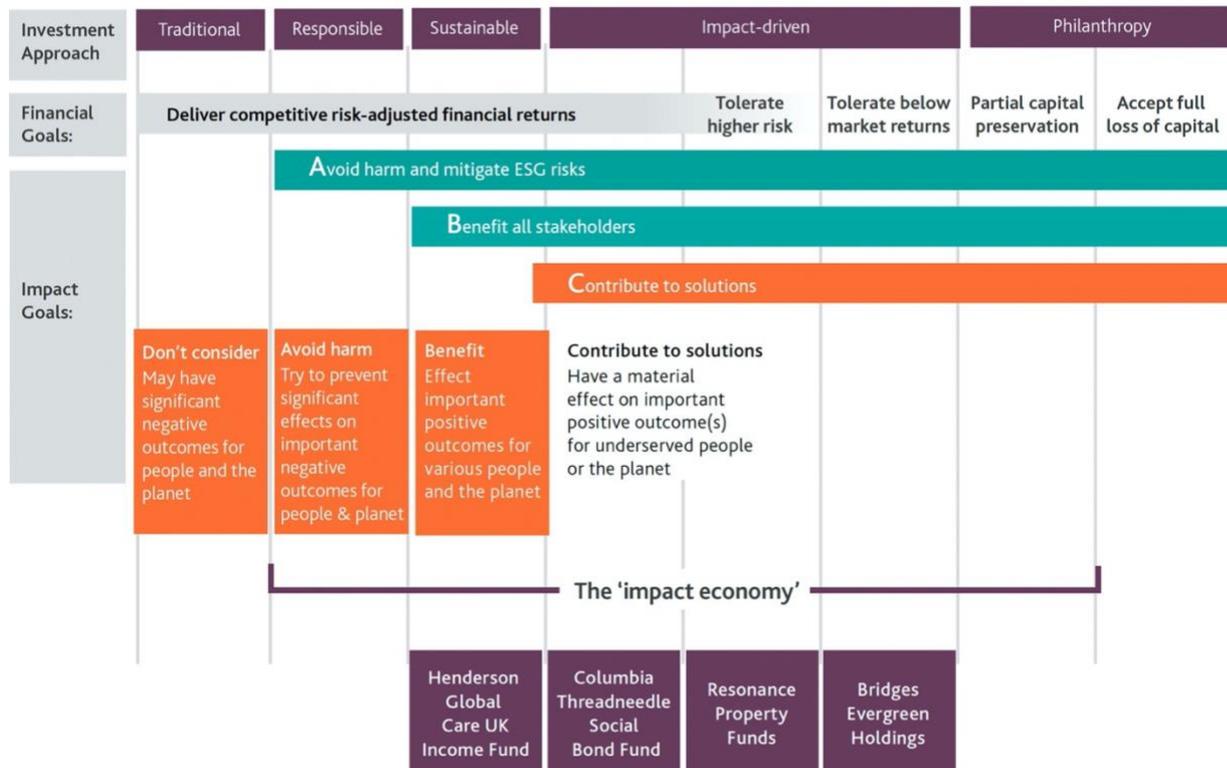
La Corporate Social Responsibility (CSR) è invece una parte del management dell'impresa che persegue il bene pubblico indipendentemente da quello che è richiesto dalla legge. Più precisamente, il CSR è una funzione del comportamento dell'impresa verso i suoi diversi *stakeholder*. In termini di pratiche di management, CSR rappresenta delle attività multidimensionali discrezionali dell'impresa che includono azioni sociali, etiche, ambientali e politiche.

Attualmente, ci sono più di 80 diversi termini utilizzati per descrivere una serie di approcci sorprendenti che sono emersi sotto l'ombrello di investimento sostenibile. Per tracciare la strada da seguire, molti usano lo schema intitolato “The Spectrum of Capital”, che è stato sviluppato dal “The Impact Management Project” (Figura 1).

Lo spettro del capitale è un ottimo modo per mostrare come i diversi approcci di investimento, e i loro obiettivi finanziari, si allineano all'impatto che producono sulle persone e sul Pianeta. Esso contempla la sostenibilità come un percorso progressivo che si concentra sugli obiettivi finanziari e non finanziari, mirati dagli investitori mentre avanzano nelle diverse fasi. A queste due serie di obiettivi sono attribuiti pesi separati e diversi nei portafogli degli investitori in quanto progrediscono da sinistra a destra nella figura.

Il termine “sostenibilità” è utilizzato ampiamente per descrivere il percorso lungo questo spettro.

Figura 1: The Spectrum of Capital



Fonte: UK National Advisory Board on impact investing & Impact Management Project. *The Rise of Impact — Five steps towards an inclusive and sustainable economy, 2017*

All'estremo sinistro dello spettro si trova l'approccio tradizionale, il quale prevede investimenti mirati per i rendimenti finanziari corretti per il rischio, che hanno un impatto limitato o non tengono conto né dell'impatto né delle pratiche ambientali, sociali e di governance (ESG).

Successivamente ci sono gli investimenti responsabili e gli investimenti sostenibili. I primi mirano a mitigare i rischi ESG e ad evitare danni alla società; quelli sostenibili invece, perseguono attivamente risultati ESG positivi per la società. Tuttavia, la chiave di entrambi i tipi di strategie di investimento rimane la preoccupazione prioritaria di ottenere rendimenti finanziari competitivi.

Al quarto livello si trovano gli investimenti di impatto. Questa strategia di investimento prevede un'allocazione di capitale verso soluzioni di impatto misurabili che affrontano le sfide ESG e SDG (diciassette obiettivi di sviluppo sostenibile identificati dalle Nazioni Unite per lo Sviluppo Sostenibile del 2030 che forniscono un percorso comune per un futuro migliore e più sostenibile), generando al contempo un ritorno finanziario commerciale. Gli investimenti di impatto considerano sia gli elementi della finanza e quindi l'ottenimento di rendimenti finanziari competitivi, sia della

filantropia, che tollera invece progetti a rischio più elevato o rendimenti finanziari inferiori al mercato.

All'estremo destro infine vi è l'approccio filantropico che consiste in un'allocazione del capitale motivata dalla fornitura di soluzioni d'impatto che affrontano gli SDG. Gli investitori filantropici, a differenza degli altri livelli dello Spettro, non si aspettano un ritorno finanziario. Il filantropo di oggi è motivato sia dall'impatto che ogni potenziale finanziamento avrà, sia dall'efficienza con cui il suo denaro sarà utilizzato.

Nell'ultimo decennio, il viaggio lungo lo Spettro del Capitale ha riguardato per lo più l'esclusione delle *sin stocks*: azioni di aziende associate ad attività ritenute non etiche (come il tabacco, le armi, i combustibili fossili, gli abusi dei diritti umani e i poveri standard di lavoro).

Attualmente, la maggior parte dei grandi investitori istituzionali si sta muovendo verso l'estremità destra dello spettro in mercati liquidi (infrastrutture, *private equity* e debito privato) per puntare agli impatti sociali e finanziari, pur generando rendimenti dei tassi di mercato (livelli 4-5). In parte, questo succede perché queste classi di azioni hanno veicoli personalizzati di durata molto più lunga con metriche chiare e monitoraggio. Al contrario, nei mercati pubblici, lo stesso interesse degli investitori per la sostenibilità è in gran parte progredito ai livelli 2-3 a causa di una varietà di sfide, come la mancanza di dati affidabili sulle questioni di sostenibilità.

Esistono numerose differenze nell'ambito dell'investimento responsabile tra paesi. Nel complesso, in tutte le classi di azioni, l'Europa è al primo posto, seguita dagli Stati Uniti e poi dall'Asia Pacific. Queste differenze regionali riflettono l'orientamento della politica pubblica e le risposte normative, così come le differenze culturali.

L'orientamento centrale del quadro politico emergente è rivolto a un obiettivo prioritario: affrontare le esternalità negative derivanti da quelle attività aziendali quotidiane che impongono costi non compensati alla società in generale. Essi comprendono danni ambientali, fallimenti di governance, cattive pratiche di lavoro, redditi stagnanti, lo svuotamento della classe media e crescenti disuguaglianze (State Street Global Advisors, 2020).

Questo lodevole obiettivo segna un cambiamento radicale rispetto al modo tradizionale di investire, che da tempo ha mirato a rendimenti adeguati al rischio, valutati principalmente in base a criteri finanziari.

I mercati sono visti come l'anello più forte di una catena che si rafforza a vicenda, che coinvolge altri tre gruppi di partner: i governi, attraverso l'uso delle loro politiche fiscali e

commerciali di sostegno; la tecnologia, che fornisce innovazioni nel costo-efficacia della *green energy*; e i consumatori, i quali favoriscono i prodotti pro-sostenibilità.

Per i singoli gestori patrimoniali, il cambiamento implicito ha implicazioni enormi in una serie di settori della catena del valore: ricerca, processo di investimento, selezione delle scorte, costruzione del portafoglio, talent pool, incentivi per il personale, determinazione dei prezzi dei fondi, distribuzione, coinvolgimento del cliente e rendicontazione delle prestazioni.

1.1.1 PERCHÉ INVESTIRE RESPONSABILMENTE?

Ci sono diverse forze che guidano la crescita dell'investimento responsabile che includono:

1. **La domanda dei clienti:** I beneficiari e i clienti chiedono sempre più una maggiore trasparenza su come e dove viene investito il loro denaro. Queste richieste sono guidate da un lato dalla crescente consapevolezza che i fattori ESG influenzano il valore, i rendimenti e la reputazione della società, dall'altro, dalla crescente attenzione sugli impatti ambientali e sociali delle società in cui sono investiti.

Lo screening negativo, che esclude determinati settori, aziende o pratiche, è l'approccio più diffuso per integrare i valori in un portafoglio o fondo.

2. **Regolamentazione:** Sin dalla metà degli anni Novanta, la regolamentazione dell'investimento responsabile è aumentata significativamente con un particolare aumento degli interventi politici dalla crisi finanziaria del 2008. Il cambiamento della regolamentazione è stato anche guidato da una consapevolezza tra le autorità di regolamentazione nazionali e internazionali che il settore finanziario può svolgere un ruolo importante nell'affrontare le sfide globali come il cambiamento climatico, la schiavitù moderna e l'elusione fiscale.

La maggior parte dei regolamenti relativi all'investimento responsabile possono essere raggruppati in tre categorie, riflettendo le varie parti della catena dell'investimento: proprietari delle azioni, amministrazione e informativa societaria (Tabella 1).

3. **Materiality:** C'è un crescente riconoscimento nel settore finanziario e nel mondo accademico, che i fattori ESG influenzano i rendimenti degli investitori. Includere esplicitamente e sistematicamente i problemi ESG nell'analisi degli investimenti e nelle decisioni – per gestire meglio i rischi e migliorare i rendimenti – si chiama integrazione ESG.

Tabella 1: Le categorie dei regolamenti relativi all’investimento responsabile.

| Proprietari delle azioni | Amministrazione | Informativa societaria |
|---|---|---|
| I proprietari delle azioni si focalizzano solitamente sui requisiti informativi dei fondi pensione (per esempio come parte di una dichiarazione di principi di investimento) o principali proprietari di azioni dello Stato. I regolatori prudenziali stanno iniziando a considerare il rischio climatico nel mercato assicurativo. | I codici di amministrazione governano le interazioni tra gli investitori e le società partecipate, per incoraggiare una migliore governance e proteggere gli azionisti. | Le linee guida, tipicamente dei governi o delle borse, incoraggiano o impongono alle società di divulgare le informazioni sui rischi ESG e le opportunità di cui gli investitori hanno bisogno. La divulgazione può anche aumentare la consapevolezza delle questioni ESG all’interno di una società, che può portare ad una migliore gestione. |

Fonte: PRI. *What is Responsible Investment?*

Ci sono numerosi modi per investire in maniera responsabile. Gli approcci sono tipicamente una combinazione di due aree globali.

La prima area, conosciuta come **incorporazione ESG**, consiste nel considerare questioni ESG quando si costruisce un portafoglio. Le questioni ESG possono essere incorporate in pratiche di investimento esistenti usando una combinazione di tre approcci:

1. **Best in class:** Approccio che seleziona o pesa gli emittenti in portafoglio secondo criteri ambientali, sociali e di governance, privilegiando gli emittenti migliori all’interno di un universo, una categoria o una classe di attivo;
2. **Esclusioni:** questo approccio prevede l’esclusione esplicita di singoli emittenti o settori o Paesi dall’universo investibile, sulla base di determinati principi e valori. Tra i criteri più utilizzati c’è l’esclusione delle “sin stocks”;
3. **Convenzioni internazionali:** Selezione degli investimenti basata sul rispetto di norme e standard internazionale. Gli standard più utilizzati sono quelli definiti in sede OCSE, ONU o dalle agenzie ONU (tra cui ILO, UNEP, UNICEF, UNHCR).

