



# La verità sull'investimento sostenibile

NOVE DIFFUSE CONVINZIONI SFATATE

Per investitori professionisti

**ROBECO**  
The Investment Engineers

# La verità sull'investimento sostenibile

Nove diffuse convinzioni sfatate

Aprile 2018

# Indice

Prefazione	4
1. Fact-checking <b>PERFORMANCE</b>	5
2. Fact-checking <b>IDEALISTI</b>	9
3. Fact-checking <b>SCREENING</b>	13
4. Fact-checking <b>MILLENIAL</b>	17
5. Fact-checking <b>IMPATTO</b>	21
6. Fact-checking <b>DATI</b>	25
7. Fact-checking <b>MIGLIAIA DI MILIARDI</b>	30
8. Fact-checking <b>PORTAFOGLI</b>	35
9. Fact-checking <b>MERCATI EMERGENTI</b>	39
Appendice	43

# Prefazione

L'investimento sostenibile esiste da decenni, ma l'interesse nei suoi confronti è cresciuto notevolmente lo scorso anno, parallelamente a una altrettanto rapida crescita degli articoli e delle opinioni in merito. Gli aspetti controversi riguardano soprattutto la terminologia e la performance, con vari ostacoli da superare e molte domande aperte.

Sono in molti, sia nel settore degli investimenti sia nella società in generale, a credere ancora che si tratti di una forma di investimento di nicchia, o che società e investitori non si interessino delle questioni ambientali. Altri credono che l'investimento sostenibile operi semplicemente escludendo i titoli delle società "che promuovono i vizi" o impiegando altre forme di screening negativo. Altri ancora lo vedono come un concetto presente solo nelle riflessioni dei 'millennial' e che non interessa minimamente a chi ha più di trent'anni.

Perfino gli investitori professionisti che aderiscono ai principi d'investimento sostenibile non hanno completamente dissipato i dubbi sulla sua effettiva utilità. C'è chi ritiene che l'analisi ESG (ambientale, sociale e di governance) funzioni solo per l'azionario e chi ritiene che non possa assolutamente funzionare per i mercati emergenti. Bastano i dati disponibili per prendere una decisione? L'investimento sostenibile fa davvero bene alla società, o solo agli azionisti che vi hanno interessi personali? Forse l'idea più diffusa di tutte è che integrando l'analisi ESG nel processo di investimento si vada a sacrificare la performance.

Parlandone con i clienti effettivi e potenziali, chi si occupa seriamente di investimenti sostenibili si trova spesso a dover sfatare queste diverse leggende. In questa brochure abbiamo scelto i nove miti più comuni sugli investimenti sostenibili e li abbiamo sviscerati uno per uno. Alcuni si basano su temi ricorrenti, altri derivano da un'idea sbagliata di cosa sia, innanzi tutto, la sostenibilità (e cosa invece non sia). Ci auguriamo che questa lettura possa essere di interesse per coloro che sono ancora scettici riguardo a determinati aspetti dell'investimento sostenibile, ai parametri ESG e alla loro integrazione nel processo di investimento.

**Masja Zandbergen**

Responsabile Integrazione ESG, Robeco

# 1

I valori  
vengono  
prima del  
profitto?

Si può avere il meglio di entrambi

*Parliamo di...*

# Performance

**L'investimento sostenibile è oggetto di più miti di qualsiasi altro stile d'investimento. La prima e più importante riguarda forse l'idea che essa costringa a sacrificare la performance: rinunciare ai rendimenti per perseguire una qualche forma di ideale tangibile.**

Dove nasce allora questa leggenda della performance modesta? In parte dalla necessità in alcuni casi di effettuare investimenti: per realizzare la sostenibilità bisogna spendere denaro. Le società energetiche che si riorganizzano per accrescere il peso delle rinnovabili devono effettivamente spendere milioni in nuove infrastrutture. L'approvvigionamento da fornitori che riconoscono un equo salario ai propri dipendenti può far salire i costi. Meno evidente è la possibilità per una società poco diversificata di dover pagare soggetti terzi come consulenti per l'impiego, sostenendo allo stesso modo costi ulteriori e una riduzione dei rendimenti di breve periodo.

In teoria, ciò implicherebbe una sottoperformance per le società che considerano seriamente la sostenibilità. In realtà, di solito è vero il contrario: l'adozione dei principi ESG da parte di società e investitori ha dimostrato di ottimizzare la performance. Ciò avviene soprattutto grazie alla capacità di ridurre i rischi, soprattutto per effetto dell'innalzamento degli standard in tutti e tre gli ambiti al fine di contrastare il cambiamento climatico o le cattive pratiche aziendali.

## **È essenziale puntare alla rilevanza finanziaria**

Per assumere decisioni migliori includendo nel processo le informazioni ESG è fondamentale assumere un'ottica d'investimento e analizzare esclusivamente temi finanziariamente rilevanti, ossia concentrarsi sul core business. In altre parole, bisogna concentrare la ricerca sui temi ESG che producono un impatto finanziario diretto

sui risultati aziendali di lungo periodo e che quindi si riflettono sui rendimenti degli investimenti. Per una società di pubblici servizi, sono i temi legati all'efficienza energetica delle sue attività e alla sua strategia in materia di transizione energetica. Per una banca, sono i temi della governance, della cultura di risk management e di gestione responsabile dei prodotti.

Inoltre, l'adozione dei temi ESG può offrire opportunità o ridurre i rischi. Per esempio, la diffusione crescente delle auto elettriche ha generato opportunità d'investimento sia per le case automobilistiche che per i loro fornitori, inclusa la produzione dei nuovi materiali intelligenti come il litio per le batterie. Al contempo, i temi ESG possono contribuire a contenere i rischi portando alla luce i potenziali problemi della catena di approvvigionamento nelle industrie che hanno fatto ricorso al lavoro sottopagato, per esempio l'universo della moda e il commercio al dettaglio. È soprattutto così che gli investitori riescono a "separare il grano dal loglio" al momento di scegliere le azioni e le obbligazioni da acquistare, seguendo un approccio "best-in-class".

### **Quattro ricerche hanno dimostrato la sovraperformance**

Quattro ricerche che negli ultimi tre anni hanno analizzato questo tema del "Valore aggiunto" sono particolarmente interessanti. Fino a che punto queste scelte possono aggiungere valore anziché sottrarlo è stato dimostrato in uno studio del 2015, "From the Stockholder to the Stakeholder: How Sustainability Can Drive Financial Outperformance", edito da Oxford University e Arabesque Partners. L'analisi su oltre 200 fonti tra cui ricerche accademiche, rapporti settoriali, articoli di stampa e libri ha concluso che "l'80% degli studi analizzati mostra effetti positivi delle pratiche sostenibili prudenti sulla performance dell'investimento".<sup>1</sup>

Un ulteriore sondaggio nello stesso anno realizzato ad opera della divisione Asset and Wealth Management di Deutsche Bank, in collaborazione con l'università di Amburgo, è andato addirittura oltre. Lo studio ha esaminato l'intero universo di 2.250 studi accademici pubblicati su questo argomento dal 1970, utilizzando dati relativi a oltre quattro decenni, fino al 2014. Lo studio ha rilevato che gli criteri ESG avevano apportato un contributo positivo ai risultati finanziari delle imprese nel 62,6% dei casi, mentre i risultati negativi si fermavano al 10% dei casi (il resto era neutrale).<sup>2</sup>

### **Rendimenti azionari più elevati**

Il miglioramento dei risultati societari dovrebbe in teoria ripercuotersi positivamente sui corsi azionari. Uno studio del 2016 a cura di Harvard Business School ha direttamente associato per la prima volta una migliore performance e comunicazione dei principali temi

---

*“Evidenze sempre più numerose indicano che le società oggi impegnate ad aumentare gradualmente la loro sostenibilità raccoglieranno i benefici in futuro”*

---

ESG all'aumento del valore delle azioni. Il documento intitolato "Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality" ha sottolineato chiaramente come i vantaggi finanziari si trasmettano ai valori degli asset.<sup>3</sup>

Inoltre, l'investimento sostenibile riguarda anche l'azionariato attivo, che si ottiene in parte spingendo le aziende a migliorare i propri standard ESG. Anche questo può far crescere i rendimenti, come pare dimostrare una ricerca del 2017, in cui tre ricercatori hanno analizzato un dataset di 660 società che avevano sperimentato forme di engagement in varie tematiche ESG, per un totale di 847 engagement distinti.

I ricercatori hanno riscontrato che i rendimenti azionari delle società con engagement superavano del 2,7% quelli delle aziende non-target nei sei mesi successivi alla conclusione dell'engagement. I risultati delle aziende che in precedenza si erano impegnate meno sulle tematiche ESG sono stati ancora più netti, con un 7,5% di sovraperformance dei corsi azionari rispetto alle aziende non-target, a un anno dalla conclusione dell'engagement.<sup>4</sup>

### Cambiamento dei modelli di business

Analizzate nel loro insieme, queste evidenze sempre più numerose indicano che le società oggi impegnate ad aumentare gradualmente il loro livello attuale di sostenibilità raccoglieranno i benefici in futuro, riuscendo magari a salvare la propria attività. Le società petrolifere, per esempio, stanno trasformando lentamente i loro modelli di business per sostituire i carburanti fossili con le rinnovabili, mentre le case automobilistiche si stanno riconvertendo ai veicoli elettrici, e il commercio al dettaglio si sta approvigionando solo da fornitori con credenziali verificate in tema di diritti umani.

In caso di futura introduzione di limiti alle emissioni di carbonio, queste società impegnate oggi a ridurre la loro impronta di carbonio riuscirebbero domani ad adeguarsi più facilmente ai nuovi regimi normativi e governativi. Il tema è già all'ordine del giorno per tutte le società immobiliari e, sostanzialmente, per tutte le imprese di pubblici servizi. Al contempo, i maggiori livelli di efficienza raggiunti oggi taglieranno i costi e accresceranno gli utili.

In parole povere, prendendo in considerazione i temi legati alla sostenibilità si possono operare scelte d'investimento più informate e raggiungere rendimenti più elevati nel lungo periodo. Per questa ragione Robeco continua a credere nel suo valore e ha integrato l'analisi ESG nei processi d'investimento delle strategie fondamentali e quantitative azionarie e del reddito fisso. ■

<sup>1</sup> Clark, Gordon L. e Feiner, Andreas e Viehs, Michael, *From the Stockholder to the Stakeholder: How Sustainability Can Drive Financial Outperformance* (5 marzo 2015). Disponibile su SSRN.

<sup>2</sup> Deutsche Asset and Wealth management, *'ESG and corporate financial performance: mapping the global landscape'*, dicembre 2015.

<sup>3</sup> Khan, Mozaffar e Serafeim, George e Yoon, Aaron S., *Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality* (9 novembre 2016). *The Accounting Review*, Vol. 91, No. 6, pp. 1697-1724.

<sup>4</sup> Tamas Barko, Martijn Cremers e Luc Renneboog, *'Shareholder Engagement on Environmental, Social, and Governance Performance'*, Working paper per il European Corporate Governance Institute, 2017.



# 2



È una nicchia  
per idealisti



E' un'industria  
da migliaia di  
miliardi di dollari

*Parliamo di...*

# Idealisti

**Negli ultimi decenni gli investimenti sostenibili ha fatto molta strada, anche se qualcuno pensa ancora che siano confinati a questioni ecologiche. Per altri, invece, è argomento da idealisti, sostenuti da gruppi di pressione.**

Entrambi i miti resistono perché, in effetti, la sostenibilità è nata con le campagne per “salvare il mondo” degli anni ‘60. Organizzazioni come Amici della Terra, fondata nel 1969, hanno svolto un’intensa attività di lobby per arrestare le pratiche non sostenibili dell’epoca, dalla deforestazione (purtroppo ancora in atto) all’inquinamento.

Negli anni ‘80 sono state vinte importanti battaglie ambientali che hanno portato all’abolizione del pericoloso pesticida DDT e alla firma del protocollo di Montreal per la riduzione dell’uso dei gas CFC, dopo il monito degli scienziati sui danni causati allo strato di ozono dagli aerosol. Nel XXI secolo il concetto di sostenibilità si è notevolmente evoluto, soprattutto nella misura in cui è diventato l’approccio tradizionale adottato da governi, aziende e investitori. Oggi il fenomeno interessa persone di ogni tipo - non solo attivisti - e prevede investimenti di migliaia di miliardi di dollari.

## Unione tra le nazioni

Quanto sopra si riflette nei 17 Obiettivi di sviluppo sostenibile redatti dalle Nazioni Unite (SDGs), che mirano a migliorare la vita di ciascuno di noi. Lanciati nel 2015 e ratificati da 193 paesi, comprendono principi fondamentali come la fornitura di acqua pulita, standard di istruzione adeguati, sanità per tutti e uguaglianza di diritti.<sup>5</sup>

Fondamentale è anche il ruolo del mondo imprenditoriale, dopo che l’ONU ha espressamente invitato aziende e istituzioni finanziarie a contribuire al raggiungimento degli obiettivi prefissati entro 15 anni. Ad essere coinvolti non sono solo i colossi internazionali o i settori ritenuti direttamente responsabili dell’inquinamento, come le società petrolifere o i produttori di materie plastiche, ma le buone pratiche valgono davvero per tutte le aziende.