4. **Investimenti tematici:** Approccio che seleziona gli emittenti in portafoglio secondo criteri ambientali, sociali e di governance, focalizzandosi su uno o più temi come ad esempio i cambiamenti climatici, l'efficienza energetica, la salute, ecc.
5. **Investimento d'impatto:** Prevede investimenti in imprese, organizzazioni e fondi realizzati con l'intenzione di generare un impatto socio-ambientale positivo e misurabile, assieme a un ritorno finanziario. Questo tipo di approccio può essere realizzato sia in Paesi emergenti che sviluppati e prevedono ad esempio investimenti in microfinanza, social housing, green o social bond ecc.

La seconda area, nota come **proprietà attiva o amministrazione** consiste invece nel migliorare la performance degli ESG per gli investitori. Gli investitori possono incoraggiare le compagnie in cui hanno già investito a migliorare la gestione del rischio dei loro ESG o a sviluppare pratiche di business più sostenibili tramite:

1. **Engagement:** Attività che si sostanzia nel dialogo con l'impresa su questioni ESG per migliorare la loro gestione, includendo la divulgazione di tali questioni. Può esser fatto individualmente o in collaborazione con altri investitori;
2. **Proxy voting:** In questo caso gli azionisti esprimono formalmente l'approvazione o disapprovazione attraverso la votazione su risoluzioni e la propongono di risoluzioni su specifiche questioni ESG.

1.1.2 I PRINCIPI DELL'INVESTIMENTO RESPONSABILE

I Principi dell'Investimento Responsabile (PRI) sono stati sviluppati da un gruppo internazionale di investitori istituzionali e definiscono l'investimento responsabile come una strategia e una pratica che incorpora fattori ambientali, sociali e di governance (ESG) nelle decisioni di investimento e di proprietà attiva. Questi Principi, riflettono la crescente rilevanza delle questioni ambientali, sociali e di governance aziendale per le pratiche di investimento.

I sottoscrittori PRI si impegnano ad implementare i sei Principi per l'Investimento Responsabile in tutta l'organizzazione:

Principio 1: Incorporare i problemi ESG nell'analisi di investimento e nei processi decisionali.

Principio 2: Essere azionisti attivi e incorporare i problemi ESG nelle politiche e pratiche di azionariato.

Principio 3: Esigere un'adeguata rendicontazione sulle pratiche ESG da parte delle aziende oggetto di investimento.

Principio 4: Promuovere l'accettazione e l'implementazione dei Principi all'interno del settore degli investimenti.

Principio 5: Collaborare per migliorare l'efficacia nell'attuazione dei Principi.

Principio 6: Rendicontare periodicamente sulle attività e sui progressi compiuti verso l'attuazione dei Principi

1.2 LA ESG NELLE SCELTE DI ASSET ALLOCATION

1.2.1 I TITOLI ESG

Il concetto di ESG è stato proposto per la prima volta in un report dei Principi di Investimento Responsabile (PRI) delle Nazioni Unite.

In particolare, ESG sta per **E**nvironmental, **S**ocial e **G**overnance (ambiente, sociale e governance), un concetto ormai affermatosi nel settore finanziario come base per giudicare la sostenibilità degli investimenti.

E

S

G

Environmental

Social

Governance



- Emissioni di CO₂ e cambiamento climatico;
- Efficienza dell'energia e gestione dell'inquinamento e dello spreco;
- Scarsità dell'acqua;
- Crescita della popolazione;
- Biodiversità;
- Sicurezza alimentare;
- Deforestazione.

- Diritti umani;
- Condizioni e standard di lavoro;
- Lavoro minorile;
- Uguaglianza;
- Salute e sicurezza;
- Gestione della catena di approvvigionamento;
- Moderne forme di schiavitù.

- Indipendenza e diversità dei consigli di amministrazione;
- Tangenti e corruzione;
- Compensazione degli esecutivi;
- Lobby politiche e donazioni;
- Strategie di tassazione;
- Indipendenza dei Revisori dei Conti;
- Diritti degli azionisti.

L'ESG può essere un termine confusionario: alcune organizzazioni lo utilizzano come termine container che copre un'ampia gamma di attività, mentre nel quadro dei PRI, si riferisce più strettamente alla considerazione dei fattori ESG all'interno del processo di investimento.

A differenza delle esclusioni tradizionali, l'analisi ESG prende in considerazione in genere molte questioni diverse e di solito include sistemi di valutazione attraverso il rating o rating di tutti i titoli nell'universo degli investimenti. Le definizioni di ESG infatti, variano significativamente tra i fornitori di ricerca¹. Date queste sfide, è probabilmente meglio pensare all'ESG come un modo per descrivere il tipo di dati utilizzati e il metodo di lavoro, piuttosto che una quantità da misurare. In altre parole, ha più senso usare ESG come aggettivo (come “quantitativo”) piuttosto che come sostantivo (come “responsabilità sociale d'impresa”).

Le metriche ESG sono utilizzate per molti scopi diversi, quindi non è realistico supporre che l'output dei sistemi di rating ESG sarà altamente correlato più di quanto sarebbe ragionevole fare la stessa ipotesi per i modelli quantitativi. Il compito del gestore del portafoglio è quello di elaborare le strutture e i rating più appropriati per gli obiettivi di una determinata strategia (Kurtz Lloyd, 2020).

Parlando di ESG bisogna introdurre i concetti di *materiality*, alfa e rischio.

MATERIALITY

L'integrazione ESG spesso include un focus sulla *materiality* finanziaria. L'Impegno dei firmatari del PRI afferma: “Noi riteniamo che le questioni ambientali, sociali e di governo societario (ESG) possano influire sulle prestazioni dei portafogli di investimento (in varia misura tra aziende, settori, regioni, classi di azioni e nel tempo)”.

Che i fattori ESG sono finanziariamente *material*, è ormai una convinzione diffusa. Questa convinzione è sia cruciale che controversa. La Corte Suprema degli Stati Uniti ha stabilito che le informazioni dovrebbero essere considerate *material* se “la divulgazione del fatto omesso sarebbe stata vista dall'investitore ragionevole come un'alterazione significativa del mix totale di informazioni rese disponibili” (Corte Suprema, 2017). Nel 2018, il commissioner SEC Hester Peirce ha sottolineato l'importanza della “ragionevolezza” in tale formulazione osservando: ““la materiality” ha un significato stabile perché non è fattibile richiedere alla società di rispondere agli interessi dei singoli investitori, o anche gruppi di investitori” (Peirce Hester, 2018).

¹ Si rimanda al capitolo 2

Nel 2018, Il Sustainability Accounting Standards Board (SASB) ha finalizzato e pubblicato gli standard di divulgazione ESG basati sulla *materiality* per 77 settori. Tuttavia, sono in gioco molti altri standard-setter e sistemi di classificazione ESG. La Global Reporting Initiative (GRI) va esplicitamente oltre la definizione legale di *materiality* degli Stati Uniti, chiedendo la divulgazione di una varietà di fattori giudicati aventi un effetto “sull’economia, l’ambiente e/o la società” o suscettibili di “influenzare sostanzialmente le valutazioni e decisioni delle parti interessate”. In pratica, la maggior parte delle aziende non sarà in grado di soddisfare i requisiti di più di alcuni di questi quadri di riferimento. Nel novembre del 2019, l’Istituto CFA ha annunciato i suoi piani di iniziare una nuova iniziativa di *standard-setting* ESG (FundFire, 2019).

ALFA

Goldberg ritiene che: “Non ci può essere una risposta credibile in questo momento alla domanda se l’investimento ESG offra alfa. Date le molte idee diverse e a volte disparate che l’alfa ESG comprende, potremmo non arrivare mai ad una risposta” (Goldberg, 2019).

RISCHIO

Recenti ricerche² suggeriscono che alcuni fattori ESG, in particolare l’esposizione al carbonio, possono incidere sul rischio di portafoglio. L’evidenza emergente suggerisce che l’*engagement* possa influenzare positivamente sia le performance di borsa che il comportamento di investimento dei manager d’impresa.

La misurazione efficace del rischio è fondamentale per tutti, indipendentemente dal percorso di investimento adottato (State Street Global Advisors, 2019) L’approccio di investimento adottato dipende pertanto da:

- La motivazione chiave o fattore di spinta: Il pertinente fattore di spinta ESG influenza l’approccio di investimento adottato. Ad esempio, quelli motivati dalla mitigazione dei rischi ESG sono più propensi ad attuare un’integrazione sistematica o uno screening positivo, mentre quelli guidati da cambiamenti normativi e dalla pressione dei beneficiari sono più propensi ad applicare lo screening escludente;
- La capacità critica di misurazione del rischio per la scelta del gestore;

² Per maggiori approfondimenti cfr. Kurtz, Lloyd. *Three Pillars of Modern Responsible Investment*, 2020

- La capacità di misurare il successo varia tra i fattori ESG: La maggior parte degli investitori dichiara che è molto più facile misurare la governance che l'impatto ambientale o sociale. Sono pertanto necessari miglioramenti dei dati e miglioramenti nella segnalazione.

1.2.2 LA CRESCENTE IMPLEMENTAZIONE DEGLI ESG

“La società esige che le aziende, sia pubbliche che private, perseguano uno scopo sociale. Per prosperare nel tempo, ogni azienda deve non solo fornire performance finanziarie, ma anche mostrare come contribuisce positivamente alla società” (Fink Larry, 2018).

Si sta verificando negli ultimi anni una tendenza globale verso l'investimento responsabile: gli investitori istituzionali riconoscono sempre più spesso il potenziale dei fattori ESG di influenzare la valutazione e la performance finanziaria delle società in cui investono.

Nelle infrastrutture, la gestione attiva delle considerazioni ESG può creare più valore e garantire impatti positivi. Circa 90 trilioni di dollari dovranno essere investiti nel settore delle infrastrutture a livello globale entro il 2030 – il che richiede circa il doppio degli investimenti attuali – per aggiungere gli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (SDG) delle Nazioni Unite e ridurre il rischio climatico in linea con l'Accordo di Parigi³. Ci sono ancora molte sfide e opportunità per i progetti infrastrutturali da affrontare, infatti, il divario infrastrutturale rimane allarmante e sono necessari maggiori investimenti in diversi settori. In particolare, le possibili aree infrastrutturali sulle quali è necessario investire sono l'energia elettrica (poiché 840 milioni di persone vivono senza elettricità), le telecomunicazioni (il 50% della popolazione mondiale non ha accesso ad Internet), il settore dei trasporti e l'acqua (3 persone su 10 non hanno accesso a servizi di acqua potabile gestiti in modo sicuro). (KPMG, 2019).

Allo stesso tempo, la domanda di investimenti responsabili da parte dei consumatori è in aumento soprattutto da parte delle giovani generazioni. Gli investitori infatti, vogliono bilanciare rischio e rendimento e allo stesso tempo "fare la cosa giusta". Le ricerche dimostrano inoltre che tra i millennials c'è una propensione ad investire in modo responsabile: vogliono che la loro pensione sia

³ Per maggiori approfondimenti riguardo gli obiettivi di Sviluppo Sostenibile (SDG) si rimanda a UNCTAD. *Investing in Sustainable Development Goals: Part 1 – Action Plan for Private Investments in SDG*, 2015. Per maggiori approfondimenti riguardo il Paris Agreement si rimanda a United Nations. *Report of the Conference of the Parties in its twenty-first session, held in Paris from 30 November to 13 December 2015*.

investita in modo responsabile rispetto alle generazioni più anziane. Il 49% dei milionari millennials infatti, fa investimenti basati su fattori sociali (KPMG, 2019).

D'altro canto, i governi e le autorità di regolamentazione sono preoccupati per la stabilità economica e sociale a lungo termine.

Infine, i manager e i proprietari di azioni considerano l'ESG e l'investimento responsabile come un modo intelligente per ottenere un vantaggio competitivo.