Le banche, per esempio, dovrebbero proporre mutui adeguati a tassi ragionevoli, garantendo i più elevati standard etici e una cultura del rischio ben definita, soprattutto dopo la crisi finanziaria mondiale. Le società del settore sanitario, invece, dovrebbero puntare su innovazione, capitale umano e modelli equi di determinazione dei prezzi dei farmaci. Infine, le aziende alimentari dovrebbero cercare di produrre prodotti più sani, per esempio eliminando lo zucchero.<sup>6</sup>

La sfida di soddisfare gli SDGs è stata raccolta da molti investitori (fondi pensione e asset manager, tra cui Robeco e RobecoSAM), che si impegnano a integrare nei processi di investimento finalità che rispettino il maggior numero possibile di questi obiettivi. L'idea di usare il capitalismo del mercato libero per migliorare gli standard di vita mondiali risale a una precedente iniziativa delle Nazioni Unite, i Principi per gli investimenti responsabili. Introdotta nel 2006, l'UNPRI ha sei principi che obbligano gli investitori a considerare il più possibile i fattori ESG nei rispettivi processi di investimento. Robeco e RobecoSAM figurano tra i primi a sottoscrivere l'impegno, e l'UNPRI oggi conta 1.750 firmatari.<sup>7</sup>

### La S e la G di ESG

L'adozione su larga scala dei criteri ESG ha fatto la sua parte. Ha reso le società e gli azionisti più consapevoli della rilevanza finanziaria della sostenibilità, oggi in grado di influire direttamente sui risultati e sulle quotazioni di una determinata azienda. Con la sempre maggiore diffusione dei criteri ESG, la sostenibilità si è rivelata un'ottima fonte di guadagno e non certo una forma di idealismo. E anche se la lettera "E" si riferisce effettivamente a questioni ecologiche su cui gli investitori continuano a concentrarsi (e che ora considerano un'opportunità di business in settori come l'energia rinnovabile), al momento viene data maggiore enfasi alla S e alla G rispetto al passato.

Adottare pratiche di responsabilità sociale non serve solo a sentirsi in pace con la coscienza ma ha anche rilevanza finanziaria visto che, stando alle ricerche, i lavoratori sereni sono lavoratori produttivi. In uno studio del 2011 condotto dalla Wharton School dell'Università della Pennsylvania è stato analizzato il rapporto tra la soddisfazione dei dipendenti e i rendimenti dei mercati azionari nel lungo periodo. Lo studio ha dimostrato che il rendimento dei titoli compresi in un portafoglio ponderato sul valore di mercato delle aziende classificate come "i 100 migliori datori di lavoro in America" superava del 3,5% in media il principale benchmark del mercato tra il 1984 e il 2009, e del 2,1% i benchmark dei comparti industriali di riferimento.<sup>8</sup>

Da questi risultati si è visto anche che queste società risultavano molto più sorprendenti in positivo, in termini di ricavi, rispetto a quelle non rientranti nella lista. I ricercatori sono

---

*“Adottare pratiche di responsabilità sociale non serve solo a sentirsi in pace con la coscienza ma stando alle ricerche, i lavoratori sereni sono lavoratori produttivi”*

---

giunti a tre conclusioni essenziali: la soddisfazione del personale ha una correlazione positiva con la redditività per gli azionisti e non significa necessariamente lassismo da parte del management; il mercato azionario non dà pieno valore ai beni immateriali come il capitale umano; infine, uno screening delle aziende più impegnate sul fronte sociale da inserire nei portafogli può tradursi in investimenti più redditizi.

### Anche migliorare la governance è utile

Proprio come nel caso del fattore umano, anche il principio secondo cui una migliore governance aziendale possa contribuire a far salire il valore delle azioni è stato dimostrato da una ricerca effettuata dalla Wharton School insieme all'Università di Harvard. Basandosi sull'incidenza di 24 regole di governance prevalenti nel 2003, i ricercatori hanno elaborato un "Indice della Governance" da utilizzare per misurare il livello dei diritti degli azionisti in circa 1500 grandi società nel corso degli anni '90. Hanno quindi elaborato una strategia di investimento basata sull'acquisto di aziende nel decile inferiore dell'indice (ossia quelle che garantivano maggiori diritti agli azionisti) e la vendita di aziende nel decile superiore dell'indice (ossia quelle con diritti più deboli).<sup>9</sup>

I ricercatori hanno riscontrato che le aziende in cui i diritti degli azionisti erano più forti avevano valori di mercato più alti, fatturati in maggiore crescita, più utili, meno spese in conto capitale ed effettuavano meno acquisizioni societarie, traendone la conclusione che quella strategia, se fosse stata applicata nel mondo reale, avrebbe dato eccezionali rendimenti annui dell'8,5% nel periodo preso in esame.

Quindi non sono più solo questioni ecologiche per idealisti. Parliamo ormai dell'intero spettro ESG e dei rendimenti più alti che si possono ottenere implementando fattori ambientali, sociali e di governance. Sono decisamente questioni che interessano tutti. ■

<sup>5</sup> L'elenco completo degli SDGs delle Nazioni Unite è disponibile qui <http://www.un.org/sustainabledevelopment/sustainable-development-goals/>.

<sup>6</sup> Le campagne di Robeco per un'alimentazione più sana sono disponibili su <https://www.robeco.com/en/insights/2014/07/food-health-benefiting-from-the-trend-towards-a-healthier-lifestyle.html>.

<sup>7</sup> Ulteriori informazioni sui PRI delle Nazioni Unite sono disponibili qui [www.unpri.org](http://www.unpri.org).

<sup>8</sup> Edmans, Alex, Does the Stock Market Fully Value Intangibles? Employee Satisfaction and Equity Prices (20 gennaio 2010). *Journal of Financial Economics* 101(3), 621-640, settembre 2011. Disponibile su SSRN.

<sup>9</sup> Gompers, Paul A. e Ishii, Joy L. e Metrick, Andrew, Corporate Governance and Equity Prices. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118, No. 1, pp. 107-155, febbraio 2003. Disponibile su SSRN.

# 3

Si tratta solo di  
escludere i  
titoli controversi

Pensa positivo:  
è anche una  
questione di  
integrazione ESC

*Parliamo di...*

# Screening

**Una leggenda persistente sugli investimenti sostenibili è che si tratti semplicemente di uno screening negativo - prevalentemente escludendo titoli considerati “non etici”.**

Lo screening negativo, o escludente, implica l’esclusione di alcuni settori, società o pratiche da un fondo o portafoglio in funzione di specifici criteri ESG. Le sue origini risalgono al rifiuto dei Quaccheri nel 18° secolo di investire nel commercio degli schiavi. Da allora è stato spesso letto come una crociata ambientalista, o la disapprovazione di titoli di società che “promuovono vizi” come il tabacco - entrambi su basi etiche.

Solitamente questo significa rifiutarsi di acquistare le azioni o le obbligazioni di società che “promuovono vizi”, coinvolte quindi nei settori dell’alcool, del tabacco, del gioco d’azzardo o delle armi. Nel contrasto al cambiamento climatico, significa anche in modo crescente evitare i produttori di carburanti fossili o le società inquinanti. E, in alcuni casi, la legislazione nazionale richiede certe esclusioni: la legge olandese, ad esempio, vieta di investire in società che producono bombe a grappolo. Lo screening escludente e negativo costituisce l’implementazione più diffusa nel Sustainable Investing, con 15 mila miliardi di USD in attivi a livello globale nel 2016.

Poiché alcuni di questi settori esclusi sono ben radicati nella mentalità - l’esclusione delle società produttrici di sigarette risale a molti anni fa, mentre esclusioni più recenti comprendono i produttori di carbone termico - è facile capire perché alcuni pensino che l’investimento sostenibile si limiti a questo.

Tuttavia, lo screening negativo è solo una faccia della medaglia. Gli investimenti sostenibili si basano anche sullo screening positivo, poiché quel che viene inserito in un fondo è in definitiva più importante di ciò che ne viene escluso. La Global Sustainable Investment Alliance fornisce una panoramica che sta diventando ormai uno standard di mercato. Al di là dello screening negativo, possono essere applicati i seguenti metodi di SI:

- **Screening positivo/best-in-class:** investire in settori, società o progetti scelti in virtù della buona classificazione in termini di ESG rispetto alle società concorrenti
- **Screening basato su normative:** analizzare le società in relazione agli standard minimi di business practice delineati dalle norme internazionali
- **Integrazione ESG:** l’inclusione sistematica ed esplicita da parte dei gestori degli investimenti, di fattori ambientali, sociali e di governance nell’analisi finanziaria
- **Tematiche di sostenibilità:** puntare su temi specificamente legati alla sostenibilità, come l’energia pulita o l’agricoltura sostenibile
- **Impact/community investing:** mirato generalmente a risolvere problemi sociali o ambientali, compreso il community investing, nel quale il capitale è indirizzato a persone o comunità bisognose, oltre che il finanziamento di imprese che hanno una chiara finalità sociale o ambientale
- **Engagement e partecipazione degli azionisti:** l’utilizzo del potere degli azionisti per influire sul comportamento di una società, compreso l’impegno diretto come la comunicazione con i membri del consiglio, la presentazione di proposte degli azionisti, e il voto in assemblea seguendo linee guida improntate all’ESG.

In funzione dell’obiettivo dell’investitore, possono essere utili applicazioni specifiche. L’utilizzo di dati ESG negli investimenti ha spesso l’obiettivo di migliorare i rendimenti o ridurre i rischi. L’*impact investing* e l’*active ownership* hanno spesso l’obiettivo di fare la differenza, generando al contempo un guadagno finanziario. Essendo Robeco convinta che l’utilizzo delle informazioni ESG porti a decisioni d’investimento più informate ed vantaggi la società, l’implementazione ha privilegiato l’integrazione dei criteri ESG e dell’active ownership.

### Integrazione ESG

Sul fronte dell’integrazione ESG, i dati raccolti dalle diverse fonti sono utilizzate per analizzare e valutare un’azienda. Generalmente un titolo dotato di una migliore performance ESG su questioni concrete ha una maggiore probabilità di essere inserito in portafoglio rispetto a un titolo con un profilo peggiore. Tuttavia, se i rischi ESG sono già largamente scontati dai mercati, il gestore di portafoglio può comunque investire se ritiene vi siano margini sufficienti di miglioramento da permettere un rialzo del titolo.

---

*“Robeco è convinta che l’utilizzo delle informazioni ESG porti a decisioni d’investimento più informate ed vantaggi la società”*

---

L'integrazione dei criteri ESG permette quindi di prendere decisioni d'investimento più informate, utilizzando tecniche di screening sulla sostenibilità sia positive che negative, insieme ad altri fattori che possono avere un peso sulla decisione di comprare o vendere. Tra questo, ad esempio, i principi del *value investing*, nel quale il gestore ricerca titoli i cui prezzi correnti non riflettono il potenziale percepito della società.

### Active ownership

L'esclusione - decisione estrema a seguito dello screening negativo - dovrebbe essere considerata come ultima spiaggia. Molti investitori preferiscono in prima istanza comunicare con le società per trovare modi per migliorare il loro comportamento aziendale. Robeco segue questa strada attraverso un apposito team di *Active Ownership* composto da specialisti che comunicano regolarmente con le società in cui investono.

Questo processo è preferito perché, una volta che una società viene esclusa, non è più possibile intervenire, e gli investitori non possono più influire per cercare di migliorare i criteri ESG. Anche i disinvestimenti presentano un problema analogo, poiché il risultato è semplicemente il trasferimento della proprietà da un investitore scontento ad uno più disponibile, e non affronta il problema sottostante, come nel caso della decarbonizzazione.

E l'*engagement* può funzionare anche nel caso di problemi di vecchia data e apparentemente insormontabili. Le società "Big Oil", ad esempio, producono ancora carburanti fossili, ma sono state convinte a modificare il loro modello industriale per spostare l'attenzione sempre più in direzione delle energie rinnovabili. Questo ha fatto sì che le stazioni eoliche e solari divenissero una parte rilevante della loro attività man mano che si riduceva la tradizionale attività petrolifera e sul gas, contribuendo effettivamente alla decarbonizzazione e rallentando il cambiamento climatico. ■



# 4

E' solo una  
questione  
cara a hipster  
ventenni

Prima o poi  
tutti avranno  
bisogno di  
una pensione  
sostenibile

*Parliamo di...*

# Millennial

**Spesso si pensa che l'investimento sostenibile sia qualcosa che perseguono solo i millennial, tanto per adeguarsi a una tendenza del momento. È vero che questa fascia di età sembra essere quella più interessata all'investimento sostenibile, ma non si tratta certo di una moda. In realtà, l'attenzione verso la sostenibilità attraversa tutte le generazioni e risale a secoli fa.**

Gli stereotipi sui fautori di un mondo più sostenibile tendono a focalizzarsi su chi è nato dalla metà degli anni '80 in poi, perché secondo quanto emerge dalle ricerche i millennial sono i più interessati al problema. Per esempio sono più propensi a comprare alimenti biologici o caffè del commercio solidale e a preoccuparsi dei diritti umani di quanto lo fossero i loro genitori o nonni.<sup>10</sup>

Inoltre, essendo cresciuti nell'era di Internet, hanno avuto più facilmente accesso a informazioni che hanno portato alla luce le attività non sostenibili, e in base ad esse hanno fatto la loro scelta di campo politica. Secondo alcune ricerche statunitensi, i millennial sono "la generazione più progressista degli ultimi 50 anni" e stanno rendendo il Paese più liberale.<sup>11</sup>

## **Distribuito equamente**

Tuttavia, stando a un sondaggio realizzato nel 2017 da Robeco sulle preferenze dei propri investitori retail in Olanda, per quanto riguarda gli investimenti la domanda di sostenibilità è distribuita piuttosto equamente tra tutte le fasce di età. Il 70% circa degli ultracinquantenni si è dichiarato decisamente interessato alla sostenibilità, a fronte del 66% del gruppo 34-50 anni e al 67% del gruppo 18-34 anni. Pur non essendo uno studio scientifico esaustivo, il sondaggio ha effettivamente dimostrato che la sostenibilità è popolare tra le persone di mezza età e oltre tanto quanto lo è tra i millennial.

Quelli che hanno poi effettivamente investito in fondi sostenibili sono stati il 28% degli over 50, il 29% del gruppo 34-50 anni e il 26% del gruppo 18-34 anni, dimostrando ancora una volta come l'interesse sia distribuito equamente tra le fasce di età, con la mezza età in leggero vantaggio sulle altre. Va anche detto che la quota di portafoglio media investita in fondi sostenibili era il 29% per gli over 50, il 30% per il gruppo 34-50 anni e il 33% per il gruppo 18-34 anni: la ricerca interna di Robeco dimostra che sotto questo aspetto i millennial sono in leggero ma non significativo vantaggio.