1.2.3 IL PESO CRESCENTE DEGLI ESG PER GLI ASSET MANAGER

In questa fase iniziale, la sostenibilità è prevista come un percorso evolutivo di apprendimento che si basa sull'esperienza, in cui le idee generano idee. I leader aziendali delle società di *asset management* promuovono il processo di apprendimento attraverso quattro azioni importanti. In primis creano una cultura e credenza che la sostenibilità non sia solo un'altra moda, ma un cambiamento radicale nel modo in cui si investe. In secondo luogo, sfruttano la memoria collettiva dell'azienda attraverso una riflessione congiunta tra il team di investimento e il team di gestione. La terza azione prevede che i leader garantiscano che i loro gestori di portafoglio e gli analisti di ricerca sviluppino le necessarie competenze nelle dinamiche dei fattori di sostenibilità. L'ultima azione infine prevede l'incoraggiamento di un impegno regolare con le società partecipate, stabilendo aspettative realistiche e monitorando continuamente i progressi compiuti.

Questi requisiti hanno un impatto su tutte le attività vitali della catena del valore dell'investimento.

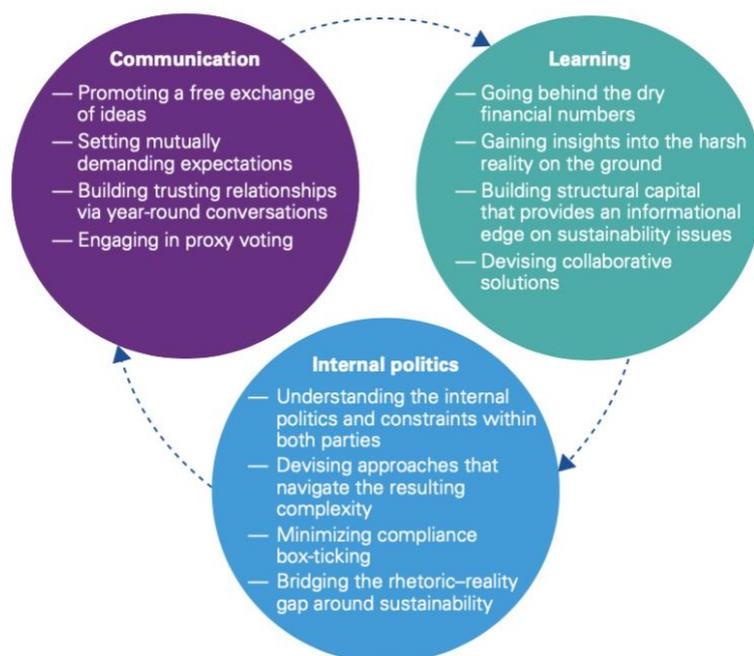
Benché le politiche di sostenibilità degli *asset manager* siano in rapida evoluzione, l'infrastruttura necessaria di dati, competenze e tecnologia deve ancora recuperare il ritardo. Il problema è aggravato dal fatto che non esistono linee guida generalmente concordate su ciò che costituisce un'azienda "buona" o "cattiva". Il risultato è duplice: il *greenwashing* o il *whitewashing*⁴. Sia gli investitori istituzionali che gli *asset manager* stanno collaborando con oltre 150 fornitori di dati per migliorare la loro attività e collaborano anche con istituzioni no-profit a livello globale per sviluppare metodologie su come misurare, rendicontare, confrontare e migliorare le performance di sostenibilità. Dal canto loro, i venditori di dati stanno sperimentando un rapido consolidamento e un'innovazione, con l'intensificarsi della concorrenza. Anche gli *asset manager* stanno sviluppando

⁴ Questi termini saranno spiegati e approfonditi maggiormente nel capitolo 2.

le proprie metodologie proprietarie al fine di ottenere un vantaggio informativo sul prezzo errato delle azioni. L'apprendimento attraverso il *learning-by-doing* rimane un potente strumento di progresso.

Secondo le aspettative, gli *asset manager* sono sempre più spesso chiamati ad agire come agenti di cambiamento, cercando il progresso in tre aree correlate che si rafforzano a vicenda: la comunicazione, l'apprendimento e la politica interna (Figura 2).

Figura 2: Un impegno che va oltre l'idea della sostenibilità



Fonte: KPMG-CAIA-AIMA-CREATE Survey 2020

Gli *asset manager* sono invitati a cercare di migliorare continuamente in cinque aree (KPMG, 2020):

- **Dati:** Aumentare la pressione per il miglioramento della qualità nella catena di fornitura dei dati sulla sostenibilità;
- **Integrazione:** Sviluppare un portafoglio core-specialistico integrato per offrire agli investitori una maggiore scelta e diversità;
- **Chiarezza:** Fornire una trasparenza che stabilisce una linea di vista diretta tra la politica di sostenibilità del manager e le sue attività;
- **Articolazione:** Dimostrare come la sostenibilità sia integrata nei patti che attualmente non consentono il voto alle assemblee generali o un impegno significativo;

- **Allineamento degli interessi:** Avere un'equa condivisione del danno e del guadagno con i clienti, così come le credenze comuni e gli orizzonti temporali.

1.2.4 IL PESO CRESCENTE DEGLI ESG NEI PORTAFOGLI HEDGE FUND

I fondi speculativi (o *Hedge Funds*) in passato erano un'anomalia per i titoli ESG: mentre in altri settori di investimento questi titoli si muovevano rapidamente, l'industria dei fondi speculativi era relativamente in ritardo. Ci sono una varietà di fattori che hanno contribuito a questo ritardo che vanno dallo scetticismo sul valore dell'ESG, alla confusione sulla terminologia industriale, alle legittime sfide che incorporano i fattori ESG. Negli ultimi anni il settore dei fondi speculativi sta evolvendo da una mentalità di resistenza ad una di adozione sugli ESG.

Ci sono una serie di vantaggi che i manager dei questi fondi possono offrire agli investitori orientati sull'ESG, soprattutto se confrontati con molti dei loro unici pari:

- **Talento:** I manager dei fondi speculativi sono ben noti per l'ampiezza e profondità del loro *pool* di talenti, che si tratti di manager di portafoglio, commercianti, ricercatori o, sempre più, informatici;
- **Tecnologia:** Hanno sfruttato a lungo la potenza della tecnologia costruendo sofisticati algoritmi di *trading* e *machine-learning* che permettono di prendere decisioni di investimento in tempo reale;
- **Flessibilità:** La struttura giuridica di un fondo speculativo lo rende uno degli strumenti di investimento più flessibili, che investe in più classi di attività e utilizza derivati, leva finanziaria e *shorting*, se necessario;
- **Attivismo:** Molti gestori di fondi speculativi si sono fatti il nome impegnandosi in lotte per procura pubblica e altre battaglie tra azionisti, e hanno una vasta esperienza nell'arte del coinvolgimento degli azionisti.

Tuttavia, questi vantaggi saranno all'avanguardia solo se i gestori dei fondi speculativi prenderanno misure concrete per includere l'ESG in tutta l'organizzazione.

I VANTAGGI PRINCIPALI DELL'ADOZIONE DEGLI ESG NEI FONDI SPECULATIVI

È chiaro che c'è un crescente interesse nelle strategie, nei prodotti e nei fondi ESG nel settore dei fondi speculativi. I vantaggi principali dell'adozione ESG nei fondi speculativi riguardano (Figura 3) innanzitutto la **crescente domanda degli investitori**. Come in altre parti del settore della gestione patrimoniale, l'ondata iniziale di interesse per la sostenibilità nel settore dei fondi speculativi è venuta

dagli investitori istituzionali e dai loro consulenti. Questi investitori – e i loro consulenti – richiedono che i loro portafogli non siano esposti alle cosiddette industrie del peccato (o *sin industries*) come la produzione di combustibili fossili o armi, con un numero crescente di loro che cercano anche di utilizzare il loro capitale per generare risultati sociali e ambientali positivi. Ci sono inoltre negli ESG **evidenze di materiality**. Un corpo crescente di letteratura accademica e ricerca industriale sostiene la doppia posizione di fondo: un investitore può fare bene finanziariamente essendo buono socialmente. Questo significa che l'ESG non è solo una parte dell'equazione rischio-rendimento, ma potrebbe potenzialmente anche generare ulteriori benefici per la comunità in generale.

Un altro vantaggio è riferito ai **cambiamenti normativi**: attualmente, i gestori di fondi speculativi sembrano essere relativamente imperturbati da pressioni normative o politiche quando si tratta di ESG, poiché, la sua crescita finora si è basata in gran parte su iniziative volontarie o di autoregolamentazione. Tuttavia, è molto probabile che questo slancio dal basso verso l'alto sarà completato da una nuova regolamentazione in alcune parti del mondo: solo negli ultimi due anni, c'è stata una serie vertiginosa di proposte in diverse giurisdizioni che, se attuate, riscriverebbero le regole della finanza. Le prime indicazioni riguardano, la maggior parte dei gestori di fondi speculativi che devono ancora adottare misure proattive in preparazione per i cambiamenti politici: probabilmente perché la maggior parte delle regole proposte sono ancora allo stadio di definizione e a mesi e anni dall'entrata in vigore. In aggiunta, i fondi speculativi dovrebbero familiarizzare con la relazione del PRI sulla "Inevitable Policy Response"⁵.

Infine, un ulteriore fattore di spinta all'implementazione riguarda l'**allineamento con la mission aziendale**: molti gestori di fondi speculativi stanno guardando alla crescita dell'ESG da una mentalità *mission-driven*. Dopo tutto, è logico che se i gestori dei fondi speculativi credono nella relazione positiva tra l'ESG e la creazione di valore a lungo termine, allora sarebbero anche d'accordo che avere forti pratiche necessarie internamente sia una ricetta per il successo a lungo termine. Quindi l'ESG riguarda tanto i cambiamenti di mentalità quanto i cambiamenti fisici nei modelli di business. Man mano che il settore dei fondi speculativi diventa sempre più istituzionalizzato, è probabile che queste pratiche attraggano un maggiore controllo.

⁵ Per maggiori approfondimenti a riguardo cfr. PRI. *The Inevitable Policy Response: Policy Forecasts*, 2019

Figura 3: I fattori chiave che spingono i manager dei fondi speculativi a investire negli ESG



Fonte: KPMG–CAIA–AIMA–CREATE Survey 2020

GLI SVANTAGGI PRINCIPALI DELL'ADOZIONE DEGLI ESG NEI FONDI SPECULATIVI

Gli svantaggi principali dell'adozione degli ESG nei fondi speculativi possono essere ritrovati essenzialmente in quattro principali aree: la mancanza di dati di qualità, la carenza di competenze, costi elevati, non rilevanza per la strategia o il mandato dei manager (Figura 4).

In primis **la mancanza di dati ESG di qualità** attiene alla scarsità di dati ESG affidabili per identificare chiaramente segnali di rischio o alfa. Tuttavia, se è vero che i dati ESG attuali soffrono di molte carenze – come le incoerenti divulgazioni aziendali, le metodologie di ricerca opache e i rating inaffidabili – è anche vero che la qualità dei dati disponibili migliora ogni giorno.

Al contrario, alcuni sostengono che la mancanza di dati di qualità sulla sostenibilità dovrebbe essere vista come un vantaggio – piuttosto che uno svantaggio – per i fondi speculativi, i quali si affidano di solito alle inefficienze del mercato per generare sopra-performance. In altre parole, i fondi speculativi non dovrebbero usare la mancanza di dati ESG come scusa per non perseguire investimenti sostenibili. Invece, dovrebbero fare il difficile lavoro di identificare quali segnali sono *material* e quali no, attraverso fonti di dati esistenti o sviluppando approcci azionari.

La seconda area di attenzione riguarda la **carezza di competenze ESG**. Alcuni manager ESG ritengono che ci sia confusione sulla terminologia del settore, altri che ci sia una carenza di conoscenze o competenze e altri ancora sono stati afflitti da una mancanza di consenso da parte degli *stakeholder* interni. Proprio come diversi gestori di fondi speculativi possono avere opinioni

divergenti sugli ESG, così fanno anche i dipendenti diversi all'interno di ciascuna di queste singole imprese. Questa disconnessione – sia tra il team di investimento e il team di ricerca, o tra la C-suite e il team di *compliance*, o tra gli investitori e il team di *investor relations* – è un ostacolo importante all'adozione dell'ESG e impedisce ad alcuni gestori di fondi speculativi di concordare un approccio unico. Inizialmente per gli ESG c'era carenza di professionisti degli investimenti che potevano combinare competenza finanziaria con esperienza ESG. Per questa ragione diverse organizzazioni si sono rafforzate per colmare il gap implicito tra educazione e talento, attraverso conferenze, associazioni di categoria, ricerca accademica, consulenza di terze parti o anche agenzie di reclutamento specializzate.