### Una lunga storia

La sostenibilità è tutt'altro che una moda del momento. Le sue origini risalgono alla chiesa del secolo XVIII, quando i quaccheri alzarono le prime barriere rifiutandosi di investire in tutto ciò che fosse collegato con la tratta degli schiavi. In anni più recenti la tendenza andò crescendo con le prime leggi sull'uguaglianza dei diritti negli anni '60 e le campagne ambientali degli anni '70. Un 'boicottaggio' importante fu quello messo in atto negli anni '70 dalle aziende che si rifiutavano di investire in Sudafrica a causa del regime di apartheid in atto in quel Paese.

L'interesse per la sostenibilità è diventato globale nel 1987, con la pubblicazione da parte della Commissione delle Nazioni Unite su Ambiente e Sviluppo (Commissione Brundtland) del rapporto "Our Common Future" in cui si denunciava lo sfruttamento incontrollato delle risorse naturali, all'epoca rappresentato soprattutto dalla vasta deforestazione. Il documento è importante in particolare per aver coniato il termine "sviluppo sostenibile", mirato soprattutto a invitare i mercati emergenti a perseguire la propria crescita economica senza distruggere l'ambiente. Per spiegare il significato del nuovo termine, il presidente della Commissione Gro Harlem Brundtland scrisse: "L'umanità può fare in modo che lo sviluppo sia sostenibile, ossia in grado di soddisfare i bisogni del presente senza compromettere la possibilità delle generazioni future di soddisfare i propri".<sup>12</sup>

### Le tre P della sostenibilità

Un'altra frase famosa, nota come "triple bottom line", è quella conosciuta nel 1995 non da un millennial, ma da un uomo d'affari britannico di mezza età, John Elkington, il quale affermò che qualsiasi azienda debba considerare tre P: Persone, Pianeta e Profitti (e non solo quest'ultima parola) come ugualmente importanti per il proprio successo nel lungo termine. Tramite successivi adattamenti, questo concetto si è tradotto nei tre fattori ESG (ambientale, sociale e di governance) che sono oggi alla base della maggior parte dei processi di investimento sostenibile.<sup>13</sup>

---

*"La vera e propria globalizzazione della sostenibilità ha probabilmente raggiunto il suo apice con la COP 21, a Parigi nel 2015"*

---

Il concetto e la tematica di *'sustainability investing'* sono diventati di uso comune nel decennio successivo, quando hanno cominciato a essere presi sul serio dagli investitori. In seguito si sono incarnati in varie altre espressioni, come "investimento etico", "investimento responsabile", "investimento socialmente responsabile" o SRI, finché non si è raggiunto il consenso unanime sulla scelta dell'espressione "investimento sostenibile" come la più rappresentativa delle diverse strategie di investimento che tengono conto dei fattori ESG.

La vera e propria globalizzazione della sostenibilità ha probabilmente raggiunto il suo apice con la Conferenza delle Nazioni Unite sui Cambiamenti Climatici tenutasi nel 2015 a Parigi (nota come COP21) e dalla quale è scaturito l'Accordo di Parigi, che ha chiesto al mondo di limitare l'incremento del riscaldamento globale a meno di due gradi centigradi rispetto ai livelli preindustriali. L'accordo è stato ratificato da 174 Paesi il 22 aprile 2016, data oggi designata dall'ONU come "Giornata Mondiale della Terra".

Quindi, anche se in passato l'investimento sostenibile è stato un concetto relativamente di nicchia, le cose oggi sono chiaramente cambiate e non è più possibile invertire la rotta. ■

<sup>10</sup> Produce Retailer, *'Younger consumers buy more organics'*, 2017.

<sup>11</sup> The Millennial Pendulum: A new generation of voters and the prospects for a political realignment, 2009.

<sup>12</sup> Rapporto della Commissione Mondiale su Ambiente e Sviluppo: *'Our Common Future'*.

<sup>13</sup> John Elkington, *'Enter the triple bottom line'*, 2004.

# 5

E' una minoranza  
rumorosa e non  
la maggioranza  
silenziosa

A volte le  
minoranze  
determinano  
il cambiamento

Parliamo di...

# Impatto

**L'investimento sostenibile si è evoluto fino a diventare una forma di gestione del denaro di alto profilo. Ma a chi fa bene davvero? A volte non è facile dimostrare l'impatto positivo che ha sulla società in generale, soprattutto quando comporta un costo.**

Un esempio di come le iniziative ecologiche non portano sempre ai risultati attesi lo si può vedere nella Germania che sta abbandonando gradualmente il suo programma nucleare a seguito del disastro di Fukushima (Giappone) nel 2011: di per sé una causa giusta, ma che ha l'effetto collaterale di aumentare la dipendenza del Paese dalle centrali a carbone, contraddicendo il programma tedesco dell' *Energiewende* (transizione energetica) mirato a ridurre le emissioni di anidride carbonica, e facendole invece aumentare.

Occorre quindi un approccio più olistico, in cui vanno misurati tutti i benefici (o i danni) al sistema nel suo insieme e non solo parzialmente. Per dimostrare un impatto misurabile si può ad esempio investire in modo da soddisfare gli obiettivi di sviluppo sostenibile (SDG) dettati dall'ONU. Un metodo che difficilmente si potrebbe criticare... dunque, come metterlo in pratica?

## Tre passi verso la sostenibilità

Costruire un portafoglio che abbia un impatto tangibile sugli SDG significa prima di tutto scegliere i titoli giusti. Robeco e RobecoSAM lo fanno in tre passi successivi. Per prima cosa andiamo a vedere cosa produce un'azienda, e se i suoi prodotti contribuiscono positivamente o negativamente agli SDG. Contributi positivi possono essere quelli di aziende che producono medicinali, purificatori per l'acqua, prodotti a sostegno della sanità. Contributi negativi possono essere quelli di aziende operanti nei settori dei gas di scisto, del tabacco, dei servizi ad alta intensità di CO2.

In secondo luogo analizziamo in che modo l'azienda produce i propri beni o servizi. In questo caso l'analisi riguarda l'etica imprenditoriale, le relazioni industriali e le eventuali segnalazioni di violazioni dei diritti umani. Infine verifichiamo eventuali controversie note riguardanti l'azienda, come episodi di inquinamento, accuse di corruzione o di vendita impropria in settori come i servizi finanziari o la farmaceutica. I risultati vengono quantificati in un altro strumento di ricerca proprietario di RobecoSAM: la metodologia di rating SDG, che può essere utilizzata per qualsiasi settore industriale. Ad esempio vengono assegnati rating più alti alle banche commerciali che prestano più denaro ai mercati emergenti, contribuendo quindi all'obiettivo SDG 1 (povertà zero) o ai produttori di alimenti che hanno più della metà della loro produzione dedicata ad alimenti salutistici o a basso contenuto di zucchero, contribuendo quindi all'obiettivo SDG 2 (fame zero). Esempi degli altri SDG si possono trovare per la maggior parte delle aziende, mentre alcune, come i produttori di tabacco o di armi, si escludono a priori per non aver mai contribuito ad essi.

### **Il ricorso all'azionariato attivo**

Si può realizzare un impatto anche attraverso l'azionariato attivo, usando il voto e l'*engagement* per innescare un miglioramento in quelle aziende che non seguono le buone prassi ESG.