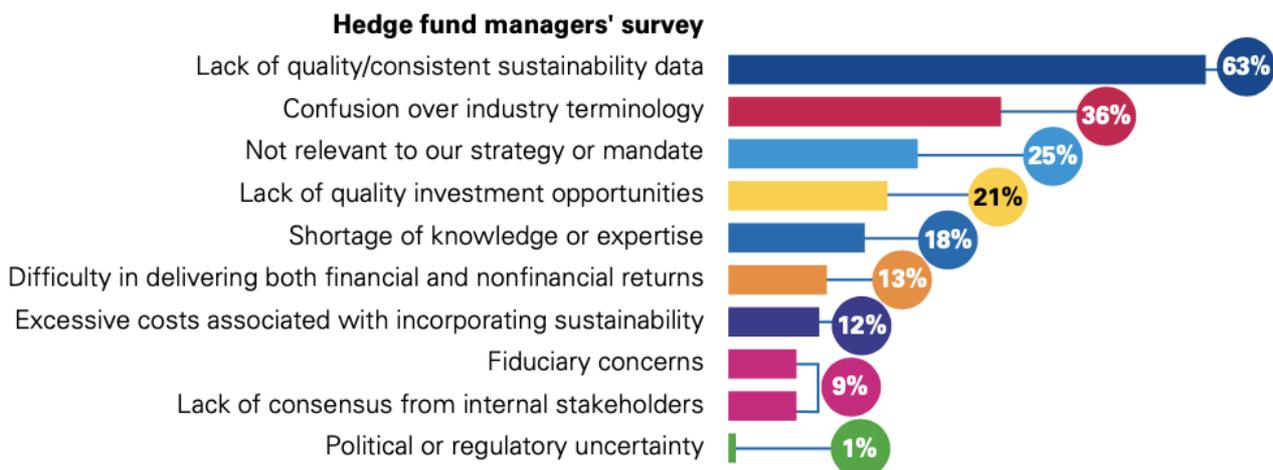
Molti manager hanno assunto specialisti ESG o hanno anche costruito team ESG dedicati; altre aziende hanno aderito a comitati consuntivi in una delle tante organizzazioni non-profit e *standard-setting* impegnati nello spazio ESG. La maggior parte dei manager tuttavia stanno valorizzando le competenze piuttosto che creare nuovi team.

La terza area riguarda i **costi elevati che comportano l'implementazione dell'ESG in tutta l'organizzazione**. Questi costi possono essere suddivisi in diverse aree: investimenti in talenti (assunzione di specialisti ESG per i team di investimento, ricerca e coinvolgimento degli azionisti), investimenti in dati (acquisto di *dataset* e tecnologia *data-mining* da fornitori terzi) e investimenti nel marketing (sponsorizzazioni, PR e leadership di pensiero per costruire credibilità nel mercato).

Questi costi possono facilmente accumularsi e quindi essere proibitivi per alcuni fondi speculativi di piccole o medie dimensioni. Non è una sorpresa che i fondi speculativi che fanno di più sugli ESG tendono ad essere quelli con le risorse più operative.

Infine, la **non rilevanza dell'ESG per la strategia o il mandato dei gestori dei fondi speculativi** riguarda la convinzione dei manager nel ritenere che l'ESG potrebbe perdere i suoi poteri di *materiality* per le strategie di trading che si basano su brevi periodi di detenzione o in una classe di azioni, come la valuta che è ampiamente scambiata quotidianamente.

Figura 4: Le sfide più grandi nelle decisioni di investimento ESG



Fonte: KPMG–CAIA–AIMA–CREATE Survey 2020

1.2.5 IL COMPORTAMENTO DEGLI INVESTITORI DEGLI ESG

I FATTORI DI SPINTA

Il dovere fiduciario, la regolamentazione e la mitigazione del rischio ESG sono i fattori chiave che spingono gli investitori verso l'ESG (State Global Advisors, 2019) (Figura 5):

- Il dovere fiduciario è chiaro;
- Il panorama normativo guida l'adozione;
- Il rischio di investimento deve essere affrontato.

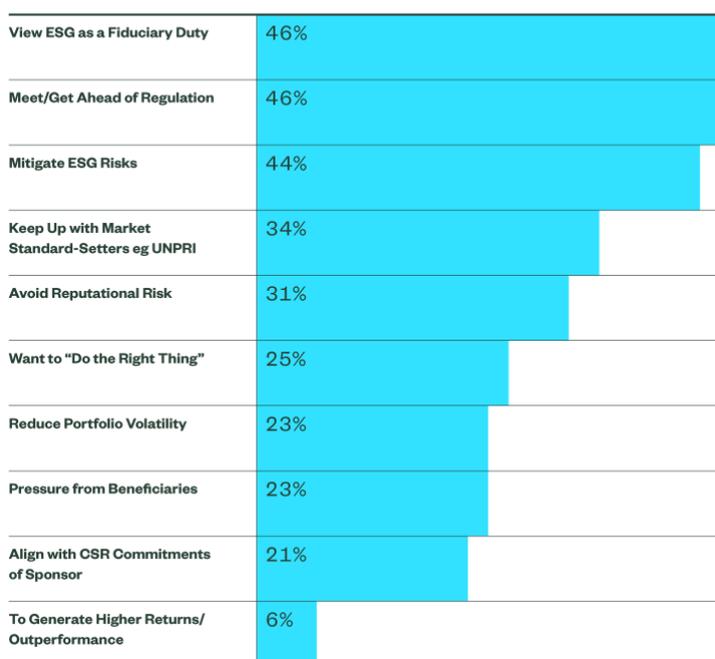
C'è un crescente riconoscimento che mitigare il rischio ESG è parte del dovere fiduciario: mitigare i rischi di investimento ESG e plasmare un'economia sostenibile sono viste come responsabilità chiave per i loro beneficiari – due drivers diversi ma con lo stesso effetto. Un esempio tangibile è il rischio climatico, chiaramente citato nel feedback qualitativo come un rischio chiave che gli investitori devono affrontare. La pressione normativa è un altro fattore chiave per l'adozione di ESG.

La mitigazione del rischio è altrettanto importante: l'aspettativa è che l'ESG determinerà una sovra-performance. Tuttavia, ci sono problemi di misurazione e molte strategie ESG sono ancora all'inizio del ciclo di investimento, quindi potrebbe essere necessario concentrarsi maggiormente sulla quantificazione dell'impatto degli investimenti nei prossimi anni.

Infine, il contesto normativo globale sta cambiando rapidamente, con un numero crescente di Paesi che inseriscono i requisiti ESG nei propri regolamenti.

Figura 5: I fattori di spinta per gli investitori ESG

What are the most significant factors in driving your institution to adopt ESG principles?



Fonte: State Street Global Advisors. *Into the Mainstream: ESG at the Tipping Point*; Research Report, 2019

I FATTORI DI ATTENZIONE

La qualità dei dati, i vincoli delle risorse interne e la necessità di competenze sono i fattori chiave che allontanano gli investitori dall'ESG (Figura 6).

- **I dati sono in disordine:** Lo stato attuale dei dati ESG – fonte singola, bassa correlazione e una terminologia confusa – è un fattore che ostacola la valutazione accurata delle credenziali delle società sottostanti e del loro impatto a livello di portafoglio;
- **Risorse vincolate:** I vincoli di risorse interne si profilano grandi quando si tratta di adozione e implementazione di ESG attraverso le classi di attività. Ogni investitore intervistato ha in programma di impegnare più risorse ESG;
- **Bisogno di esperienza.**

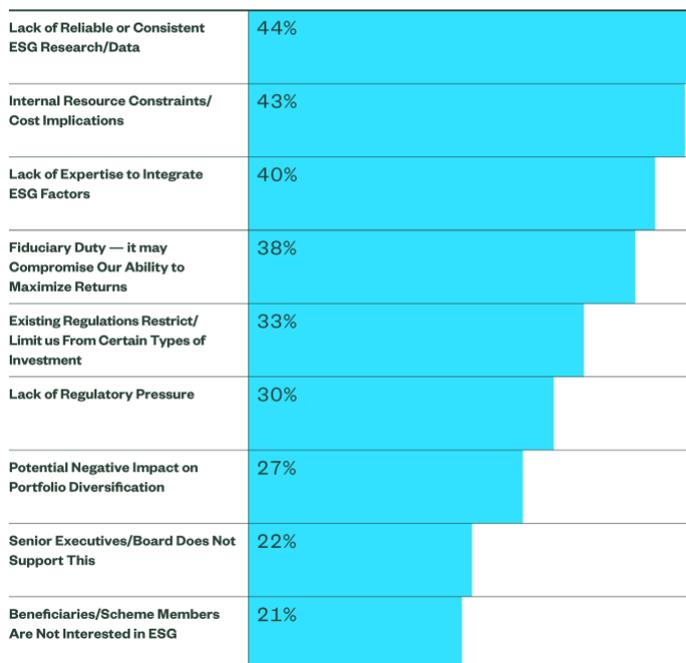
I dati ESG restano un problema, in particolare riguardo la loro consistenza e copertura: infatti, questi dati, sono meno disponibili in alcune aree del mercato. La mancanza di standardizzazione e

trasparenza nella raccolta dei dati e nelle metodologie di punteggio dei fornitori pone sfide fondamentali per gli investitori. Di fatto, i fornitori di dati ESG generalmente sviluppano le proprie metodologie di approvvigionamento, ricerca e punteggio e di conseguenza, il rating per una singola società può variare ampiamente tra i diversi fornitori. Queste diverse metodologie hanno implicazioni per gli investitori poiché nella scelta di un determinato provider, gli investitori si stanno in effetti allineando con la filosofia di investimento ESG della specifica società in termini di acquisizione dei dati, *materiality*, aggregazione e ponderazione. Tale scelta è complicata dalla mancanza di trasparenza nelle metodologie. La maggior parte dei provider di dati tratta le loro metodologie come informazioni proprietarie. Facendo affidamento sul punteggio di un provider di dati ESG, gli azionisti assumono le prospettive di suddetto provider, senza avere una piena comprensione di come egli sia pervenuto a quelle conclusioni.

La disponibilità limitata di risorse e le implicazioni in termini di costi sono una barriera chiave: poiché le istituzioni cercano di integrare l'analisi ESG nel processo di investimento e contemporaneamente gestiscono una serie di nuovi obblighi di segnalazione, la pressione sulle risorse non farà che aumentare. Un ulteriore aspetto da considerare è la mancanza di esperienza la quale frena gli investitori.

Figura 6: Le barriere chiave per gli investitori ESG

What is the biggest barrier to your institution increasing adoption of ESG?



Fonte: State Street Global Advisors. *Into the Mainstream: ESG at the Tipping Point*; Research Report 2019

CAPITOLO SECONDO: I FALSI ESG: LE CONTROVERSIE E LE MISURE PER RISOLVERE IL PROBLEMA

2.1 LE CONTROVERSIE DEGLI ESG: IL GREENWASHING E IL WHITEWASHING

Le agenzie di rating ESG sono diventate istituzioni molto influenti che possono incidere nelle scelte gestionali dell'*asset manager*. Tuttavia, in tutto il mondo esistono oltre 150 principali fornitori di dati, ognuno con le proprie definizioni proprietarie e fonti di dati. Conseguentemente, le valutazioni di diverse società di rating non sono uniformi: ciò significa che le informazioni che i responsabili delle decisioni ricevono da queste agenzie sono di poco ausilio per le scelte gestionali, in quanto relativamente confuse, e le aziende dello stesso comparto merceologico ottengono delle valutazioni diverse in relazione alle agenzie (KPMG 2020). Ne derivano pertanto tre conseguenze importanti.

In primo luogo, è improbabile che la performance dell'ESG si rifletta adeguatamente nei prezzi delle azioni e delle obbligazioni delle aziende. Fama e French (2007) dimostrarono che i gusti degli investitori possono influenzare i prezzi delle azioni, ma solo quando una parte del mercato detiene e implementa una preferenza non finanziaria uniforme. Per questo motivo, anche se un ampio segmento di investitori ha una preferenza per le performance ESG, la divergenza dei rating disperde l'effetto di queste scelte sui prezzi delle azioni.

In secondo luogo, la divergenza frena l'ambizione delle aziende a migliorare le proprie performance ESG perché ricevono segnali contrastanti da parte delle agenzie di rating sulle azioni intraprese e/o previste che avranno oggetto di valutazione e che saranno valutate dal mercato.

In terzo luogo, la divergenza dei rating rappresenta una sfida per la ricerca empirica, in quanto l'utilizzo di un rating rispetto ad un altro può alterare i risultati e le conclusioni di uno studio.

Nel complesso, l'ambiguità dei rating ESG è un ostacolo a un processo decisionale prudente che contribuirebbe ad un'economia sostenibile dal punto di vista ambientale e socialmente giusta.

In linea di principio, ci sono due ragioni per cui le valutazioni divergono: possono differire perché le agenzie di rating adottano definizioni diverse delle performance ESG, oppure perché queste agenzie adottano approcci differenti per misurare le performance ESG.

Il rating è composto da tre elementi di base:

1. Un insieme di attributi, che denota tutti gli elementi che insieme costituiscono il concetto complessivo di performance ESG;
2. Indicatori che rappresentano misure numeriche degli attributi;
3. Una regola di aggregazione che combina l'insieme degli indicatori in un unico rating.

Le divergenze tra i rating possono derivare da ciascuno di questi tre elementi, laddove le differenze relative all'ambito di applicazione e alla regola di aggregazione (1 e 3) rappresentano punti di vista diversi sulla definizione delle prestazioni ESG, e le differenze relative agli indicatori (2) esprimono un disaccordo sulle modalità di misurazione appropriate.

Possono essere identificate tre distinte fonti di divergenza: divergenza di portata, di peso e di misurazione. La “**divergenza di portata**”, la quale si riferisce alla situazione in cui diversi insiemi di attributi vengono utilizzati come base per formare valutazioni diverse. Ad esempio, attributi come le emissioni di gas a effetto serra, il turnover dei dipendenti, i diritti umani e le attività di lobbying, ecc. Un'agenzia di rating potrebbe includere il lobbismo, mentre un'altra potrebbe non includerlo, portando a differenze nella valutazione complessiva finale. La “**divergenza di peso**”, si riferisce alla situazione in cui le agenzie di rating hanno opinioni diverse sull'importanza relativa degli attributi e sul fatto che le prestazioni di un attributo compensino quelle di un altro. Ad esempio, l'indicatore dei diritti umani può entrare nel rating finale con un peso maggiore rispetto all'indicatore del lobbismo (MIT, 2019). Infine, la “**divergenza di misurazione**”, che si riferisce alla situazione in cui le agenzie di rating misurano lo stesso attributo utilizzando indicatori diversi. Ad esempio, le pratiche di lavoro di un'azienda potrebbero essere valutate sulla base del turnover della forza lavoro, o del numero di casi di lavoro rispetto all'azienda. Entrambi catturano gli aspetti dell'attributo "pratiche di lavoro", ma è probabile che portino a valutazioni diverse.

Finora, la più grande barriera agli investimenti sostenibili è stata la mancanza di un modello robusto con definizioni coerenti e dati affidabili sul modo in cui le aziende ottengono i punteggi sui vari fattori di sostenibilità.

I dati possono provenire da varie fonti, come rapporti aziendali, fonti di dati pubblici, sondaggi o rapporti dei media; siamo ben lungi però dall'aver dati affidabili in tempo reale che possano migliorare la profondità del mercato nei fondi sostenibili. La copertura dei dati, nel complesso, è di gran lunga migliore per le aziende più grandi, che in genere hanno procedure di divulgazione migliori rispetto alle altre. La diffusione dei Big Data è stata una spinta importante per tutti i fornitori di dati. La copertura dei punteggi di sostenibilità è per lo più limitata a questo decennio, tanto che le loro

serie temporali non sono abbastanza lunghe da facilitare la modellazione statistica che tipicamente è alla base della selezione delle azioni. I dati sono aggiornati annualmente, quindi è difficile valutare con maggiore frequenza i progressi sui punteggi di sostenibilità.

Le aziende che non soddisfano le migliori pratiche rischiano di essere vittime della nuova parola “G” del settore della gestione degli investimenti, il *greenwashing*, che consiste in scorciatoie prese da alcuni manager i quali riutilizzano i loro vecchi fondi con un marchio ESG senza rinvigorire il processo di investimento sottostante come espediente di marketing. Questo fenomeno dà anche luogo al *whitewashing*, in quanto le società partecipate mascherano i dati in modo che i miglioramenti siano esagerati (sopravvalutando quindi le loro credenziali green). Entrambi sono dannosi per la società. Gli investitori sono particolarmente interessati a sapere quanto sono affidabili i punteggi di sostenibilità, come cambiano nel tempo e se si riflettono nel valore delle attività che detengono.

In realtà, non sono i punteggi di sostenibilità in sé, ma il tasso di cambiamento in essi – in entrambe le direzioni – a far muovere i loro prezzi delle azioni. I mercati sembrano aver premiato coloro che hanno migliorato maggiormente il loro gioco, compresi gli utenti che generano emissioni di anidride carbonica.

Un fattore chiave è la pubblicità mediatica generata dall'impegno degli azionisti nei confronti delle aziende coinvolte.

2.2 LE CONTROVERSIE ESG SULLE PERFORMANCE NEL MONDO FINANZIARIO

Una delle aree più interessanti degli ESG riguarda la nozione, a volte ambigua, di controversia. Per alcuni investitori, la nozione di controversia è legata al business in cui operano le aziende. Per tale ragione, le aziende che operano nei settori del tabacco, della produzione di birra e distillazione, del gioco d'azzardo, della difesa o di alcune industrie biotecnologiche si qualificano come controverse e come tali sono escluse dall'universo degli investimenti. Ciononostante, alcuni studi sottolineano come questi titoli, in Europa e negli Stati Uniti, abbiano dato buoni risultati nel tempo. Altri definiscono invece la controversia come la misura di specifiche debolezze ben identificate di un'azienda che possono potenzialmente avere un impatto significativo sul suo business e, per estensione, sulla sua performance finanziaria⁶.

⁶ Di seguito si farà riferimento a questa definizione di controversia.

Le questioni legate agli incidenti di solito indicano l'incapacità di un'azienda di affrontare e mitigare i rischi associati. Inoltre, tali fallimenti di solito precedono le forti reazioni del mercato e possono anche esporre l'azienda a gravi conseguenze a breve e lungo termine, come rischi legali e di reputazione o la perdita di opportunità commerciali.

In Europa e negli Stati Uniti, livelli più elevati di controversie comportano il costo di una diminuzione della performance e di un aumento del rischio se misurati, ad esempio, in base al massimo prelievo. Tuttavia, non si perviene alla stessa conclusione per la regione dell'Asia-Pacifico, che non presenta le stesse caratteristiche: mentre un portafoglio senza controversie sembra fornire una performance forte e un rischio inferiore, anche i titoli con i più alti livelli di controversie hanno una performance significativamente migliore rispetto al mercato. Sebbene questo risultato possa essere influenzato dal minor numero di titoli altamente controversi nella regione Asia-Pacifico – che a sua volta causa diversificazione ed effetti idiosincratici – è tuttavia sorprendente come i mercati dell'Asia-Pacifico non reagiscano alle controversie allo stesso modo dei mercati in Europa e negli Stati Uniti.

Anche se la precisione statistica non è sempre ottimale, dato il numero relativamente basso di cambiamenti, possono essere identificati alcuni modelli chiari nei titoli che vedono aumentare o diminuire i loro livelli di controversia: l'Europa mostra un chiaro **effetto sorpresa**, in cui i gravi declassamenti inaspettati dei livelli di controversia (ad esempio, da basso ad alto) sono solitamente associati a rendimenti in eccesso negativi persistenti fino a 12 mesi dopo il declassamento. Si nota anche un certo livello dell'**effetto di fiducia**, dove i titoli che migliorano significativamente i loro livelli di controversia (ad esempio, da moderata a bassa) superano leggermente il benchmark. Per gli USA non è stato rilevato un effetto sorpresa, ma i declassamenti progressivi sono penalizzati dal mercato (un **effetto di deterioramento**). Al contrario, nell'area Asia-Pacifico, non ci sono chiari segni di cambiamento dei livelli di controversia dei titoli e delle relative performance rispetto al benchmark.

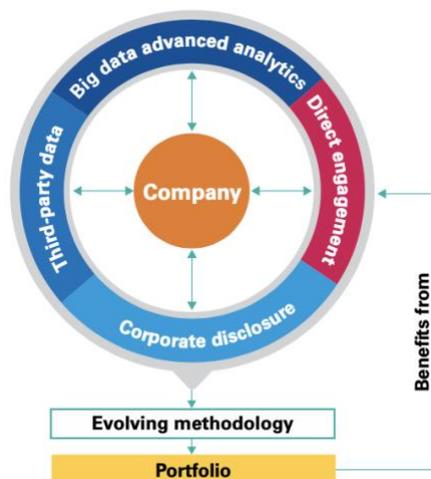
La ragione principale di questo risultato è che, in entrambi i casi di Europa e Stati Uniti, i mercati tendono a reagire fortemente ai cambiamenti dei livelli di controversie, penalizzando i titoli che subiscono declassamenti ESG. Questi risultati dimostrano chiaramente i potenziali benefici derivanti dall'esclusione dei titoli ad alto contenuto di controversie dagli universi di investimento. Questi risultati non sono confermati per la regione Asia-Pacifico, dove i portafogli costituiti da titoli altamente controversi superano i loro benchmark, questo è anche dovuto al fatto che il numero di tali portafogli è inferiore rispetto a quello dell'Europa e degli Stati Uniti.

2.3 LE MISURE ADOTTATE ED IMPLEMENTABILI PER RIDURRE IL PROBLEMA DELLE CONTROVERSIE

Nonostante le innumerevoli controversie identificate, ci sono una serie di misure (alcune adottate altre in fase di implementazione) che possono essere adottate per ridurre il problema.

Una prima misura adottabile è la cosiddetta “**proprietà attiva 2.0**”. È ormai ampiamente accettato che le migliori pratiche di sostenibilità implicano l'arricchimento dell'attuale infrastruttura di dati, competenze e tecnologia con l'attivismo degli azionisti che punta ai risultati del mondo reale su scala globale. Il suo strumento principale è l'impegno diretto con le società partecipate che cerca di capire la realtà sul campo e di essere un agente di cambiamento per rimodellarla per il meglio. Più precisamente, si tratta di acquisire un vantaggio informativo attraverso cicli di feedback positivi in cui le idee generano idee e le informazioni generano informazioni. Tali cicli mescolano i dati di un'azienda provenienti da una serie di fonti diverse con le informazioni che emergono dall'impegno diretto con essa, come mostrato nella figura 7.

Figura 7: ESG attivo



Fonte: KPMG. *Sustainable Investing: fast forwarding its evolution*, 2020

In particolare, alcuni piani pensionistici considerano l'impegno come una fonte di quello che chiamano "capitale strutturale": la conoscenza di come la sostenibilità si sta sviluppando sul campo e di dove è probabile che si presentino opportunità alfa, man mano che le aziende migliorano le loro credenziali di sostenibilità. Dopo tutto, è ampiamente accettato che è l'aumento del punteggio di

sostenibilità - piuttosto che i livelli assoluti - a guidare le prestazioni. L'obiettivo è quello di identificare le aziende, attraverso l'impegno, con una traiettoria virtuosa, rispetto a quelle esposte a controversie. In questo contesto, gli investitori si trovano di fronte a due scelte: disinvestire o investire.

La prima è molto semplice: Tagliare il flusso di fondi alle aziende "cattive" della società e queste ultime crolleranno per la fame di capitale e sacrificheranno i benefici della diversificazione come un compromesso. Anche se invece c'è una crescente preferenza per un approccio “bastone e carota”. La vendita di “sin stocks”, ad esempio, ad altri senza preoccupazioni simili spesso finisce con l'acquisto di azioni a meno del prezzo del mercato dominante e l'incasso dei profitti mentre i modelli di business dei cattivi rimangono invariati. Inoltre, quando si tratta di aziende di combustibili fossili, la manifestazione del proprio dissenso non funziona, dato che la maggior parte di queste aziende ora siede su un grande flusso di cassa libero, con molta meno dipendenza dai mercati dei capitali.

Quindi, il canale più efficace per cambiare i comportamenti aziendali è l'impegno diretto con le società partecipate – spesso in collaborazione con altri investitori per esercitare il massimo della leva finanziaria. Si basa quindi sulla convinzione che anche coloro che sono parte del problema possano essere parte della soluzione. Se tutto il resto fallisse, allora gli investitori eserciteranno l'opzione nucleare: il disinvestimento.