Gli azionisti che disapprovano le politiche di un'azienda possono contrastarle con il voto in assemblea o bloccare le delibere che non piacciono. Un esempio efficace di questo si è visto nel 2017, quando gli investitori hanno presentato proposte alle assemblee degli azionisti di due grandi compagnie petrolifere chiedendo di effettuare degli stress test riguardanti il potenziale impatto sulle attività aziendali di un allineamento agli obiettivi sul cambiamento climatico.

Entrambe le delibere furono approvate a larga maggioranza, costringendo le compagnie a indicare gli impatti potenziali della limitazione del riscaldamento globale a 2°C. Questo aspetto comprende anche il problema del probabile costo dei *stranded asset*, ossia delle risorse di combustibili fossili che per raggiungere il target non potrebbero essere bruciate. Poiché il cambiamento climatico interessa tutti gli abitanti del pianeta, il ruolo che hanno le compagnie petrolifere nella sua riduzione comporta un evidente beneficio sociale.

### **Come funziona l'engagement?**

L'*engagement* realizzato attraverso un dialogo attivo è un altro strumento potente che si ha quando l'investitore incontra l'azienda per individuare miglioramenti nell'uno o nell'altro aspetto ESG. Robeco si impegna regolarmente in questo senso nelle aziende in

---

*“La ricerca ci dice che i soldi parlano, nel vero senso della parola, e che l'engagement si traduce in un impatto sia finanziario che sociale”*

---

cui detiene investimenti azionari e obbligazionari: nel 2017 ha dialogato con circa 200 società. A fine anno le pratiche di engagement hanno interessato un patrimonio superiore a €240 miliardi e le pratiche di voto hanno interessato un valore superiore a €60 miliardi. In un paper pubblicato nel 2017 da tre ricercatori specializzati in corporate governance si è cercato di scoprire se l'engagement degli azionisti sortisca in genere degli effetti. I ricercatori hanno analizzato un dataset di 660 aziende che avevano sperimentato forme di investor engagement in varie tematiche ESG, per un totale di 847 engagement distinti.<sup>14</sup>

Le conclusioni della ricerca non danno adito a dubbi: *“L'engagement ha portato a significative variazioni nei rating ESG. L'attivismo ha maggiori probabilità di successo nelle aziende che già hanno un buon track record ESG e un azionariato meno concentrato e meno espansivo. Un engagement efficace ha effetti positivi sull'incremento delle vendite senza intaccare la redditività. Le aziende target hanno visto sovraperformance del 2,7% rispetto alle altre nei 6 mesi successivi all'engagement, mentre il quartile con ESG più basso (ex ante) ha guadagnato un ulteriore 7,5% in 1 anno. Questa ricerca ci dice che i soldi parlano, nel vero senso della parola, e che l'engagement si traduce in un impatto sia finanziario che sociale.*

E agli investitori importa eccome dell'impatto che hanno sulla società. Secondo un sondaggio del 2015 del gruppo media Responsible Investor, i tre quarti degli investitori hanno affermato di considerare gli aspetti ESG tra i primi cinque criteri nella scelta di un asset manager. L'85% verifica la sostenibilità delle politiche di investimento del proprio asset manager, e più dell'80% dice di voler comprendere meglio e incrementare l'impatto positivo che i loro investimenti possono avere sulla comunità.<sup>15</sup> ■

<sup>14</sup> Tamas Barko, Martijn Cremers e Luc Renneboog, 'Shareholder Engagement on Environmental, Social, and Governance Performance', Working paper per il European Corporate Governance Institute, 2017.

<sup>15</sup> ESG 2.0, Responsible Investor Asset Owner Survey 2015.



# 6

E' ANCORA UNA NOVITA' E NON  
SE NE CONOSCE L'EFFICACIA  
L'INFORMAZIONE È PRESENTE  
ED È ONNIPOTERE

*Parliamo di...*

# Dati

**Dicono che “l’informazione è potere”. Ma ci sono abbastanza informazioni per capire se l’investimento sostenibile funziona? Il problema in realtà non sta nel reperire i dati ma nel sapere come elaborarli.**

Come tutti i settori fortemente innovativi, l’investimento sostenibile sfida un pensiero comune che vige da decenni o addirittura da secoli, e da questo punto di vista pone un concetto relativamente nuovo. È dal secolo XIX che il mondo raccoglie dati sull’uso energetico del carbone, ma non ha avuto altrettanto tempo per studiare l’energia solare o le auto elettriche. Per questo alcuni investitori tendono naturalmente a credere che non vi siano abbastanza dati per giustificare costosi nuovi investimenti in questo campo.

Eppure i dati e le informazioni utili per l’investimento sostenibile sono non solo abbondanti e facilmente accessibili, ma aumentano di giorno in giorno e sono sempre più esaurienti. Il motivo per cui persiste questo mito riguardante i dati sta in parte nel fatto che alcuni investitori sono sopraffatti dalla quantità di dati e non sanno affatto come elaborarli. Man mano che si propongono in rete nuovi progetti sostenibili diventa sempre più importante per gli investitori riuscire a comprenderli.

## **I fornitori di data e di media**

Alla crescita degli investimenti sostenibili iniziata negli anni '90 ha corrisposto una crescita nel numero di data provider e di media coinvolti nel settore. Molti si specializzano in un determinato campo; in linea generale operano in tre aree di attività, ossia la raccolta di nuovi dati da utilizzare nei processi di investimento, la cura o l’analisi di dati esistenti utilizzabili come banche dati di ricerca, oppure la pubblicazione di notizie e l’organizzazione di eventi sulla sostenibilità che servono da cassa di risonanza.

Oggi molti data provider specializzati vendono informazioni ESG agli investitori, che le utilizzano per prendere decisioni. Altri offrono servizi di voto per delega e mantengono traccia dei voti espressi dagli investitori alle assemblee degli azionisti, che sono di aiuto per gli aspetti relativi a engagement e governance. Alcuni servizi oggi usano addirittura l'intelligenza artificiale per analizzare dati random o non strutturati per individuare tendenze.

Ormai esistono curatori di dati in grado di costruire intere biblioteche di white paper degli investitori, previsioni annuali e documenti di riflessione, così come media specializzati che si occupano dell'intero settore, organizzano convegni e condividono informazioni. Alcune agenzie di stampa coprono tutti e tre i campi, occupandosi anche della realizzazione di grandi database ESG e archivi di notizie per i loro clienti.

Ci sono anche società di indici azionari e agenzie di rating specializzate in investimento sostenibile. RobecoSAM collabora con il gruppo Dow Jones dal 1999, quando ha realizzato il Dow Jones Sustainability Investing World Index, un listino delle aziende più sostenibili del mondo in base ai dati raccolti da RobecoSAM. Da allora ne sono nati altri, come la serie dei MSCI Global Sustainability Index, ESG Index e FTSE4Good Index. Sul fronte delle agenzie di rating, Morningstar è una di quelle specializzate nel rating dei fondi di investimento sulla base di criteri che comprendono anche le credenziali ESG.