In sintesi, i dati forniscono l'ampiezza delle informazioni mentre l'impegno fornisce la profondità. Insieme, fanno una potente combinazione, mentre gli investitori e i loro *asset manager* progrediscono lungo la curva di apprendimento, attraverso la collaborazione con i loro colleghi all'interno di varie reti globali. In generale, tuttavia, secondo un recente rapporto del PRI⁷, l'azione positiva degli investitori è l'eccezione piuttosto che la regola. Molti investitori non hanno – per ora – funzioni di rappresentanza politica che potrebbero far muovere l'ago su alcuni di questi temi. Una ulteriore ricerca del PRI⁸ dimostra che l'impegno può promuovere e promuove un dialogo costruttivo che facilita lo scambio di informazioni, stabilisce aspettative, cerca azioni specifiche e costruisce relazioni di fiducia sul campo. Favorisce inoltre un nuovo apprendimento nella convinzione che le

⁷ Per approfondimenti a riguardo cfr. PRI. *Active Ownership 2.0: The evolution stewardship urgently needs*, 2019

⁸ Per approfondimenti in tema cfr. PRI. *How ESG engagement creates value for investors and companies*, 2018

idee ne generano ulteriori e la collaborazione possa generare soluzioni che soddisfino le esigenze di entrambe le parti.

Una seconda misura riguarda invece una **realizzazione più intelligente**. I modelli per migliorare l'efficacia della sostenibilità sono stati prodotti da diversi organismi nazionali e internazionali. Uno di questi è stato ampiamente utilizzato: quello del mallowstreet Insights, un centro di ricerca che fornisce contributi fondamentali agli amministratori fiduciari delle pensioni e ai loro *asset manager*. Le sue ricerche dimostrano che, per i piani di pensione, le capacità di sostenibilità sono il fattore più importante nella selezione dei manager, poiché la maggior parte dei piani non dispone ancora delle risorse necessarie. Di conseguenza, questi investitori tendono ad affidarsi ai loro *asset manager* per prendere tutte le decisioni chiave in materia di sostenibilità. Gli *asset manager* dovrebbero dunque concentrarsi su cinque aree per ottenere le migliori pratiche di implementazione: dati, integrazione, chiarezza, articolazione e allineamento finanziario e non finanziario degli interessi (KPMG, 2020).

DATI

Prendendoli tutti a turno, la capacità di misurare l'impatto sulla sostenibilità è fondamentale per la sua rendicontazione. Poiché le autorità di regolamentazione in Occidente intensificano i loro sforzi verso una guida alla divulgazione delle informazioni in linea con le raccomandazioni della Task Force sulle informazioni finanziarie relative al clima, gli *asset manager* dovrebbero intensificare la pressione per il miglioramento della qualità delle loro catene di fornitura dei dati.

INTEGRAZIONE

Gli *asset manager* devono avere un approccio integrato all'investimento sostenibile, il quale abbracci almeno uno dei due livelli che sono significativi per gli investitori: il core e lo specialista (Figura 8). I problemi di dati dettano pragmatismo nel portafoglio core, includendo solo quei titoli che hanno un alto tasso di valutazione sia sul loro potenziale alfa che sul loro potenziale di sostenibilità a breve e medio termine. In questo modo, dati scadenti non compromettono la performance, né l'orizzonte temporale dell'investimento – se il portafoglio comprende titoli attualmente sottovalutati in base a entrambi i criteri.

Di contro, gli investitori che desiderano perseguire temi specifici di sostenibilità dovrebbero avere accesso a fondi tematici, con orizzonti temporali più lunghi e performance variabili. In altre parole, il portafoglio core dovrebbe comprendere i livelli 2 e 3 dello “Spectrum of Capital” (Figura

1) e lo specialista dovrebbe coprire i livelli 4-6⁹. Gli investitori sono particolarmente interessati a vedere evolvere gli investimenti nella sostenibilità lungo questa duplice linea.

Figura 8: Come si sta evolvendo l'ESG



Fonte: KPMG. *Sustainable Investing: fast forwarding its evolution*, 2020

CHIAREZZA

Gli *asset manager* dovrebbero fornire spiegazioni a un livello più granulare su come viene effettuata l'implementazione a livello di fondo o di mandato. Questa comunicazione comprende sette componenti: la dichiarazione della loro politica d'investimento, il loro legame con gli standard internazionali, le fonti di dati utilizzate, il loro monitoraggio in tempo reale, i modelli di definizione utilizzati, la politica di coinvolgimento aziendale e le risorse dedicate alle pratiche di coinvolgimento e ai loro risultati. Gli investitori, dal canto loro, sono particolarmente interessati a sapere che esiste una linea di vista diretta tra la politica di sostenibilità e le pratiche che producono il suo impatto sul territorio.

ARTICOLAZIONE

Gli *asset manager* dovrebbero fornire una migliore articolazione della sostenibilità nello spazio del reddito fisso. Attualmente, l'attenzione è incentrata sulle azioni, dove la disponibilità di dati è meno vincolata e l'impegno è molto più facile grazie al voto per delega, alla partecipazione all'assemblea e alle conversazioni durante tutto l'anno. Al contrario, gli strumenti a reddito fisso sono

⁹ Si rimanda al capitolo 1 per quanto concerne lo "Spectrum of Capital".

percepiti come eccessivamente quantitativi e si basano su tassi d'interesse, inflazione, qualità del credito e rischi di liquidità. Si ha l'impressione che i finanziatori non abbiano il diritto di impegnarsi perché i loro investimenti sono tutelati a scapito del diritto di voto. Pertanto, gli investitori sono particolarmente interessati a conoscere l'efficacia dei criteri di sostenibilità attualmente esercitati in due fasi: lo screening iniziale, quando l'investimento viene effettuato per la prima volta, e la fase di rifinanziamento, quando un'obbligazione matura.

ALLINEAMENTO FINANZIARIO E NON FINANZIARIO DEGLI INTERESSI

In tutto il mondo, la compressione delle commissioni è la norma nel settore delle azioni. È più evidente nei nuovi mandati, mentre i beni ereditati dal passato rimangono vincolati alla vecchia tasso percentuale fissa legata ai beni in gestione. Pur incoraggiando la raccolta di azioni, questa struttura asimmetrica premia gli *asset manager* indipendentemente dai risultati. Inoltre, come ciliegina sulla torta, genera guadagni inattesi nei mercati in crescita.

Con l'aumento delle risorse destinate ai fondi per la sostenibilità, una struttura tariffaria meritocratica dovrà essere la norma nelle gestioni attive. Al contrario, nell'investimento passivo, dove ultimamente le politiche di ribasso delle commissioni sono prevalenti, la gestione aziendale deve essere un punto chiave della concorrenza. Inoltre, l'allineamento non consiste più solo nell'avere commissioni che offrano un'equa condivisione del guadagno e delle perdite con i clienti: si tratta anche di avere un allineamento delle politiche di investimento e degli orizzonti temporali su cui gli obiettivi di investimento possono concretizzarsi.

L'approccio attuale – spesso influenzato dall'eredità e dalle prestazioni passate – è irto di rischi di "tempo sbagliato" e di rischi di "rimpianto": gli investitori comprano ad alto e vendono a basso prezzo, per poi lamentarsi in seguito. Molti di loro non sono stati troppo chiari sulle convinzioni su cui si basano i loro investimenti, né sull'orizzonte temporale su cui ci si aspetta che si concretizzeranno i loro obiettivi. Di conseguenza, un elemento essenziale dell'impegno tra i gestori e i loro clienti è l'allineamento delle politiche di *asset allocation* quando si tratta di investimenti sostenibili. Le strutture tariffarie si stanno muovendo nella giusta direzione man mano che l'allineamento si approfondisce.

CAPITOLO TERZO: ANALISI E CONFRONTO DI PORTAFOGLI CON E SENZA ESG

Ogni investitore è caratterizzato da una funzione di utilità che ne coglie le caratteristiche di tolleranza al rischio. La funzione di utilità viene calcolata su una combinazione rischio-rendimento e misura l'utilità che deriva dal possedere un portafoglio con quel determinato titolo. Esistono tre tipologie di atteggiamenti nei confronti del rischio:

1. Propensione al rischio;
2. Neutralità verso il rischio;
3. Avversione al rischio.

La Portfolio Theory (Markowitz, 1952) assume l'ipotesi che tutti gli individui siano avversi al rischio.

3.1 METODOLOGIA

Innanzitutto, è stato definito l'intervallo di tempo entro il quale svolgere la ricerca che va dall'01/01/2015 all'01/01/2020.

In seguito, è stato selezionato il campione da esaminare composto da dodici titoli appartenenti all'indice del mercato statunitense S&P 500 del settore Health Care.

Successivamente sono stati creati due portafogli: uno con titoli ESG e l'altro senza. I titoli nei portafogli sono stati ordinati in base al rating di S&P.

Sono stati quindi definiti i pesi dei singoli titoli sul portafoglio di riferimento, attribuendo una ponderazione più alta in relazione al rating.

Sono state calcolate le metriche utili per il calcolo del portafoglio.

Successivamente è stato calcolato, nello stesso orizzonte temporale, il rendimento dell'indice S&P 500 del settore Health Care confrontandolo con il rendimento dei portafogli. La successiva analisi grafica mette a confronto l'andamento nel tempo del rendimento dei due portafogli e consente di visualizzare il rendimento dei due portafogli rispetto a quello dell'indice S&P 500 Health Care.

È stato infine calcolato il β dei singoli titoli e dei portafogli, in modo tale da poter stimare il livello di correlazione dei portafogli con l'indice di mercato di riferimento.

3.2 ANALISI DI RICERCA

3.2.1 CAMPIONE

Sono stati selezionati dodici titoli contenuti in S&P 500 facenti parte del settore Health Care supponendo come data iniziale di investimento il 01/01/2015. Sei di questi titoli sono contenuti anche nell'indice S&P 500 ESG ETF e sono quindi classificati titoli ESG.

Il portafoglio caratterizzato dalla presenza del fattore ESG è composto da: Abbott Laboratories, Baxter International Inc., Cardinal Health Inc., Agilent Technologies Inc., DaVita Inc. e Boston Scientific. Mentre il portafoglio senza ESG è formato dai titoli rimanenti: Varian Medical Systems, Zimmer Biomet Holdings, Amerisource Bergen Corp, Dentsply Sirona, Mylan N.V. e Universal Health Services (Tabelle 2 e 3).

I titoli all'interno dei portafogli sono stati ordinati in ordine decrescente in base al rating dato da S&P al momento dell'investimento.

Supponendo che la quantità totale di titoli acquistati per ogni portafoglio sia pari a 1.000.000, è stato stabilito un peso in percentuale che ogni titolo ha sul portafoglio in base al suo rating: i titoli con rating più alto hanno peso maggiore all'interno del portafoglio mentre quelli con rating più basso hanno peso inferiore.

Tabella 2: Portafoglio con ESG

| Titolo | ESG | Rating | Quantità (Q_k) | Peso (x_k) |
|----------------------------------|------------|---------------|------------------------------------|--------------------------------|
| Abbott Laboratories | SI | A+ | 250.000 | 25% |
| Baxter International Inc. | SI | A- | 200.000 | 20% |
| Cardinal Health Inc. | SI | A- | 200.000 | 20% |
| Agilent Technologies Inc | SI | BBB+ | 150.000 | 15% |
| Boston Scientific | SI | BBB- | 150.000 | 15% |
| DaVita Inc. | SI | BB- | 50.000 | 5% |
| TOTALE | | | 1.000.000 | 100% |

Tabella 3: Portafoglio senza ESG

| Titolo | ESG | Rating | Quantità (Q_k) | Peso (x_k) |
|---------------------------|-----|--------|--------------------|----------------|
| Varian Medical Systems | NO | A+ | 250.000 | 25% |
| Zimmer Biomet Holdings | NO | A- | 200.000 | 20% |
| Amerisource Bergen Corp | NO | A- | 200.000 | 20% |
| Dentsply Sirona | NO | BBB+ | 150.000 | 15% |
| Mylan N.V. | NO | BBB- | 150.000 | 15% |
| Universal Health Services | NO | BB+ | 50.000 | 5% |
| TOTALE | | | 1.000.000 | 100% |

3.2.2 REDDITIVITÀ DEI PORTAFOGLI

È stato così calcolato il rendimento annuale di ogni titolo con la seguente formula:

$$R_i = \frac{(P_1 - P_0)}{P_0} + \frac{Div}{P_0} \quad (1)$$

Dove P_1 è il prezzo dell'anno $t+1$, P_0 è il prezzo dell'anno t e Div è il dividendo percepito.

Per ottenere il rendimento totale di ogni titolo k -esimo, R_k , sono stati sommati tutti i rendimenti R_i :

$$R_k = \sum_{i=1}^n R_i \quad (2)$$

In questo senso R_k è il rendimento del singolo titolo k -esimo, R_i è il rendimento del titolo k -esimo nell'anno i e n rappresenta il numero di anni considerati. Per calcolare il rendimento del portafoglio è stato necessario svolgere due passaggi: ottenere il rendimento in base alle quantità acquistate di ogni titolo e calcolare il rendimento del portafoglio come il totale della colonna $R_k * Q_k$ diviso per il totale delle quantità acquistate (Tabelle 4 e 5).