### **La raccolta di dati interna**

Nel settore degli investimenti, praticamente tutti gli asset manager e le banche hanno i loro team interni dedicati alla sostenibilità, che raccolgono dati da utilizzare nei processi di investimento. Robeco adotta la Corporate Sustainability Assessment (CSA) annuale e la Country Sustainability Ranking (CSR) due volte l'anno, prodotte dalla consociata RobecoSAM.<sup>16</sup>

La CSA è un questionario inviato a più di 4000 aziende quotate nel mondo, tra cui le maggiori 2500. Essa pone tra le 80 e le 120 domande settoriali specifiche direttamente correlate alle attività di queste aziende. All'ultimo sondaggio effettuato nel 2017 hanno aderito aziende operanti in circa 60 settori, con oltre 600 punti dati ciascuna.<sup>17</sup>

Questa ricerca proprietaria è alla base di gran parte del lavoro di integrazione ESG svolto da Robeco e RobecoSAM, e, poiché valuta sistematicamente dal 1999 la performance ESG di grandi aziende quotate, grazie ad essa RobecoSAM oggi dispone di uno dei database più completi del mondo di dati sulla sostenibilità finanziariamente rilevante.

---

*“L’accumularsi di tutte queste informazioni ha dato vita a un settore a sé, che si occupa di migliorarne la qualità e di aiutare gli investitori a utilizzarle correttamente”*

---

### **Dove porta tutto questo?**

L'accumularsi di tutte queste informazioni ha dato vita a un settore a sé, che si occupa di migliorarne la qualità e di aiutare gli investitori a utilizzarle correttamente. Molte aziende si sono mostrate disposte a raccontare la loro storia di responsabilità sociale o altre, le loro iniziative per la sostenibilità, ma non hanno avuto le capacità comunicative per diffondere le loro esperienze in modo utile. La Global Reporting Initiative, creata nel 1997 per promuovere la qualità dei rapporti mondiali sulla sostenibilità, oggi conta più di 600 membri.<sup>18</sup>

Allo stesso modo, il Carbon Disclosure Project è un gruppo non profit che pubblica rapporti sull'impatto ambientale di aziende, città e nazioni. Nel 2018 il gruppo ha pubblicato il suo "Global Supply Chain Report" sulle emissioni. Molte altre ONG svolgono un servizio analogo, come la Task Force on Climate-Related Financial Disclosure, che fornisce informazioni dettagliate sui rischi. Per esempio, certi rischi come le variazioni dei pattern meteorologici hanno un forte impatto sulle compagnie di assicurazione e sulle attività costiere.<sup>19</sup>

### **Iniziative UE**

In effetti l'investimento sostenibile è oggi talmente diffuso che l'Unione Europea sta cercando di predisporre un campo neutro in cui attori esistenti e futuri possano operare secondo le stesse regole. A gennaio 2018, la Commissione Europea ha pubblicato le raccomandazioni di un gruppo di esperti di alto profilo sulla finanza sostenibile che comprende alcune personalità di spicco del settore.

Il rapporto, che è il risultato di un anno di studi, contiene le raccomandazioni strategiche per la creazione di un sistema in grado di "realizzare una roadmap per un'economia più verde e più pulita" in tutta l'Unione Europea. Una delle proposte riguarda la creazione di un quadro "tassonomico" comune per armonizzare le definizioni nel campo degli investimenti sostenibili e impostare degli standard di investimento. In sintesi, essa intende definire cosa si intenda per investimento sostenibile e cosa no, perché gruppi diversi intendono il concetto in modi diversi. Il piano di azione definitivo per la finanza sostenibile sarà pubblicato il 22 Marzo.<sup>20</sup>

Il piano di azione parte da altre iniziative multinazionali miranti a realizzare una cornice comune per la sostenibilità, in particolare nella lotta contro il riscaldamento globale. Queste comprendono il comunicato finale dell'Accordo di Parigi (2015), un rapporto del Gruppo di Studio sulla Finanza Sostenibile del G20 (2016) e il documento OCSE "Investing in Climate" (2017).<sup>21</sup>

Insomma, i dati ci sono e non vale il detto che “basta sapere dove cercarli”. Bisogna però sapere come interpretarli e cosa farne. Il data crunching può essere utile, ma è una tecnica che molti investitori ancora non hanno assimilato. ■

<sup>16.</sup> Per ulteriori informazioni su come vengono compilate le CSR, vedere <http://www.robecosam.com/en/sustainability-insights/about-sustainability/country-sustainability-ranking/index.jsp>.

<sup>17.</sup> Per ulteriori informazioni sulla CSA, vedere <http://www.robecosam.com/en/sustainability-insights/about-sustainability/corporate-sustainability-assessment/index.jsp>.

<sup>18.</sup> Global Reporting Initiative, 2018 <https://www.globalreporting.org/information/about-gri/Pages/global-community.aspx>.

<sup>19.</sup> Global Supply Chain report, Carbon Disclosure Project, 2018 <https://www.cdp.net/en/research/global-reports/global-supply-chain-report-2018>; Task-Force on Climate-related Financial Disclosures, 2018 <https://www.fsb-tcfd.org/about/#>.

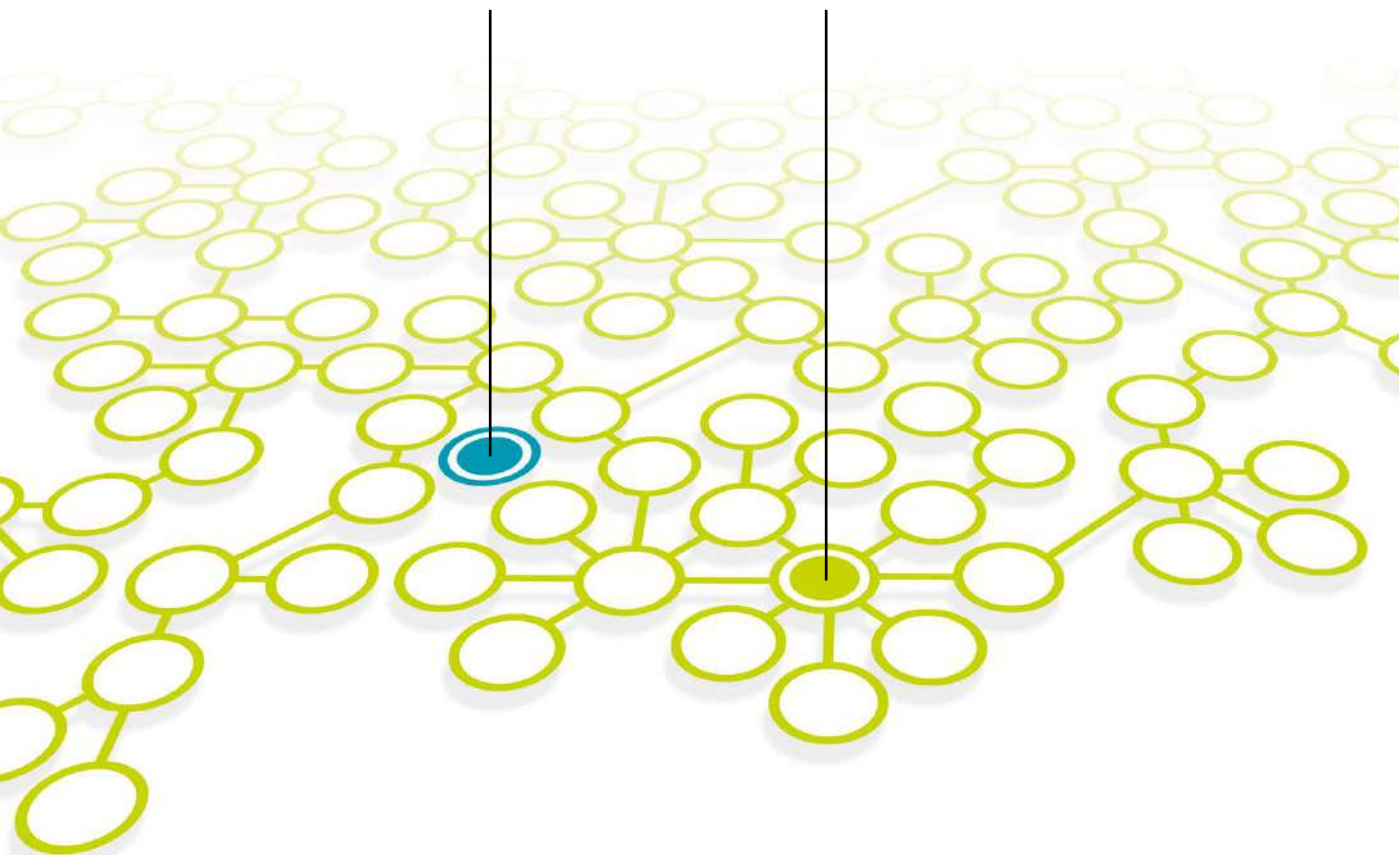
<sup>20.</sup> Commissione Europea, “Final report of the High-Level Expert Group on Sustainable Finance”, gennaio 2018 [https://ec.europa.eu/info/publications/180131-sustainable-finance-report\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/180131-sustainable-finance-report_en).