Tabella 4: Calcolo del rendimento del portafoglio con ESG

| Titolo | Quantità (Q_k) | Peso (x_k) | R_k | $R_k * Q_k$ |
|---------------------------|--------------------|----------------|----------|----------------------|
| Abbott Laboratories | 250.000 | 25% | \$ 0,90 | \$ 224.800,71 |
| Baxter International Inc. | 200.000 | 20% | \$ 1,09 | \$ 218.996,48 |
| Cardinal Health Inc. | 200.000 | 20% | \$ -0,30 | \$ -59.863,73 |
| Agilent Technologies Inc | 150.000 | 15% | \$ 0,97 | \$ 145.288,65 |
| Boston Scientific | 150.000 | 15% | \$ 1,18 | \$ 177.032,67 |
| DaVita Inc. | 50.000 | 5% | \$ 0,21 | \$ 10.517,98 |
| TOTALE | 1.000.000 | 100% | | \$ 716.772,74 |

Tabella 5: Calcolo del rendimento del portafoglio senza ESG

| Titolo | Quantità (Q_k) | Peso (x_k) | R_k | $R_k * Q_k$ |
|---------------------------|--------------------|----------------|----------|----------------------|
| Varian Medical Systems | 250.000 | 25% | \$ 0,58 | \$ 145.558,53 |
| Zimmer Biomet Holdings | 200.000 | 20% | \$ 0,41 | \$ 81.084,06 |
| Amerisource Bergen Corp | 200.000 | 20% | \$ 0,00 | \$ 241,13 |
| Dentsply Sirona | 150.000 | 15% | \$ 0,27 | \$ 40.297,39 |
| Mylan N.V. | 150.000 | 15% | \$ -0,75 | \$ -111.932,21 |
| Universal Health Services | 50.000 | 5% | \$ 0,32 | \$ 16.071,67 |
| TOTALE | 1.000.000 | 100% | | \$ 171.320,57 |

Il rendimento dei due portafogli così ottenuti è:

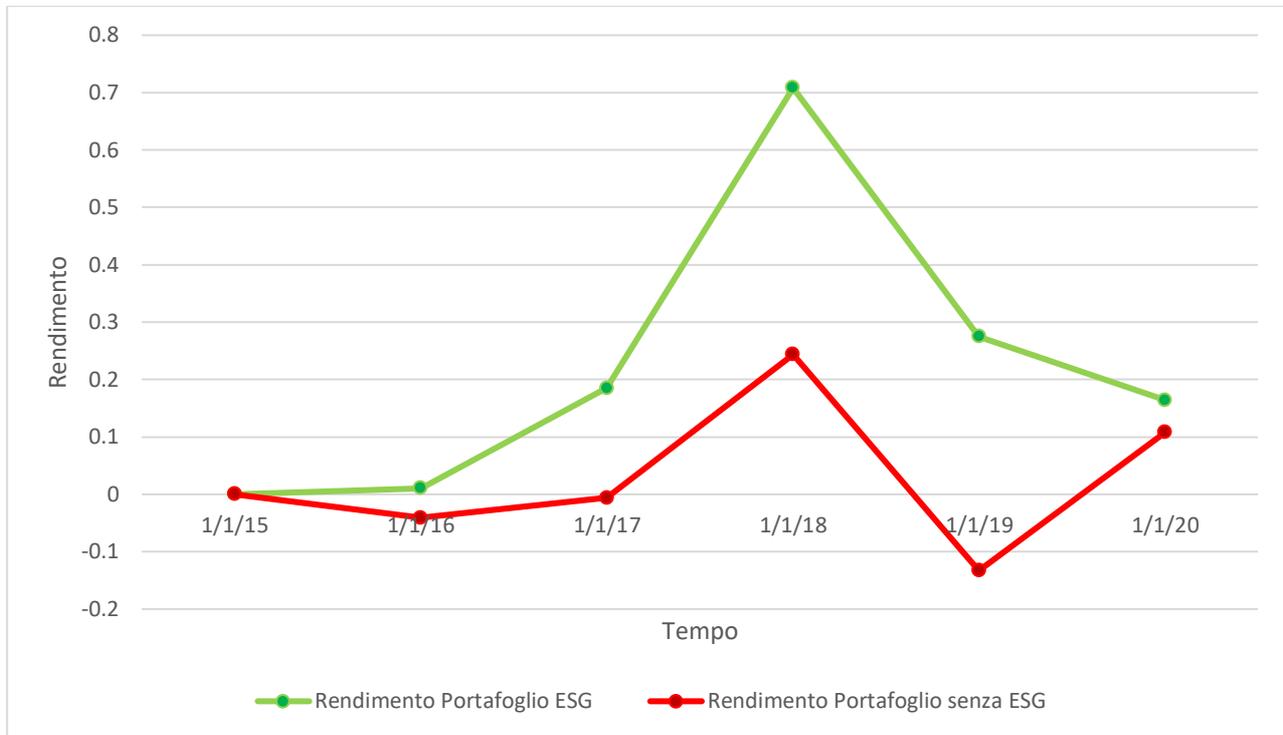
$$R_{P(ESG)} = \frac{\sum_{k=1}^n R_k * Q_k}{Q_{(Totale)}} = \frac{716.772,74}{1.000.000} = 0,7167 = 71,68\%$$

$$R_{P(senza ESG)} = \frac{\sum_{k=1}^n R_k * Q_k}{Q_{(Totale)}} = \frac{171.320,57}{1.000.000} = 0,1713 = 17,13\%.$$

Da quanto ottenuto appare evidente che il portafoglio con ESG ha un rendimento superiore rispetto al portafoglio senza ESG.

Calcolando il rendimento nel tempo dei due portafogli con lo stesso metodo sopracitato per ogni anno è possibile costruire un grafico che mette a confronto l'andamento del rendimento nell'intervallo considerato dei due portafogli (Figura 9).

Figura 9: Rendimento dei portafogli nel periodo 01/01/2015 – 01/01/2020



Infine, è stato calcolato il rendimento atteso futuro dei portafogli. Per calcolarlo è stato necessario calcolare innanzitutto la media aritmetica del rendimento di ogni titolo, \bar{R}_k :

$$\bar{R}_k = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n R_i \quad (3)$$

Il rendimento atteso futuro dei portafogli è:

$$\overline{R_{P(ESG)}} = \sum_{k=1}^n (x_k * \bar{R}_k) = 14,34\%$$

$$\overline{R_{P(senza ESG)}} = \sum_{k=1}^n (x_k * \bar{R}_k) = 3,34\%.$$

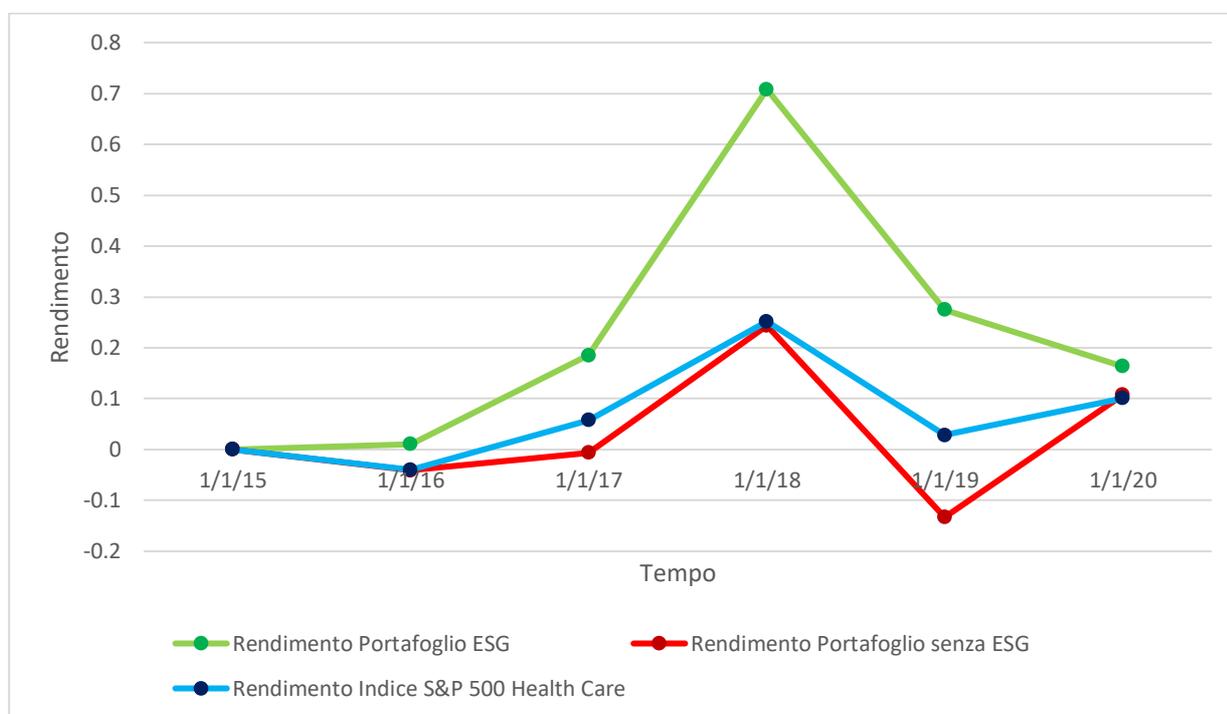
Dove x_k è il peso che titolo k-esimo ha sul portafoglio.

Prendendo a riferimento l'indice S&P del mercato Health Care (Tabella 6) nello stesso intervallo di tempo è possibile calcolare il rendimento che è pari a 39,96%. Questo risultato è minore rispetto al rendimento del portafoglio con ESG e maggiore rispetto al rendimento del portafoglio senza ESG (Figura 10).

Tabella 6: Calcolo del rendimento dell'Indice S&P 500 Health Care nel periodo 01/01/15 – 01/01/20

| t | Quotazione | Rendimento annuale |
|----------|-------------|--------------------|
| 01/01/15 | \$ 801,26 | |
| 01/01/16 | \$ 769,48 | \$ -0,04 |
| 01/01/17 | \$ 814,06 | \$ 0,06 |
| 01/01/18 | \$ 1.019,08 | \$ 0,25 |
| 01/01/19 | \$ 1.047,87 | \$ 0,03 |
| 01/01/20 | \$ 1.153,96 | \$ 0,10 |

Figura 10: Andamento nel tempo dei rendimenti dei due portafogli rispetto a quello dell'indice.



Il grafico della figura 10 mostra un discostamento evidente del rendimento del portafoglio ESG rispetto a quello dell'indice S&P 500 Health Care e del portafoglio senza ESG. Questo discostamento è dovuto al fatto che il portafoglio ESG ha un rapporto rischio-rendimento maggiore. Come si vedrà nel paragrafo successivo, la misura del rischio del portafoglio risulta essere maggiore per il portafoglio con ESG.

3.2.3 RISCHIO DEI PORTAFOGLI

La varianza σ^2 , indica la dispersione o la distanza dei rendimenti garantiti da un'attività finanziaria rispetto alla media dei rendimenti medesimi. Quanto maggiore è la varianza associata ai rendimenti di un'attività finanziaria, tanto più alto è il rischio ad essa associato.

La formula analitica è:

$$\sigma^2 = \frac{1}{n-1} * \sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R}_k)^2 \quad (4)$$

Lo scarto quadratico medio (o deviazione standard) è la radice quadrata della varianza e consente di quantificare la dispersione dei rendimenti dell'attività finanziaria intorno alla media della medesima unità di misura dei valori analizzati:

$$\sigma = \sqrt{\sigma^2} \quad (5)$$

Calcolate queste misure per ogni titolo, è stata costruita una matrice 6x6 per ogni portafoglio per poter calcolare la varianza di portafoglio, σ_p^2 . La varianza del portafoglio è la sommatoria di tutti gli elementi della matrice (Tabella 4 e 5). Le caselle sulla diagonale principale contengono i termini che indicano le varianze ($x_k^2 * \sigma_k^2$) mentre le caselle fuori dalla diagonale contengono le covarianze ($x_k * x_j * \sigma_{k,j}$)¹⁰.

La formula della covarianza è:

$$\sigma_{k,j} = \frac{1}{n-1} * \sum_{i=1}^n (R_{k,i} - \bar{R}_k) * (R_{j,i} - \bar{R}_j) \quad (6)$$

¹⁰ In termini formali, fare la somma di tutte le caselle significa:

$$\sigma_p^2 = \sum_{k=1}^n \sum_{j=1}^n x_k x_j \sigma_{k,j}$$

Tabella 4: Matrice per trovare la varianza del portafoglio con ESG

| | Abbott Laboratori es | Baxter Internation al | Cardinal Health Inc. | Agilent Technologi es | Boston Scientific | DaVita Inc |
|---------------------------------|-------------------------------------|--------------------------------------|-------------------------------------|--------------------------------------|------------------------------|-------------------|
| Abbott Laboratories | 0,00348486 | 0,00204606 | -2,21752E-05 | 0,001463347 | -0,000158722 | 0,000381298 |
| Baxter International | 0,00204606 | 0,004736965 | 0,000484866 | 0,001307823 | -0,000195989 | 0,000377834 |
| Cardinal Health Inc. | -2,21752E-05 | 0,000484866 | 0,000875102 | 0,000182341 | -0,000379425 | 0,000292687 |
| Agilent technologies | 0,001463347 | 0,001307823 | 0,000182341 | 0,001020883 | -1,60659E-05 | 0,000158801 |
| Boston Scientific | -0,000158722 | -0,000195989 | -0,000379425 | -1,60659E-05 | 0,000351639 | -0,000210992 |
| DaVita Inc | 0,000381298 | 0,000377834 | 0,000292687 | 0,000158801 | -0,000210992 | 0,000195508 |

Tabella 5: Matrice per trovare la varianza del portafoglio senza ESG

| | Varian Medical Systems | Zimmer Biomet Holdings | Amerisourc e Bergen Corp. | Dentsply Sirona | Mylan N.V. | Universa l Health Services |
|--|---------------------------------------|---------------------------------------|--|----------------------------|-------------------|---|
| Varian Medical Systems | 0,005900384 | 0,000542431 | 0,001337011 | -2,00111E-06 | 0,00129686 | 1,31694E-05 |
| Zimmer Biomet Holdings | 0,000542431 | 0,001716618 | 0,000514261 | 0,000912706 | -0,000352791 | -6,9461E-05 |
| Amerisource Bergen Corp. | 0,001337011 | 0,000514261 | 0,000513595 | 0,000488831 | 0,000412656 | -9,51919E-06 |
| Dentsply Sirona | -2,00111E-06 | 0,000912706 | 0,000488831 | 0,001332726 | 0,000287391 | -1,38185E-05 |
| Mylan N.V. | 0,00129686 | -0,000352791 | 0,000412656 | 0,000287391 | 0,00086383 | 3,19731E-05 |
| Universal Health Services | 1,31694E-05 | -6,9461E-05 | -9,51919E-06 | -1,38185E-05 | 3,19731E-05 | 4,37963E-06 |

La varianza dei due portafogli è quindi:

$$\sigma_{P(ESG)}^2 = 2,21\%$$

$$\sigma_{P(senza ESG)}^2 = 2,11\%.$$

La varianza del portafoglio senza ESG è minore rispetto alla varianza del portafoglio con ESG.

È stato infine calcolato il rischio di mercato dei due portafogli (Tabelle 6 e 7). Per calcolare tale rischio è necessario calcolare la varianza dell'indice S&P 500 Health Care (equazione 4) $\sigma_m^2 = 2,30\%$ e la covarianza dei singoli titoli rispetto all'indice (equazione 6).

Tabella 6: Rischio del mercato portafoglio con ESG

| Titolo | Peso (x_k) | σ_k^2 | σ_k | $\sigma_{k,m}$ | β_k |
|---------------------------|----------------|--------------|------------|----------------|-----------|
| Abbott Laboratories | 25% | 5,58% | 23,61% | 0,031023941 | 1,3469 |
| Baxter International Inc. | 20% | 11,84% | 34,41% | 0,02576426 | 1,1186 |
| Cardinal Health Inc. | 20% | 2,19% | 14,79% | 0,002158554 | 0,0937 |
| Agilent Technologies Inc | 15% | 4,54% | 21,30% | 0,023649636 | 1,0268 |
| Boston Scientific | 15% | 1,56% | 12,50% | -0,003712929 | -0,1612 |
| DaVita Inc. | 5% | 7,82% | 27,96% | 0,02190844 | 0,9512 |
| TOTALE | 100% | | | | |

Tabella 7: Rischio del mercato portafoglio senza ESG

| Titolo | Peso (x_k) | σ_k^2 | σ_k | $\sigma_{k,m}$ | β_k |
|---------------------------|----------------|--------------|------------|----------------|-----------|
| Varian Medical Systems | 25% | 9,44% | 30,73% | 0,038083433 | 1,6534 |
| Zimmer Biomet Holdings | 20% | 4,29% | 20,72% | 0,01297377 | 0,56326 |
| Amerisource Bergen Corp | 20% | 1,28% | 11,33% | 0,011288868 | 0,49011 |
| Dentsply Sirona | 15% | 5,92% | 24,34% | 0,001258571 | 0,05464 |
| Mylan N.V. | 15% | 3,84% | 19,59% | 0,006770058 | 0,29392 |
| Universal Health Services | 5% | 0,18% | 4,19% | -0,001316624 | -0,0572 |
| TOTALE | 100% | | | | |

Il β di ogni titolo viene calcolato con la seguente formula:

$$\beta_k = \frac{\sigma_{k,m}}{\sigma_m^2} \quad (7)$$

Il β dei due portafogli è la media ponderata dei beta dei singoli titoli che compongono il portafoglio:

$$\beta_{P(ESG)} = \sum_{k=1}^n (x_k * \beta_k) = 0,76$$

$$\beta_{P(senza ESG)} = \sum_{k=1}^n (x_k * \beta_k) = 0,67$$

Per entrambi i portafogli, il β di portafoglio è inferiore ad 1. Questo vuol dire che il portafoglio è meno rischioso rispetto all'indice di riferimento.

Conclusione

L'investimento sostenibile è un argomento sempre più sentito nell'ambito della Finanza. In questo elaborato è stato studiato l'investimento sostenibile con l'obiettivo di sviluppare un'analisi su due portafogli di titoli (uno con ESG e uno senza) che possa dimostrare la convenienza dell'investimento ESG. Nel primo capitolo è stato illustrato l'investimento sostenibile e in particolare il fattore ESG inquadrando i benefici e i colli di bottiglia dell'investimento ESG per *asset manager*, gestori di fondi speculativi e i singoli investitori.

Il secondo capitolo è focalizzato nell'ambito di particolare attenzione delle controversie degli ESG come il *whitewashing* e il *greenwashing*. È stato inoltre presentato l'effetto che ha l'ESG sulle performance del mondo finanziario. Le conclusioni di tale studio sono di particolare attenzione poiché in Europa e negli Stati Uniti, livelli più elevati di controversie comportano il costo di una diminuzione della performance e di un aumento del rischio mentre l'Asia-Pacifico non presenta le stesse caratteristiche: mentre un portafoglio senza controversie sembra fornire una performance forte e un rischio inferiore, anche i titoli con i più alti livelli di controversie hanno una performance significativamente migliore rispetto al mercato. In particolare, sono state fornite una serie di misure da implementare per poter ridurre il fenomeno delle controversie, in particolare la proprietà attiva 2.0 e la realizzazione più intelligente.

L'ultimo capitolo sviluppa un confronto di due portafogli di cui uno costituito da ESG e uno senza. È stato calcolato quindi il rendimento dei due portafogli ed è stato messo a confronto: il rendimento del portafoglio con ESG è maggiore rispetto a quello senza ESG nell'intervallo di tempo considerato. È stato inoltre comparato con l'indice del settore Health Care: S&P 500 Health Care, dal quale si è notato che il rendimento dell'indice è inferiore rispetto a quello del portafoglio ESG e superiore rispetto a quello senza ESG.

Successivamente è stato studiato il rischio dei due portafogli nonché quello rispetto al mercato. Si è visto che la varianza del portafoglio del portafoglio ESG è maggiore rispetto a quella del portafoglio senza e questo indica che il portafoglio con ESG è più rischioso. Infine, è stato calcolato il beta dei singoli titoli dei portafogli e il beta di portafoglio. Il risultato ottenuto mostra che entrambi i portafogli, avendo un beta minore di 1, sono meno rischiosi rispetto all'indice di riferimento.

In base a tali risultanze, nel periodo analizzato appare conveniente includere dei titoli ESG all'interno del proprio portafoglio poiché consentono di ottenere performance superiori in relazione al rischio assunto.

BIBLIOGRAFIA

- Berg, F., Koelbel, J. F., & Rigobon, R. (2020). *Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings*. Available at SSRN 3438533.
- Board, S. A. S. (2017). *SASB's Approach to Materiality for the Purpose of Standards Development*.
- Brealey R. A, Myers S.C., Sandri S. (2020). *Principi di finanza aziendale*, 8 ed. McGraw-Hill, Milano.
- Commissioner Peirce, Hester (2018). *Pondering Financial Reporting: Remarks before the 2018 Leet Business Law Symposium Standards*.
- Croft, T. & Malhotra, A. (2017). *The Reasonable Investor Handbook: Mobilizing Workers' Capital for a Sustainable World*. Routledge.
- De Franco, C. (2020). *ESG Controversies and Their Impact on Performance*. *The Journal of Investing*, 29(2), 33-45.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2007). *Disagreement, tastes, and asset prices*. *Journal of Financial Economics*, 83(3), 667-689.
- Fink, Larry: CEO di BlackRock (2018). *Lettera annuale ai CEO*.
- FundFire (2019). *CFA Institute Seeks Volunteers to Help Create GIPS-Like ESG Standards*.
- Goldberg, L. (2019). *"Is There ESG Alpha?" A Marketing Question in Research Clothing*.
- KPMG (2020). *Sustainable investing: fast-forwarding its evolution*.
- KPMG (2019). *The numbers that are changing the world: Revealing the growing appetite for responsible investing*.
- Kurtz L. (2020). *Three Pillars of Modern Responsible Investment*. *The Journal of Investing*, 29(2), 21-32.
- Mallowstreet Insights (2019). *ESG report*.
- NAPF (2013). *Responsible Investment Guide*.
- PRI (2019). *Active Ownership 2.0: The evolution stewardship urgently needs*.

PRI (2018). *How ESG engagement creates value for investors and companies.*

PRI (2019). *The inevitable Policy Response: Policy Forecasts.*

PRI (2006). *What are the Principles for Responsible Investment?*

UK National Advisory Board on Impact Investing & Impact Management Project (2017). *The Rise of Impact – Five steps towards an inclusive and sustainable economy.*

S&P Dow Jones Indices (2019). *The S&P 500 ESG Index: Integrating Environmental Social, and Governance Values into the Core.*

State Street Global Advisors (2020). *Into the Mainstream: ESG at the Tipping Point.*

UNCTAD (2015). *Investing in Sustainable Development Goals: Part 1 – Action Plan for Private Investments in SDG.*

United Nations (2015). *Report of the Conference of the Parties in its twenty-first session.*

Yoon, B., Lee, J. H., & Byun, R. (2018). *Does ESG Performance Enhance Firm Value? Evidence from Korea. Sustainability*, 10(10), 3635.

SITOGRAFIA

<https://www.am.pictet/it/blog/articoli/sviluppo-sostenibile/perche-gli-investimenti-sostenibili-stanno-cambiando-la-finanza>

https://en.wikipedia.org/wiki/List_of_S%26P_500_companies

<https://etf.dws.com/en-us/SNPE-sp-500-esg-etf/>

<https://www.ilsole24ore.com/>

<https://it.investing.com/>

<https://investiresponsabilmente.it/cose/>

<https://www.spglobal.com/spdji/en/>

RINGRAZIAMENTI

Ai miei genitori e alla mia famiglia che non mi hanno fatto mai mancare niente e mi hanno sempre supportata.

A Francesco, che non ha mai smesso di credere in me anche quando io stessa non ci credevo e aver condiviso le ansie, le gioie e i dolori con me.

A Serena, che anche da lontana mi è sempre stata vicino sopportando i miei scleri e dandomi consigli preziosi.

A Giorgia, il mio porto sicuro con cui ho condiviso tutto il percorso.

A Federico, che mi ha sempre dato una dose di leggerezza e spensieratezza nei momenti di pesantezza.

Ai miei amici che mi sono stati accanto durante il percorso e hanno vissuto a pieno con me la mia esperienza universitaria.

Ringrazio tutte le persone che sono state presenti lungo il mio percorso universitario.