<sup>21.</sup> Accordo 2015 di Parigi Cop 23 [http://unfccc.int/paris\\_agreement/items/9485.php](http://unfccc.int/paris_agreement/items/9485.php); Rapporti del Gruppo di studio sulla Finanza Sostenibile del G20, <http://unepinquiry.org/g20greenfinancerepositoryeng/>; OCSE, ‘Investing in Climate, Investing in Growth’, 2017 <http://www.oecd.org/env/investing-in-climate-investing-in-growth-9789264273528-en.htm>.

7

Riguarda  
solo  
specifici  
gruppi di  
interesse

La sua  
popolarità  
cresce alla  
stessa velocità  
del bambù



*Parliamo di...*

# Migliaia di miliardi

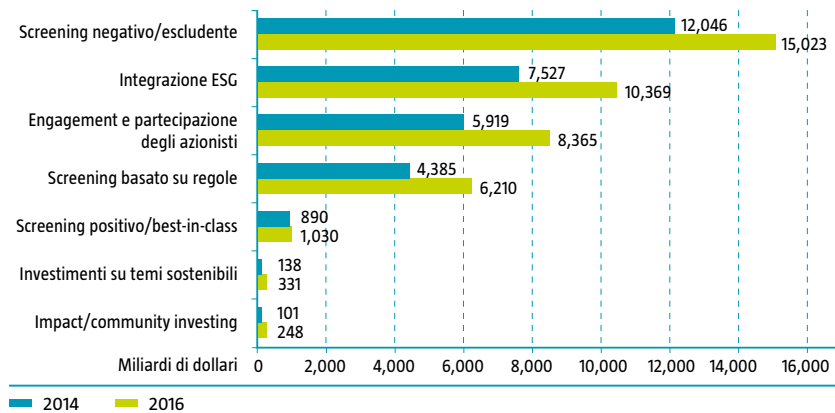
**L'investimento sostenibile è stato a volte considerato di nicchia, ed è per questo che le sue dimensioni reali possono stupire. Se è vero che alcune aree come l'impact investing o l'investimento tematico sono ancora di nicchia, l'investimento sostenibile è ormai un settore che muove migliaia di miliardi di dollari e che sta diventando mainstream, raccogliendo ogni giorno sempre più partecipanti.**

La pratica dell'investimento sostenibile è sicuramente cominciata come investimento di nicchia negli anni '90, quando Robeco fu tra i primi investitori a prenderla sul serio. All'epoca si guardava a quello che allora (e a volte ancora oggi) era chiamato Investimento Socialmente Responsabile e che era basato soprattutto sull'escludere dai portafogli aziende indesiderate come i produttori di tabacco o di armi. Si tendeva a investire in modo molto specifico in settori di nicchia come gli alimenti biologici o le allora nascenti energie rinnovabili e limitatamente al mercato azionario.

A distanza di vent'anni l'investimento sostenibile ha ampliato di molto il suo orizzonte concentrandosi sui fattori ESG, sempre più integrati nel processo di investimento in tutte le categorie di asset. Oggi gli investitori europei che si dedicano al sostenibile sono più di quelli che non lo fanno: secondo la Global Sustainable Investment Alliance, a fine 2016 gli asset gestiti in investimenti socialmente responsabili rappresentavano il 52,6% del totale.<sup>22</sup>

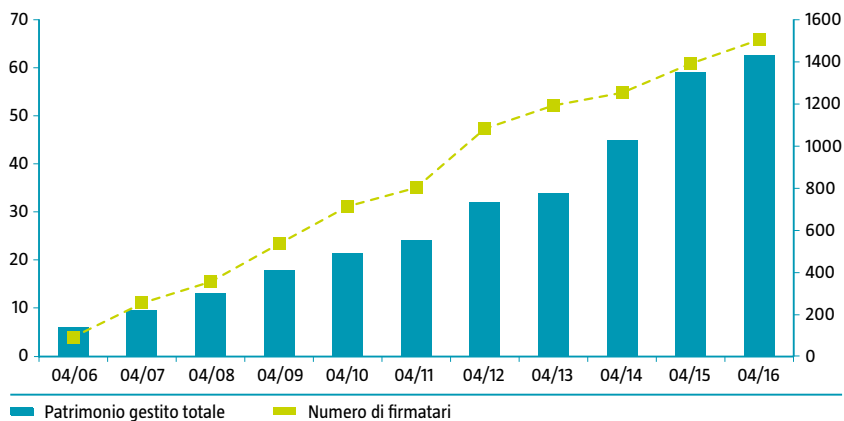
In effetti l'investimento sostenibile è talmente diffuso in Europa che molti asset manager si stanno affrettando a recuperare il terreno perduto, secondo gli analisti di asset management Cerulli Associates.

**Figura 1: Denaro investito nelle diverse strategie di investimento sostenibile nel mondo, 2014-2016**



Fonte: Global Sustainable Investment Alliance Review 2016

**Figura 2: Patrimonio gestito a livello globale (USD migliaia di miliardi)**



Fonte: UNPRI



“La corsa disordinata agli ESG ha lasciato i gestori di fondi europei a girare a vuoto. Le società di asset management hanno alzato la posta, così come le società in cui i fondi investono” hanno spiegato gli analisti nella newsletter di settembre 2017.<sup>23</sup>

Per misurare le dimensioni reali dell’investimento sostenibile a livello globale basta andare a vedere le cifre dei Principi di Investimento Responsabile delle Nazioni Unite, che promuovono la sostenibilità sulla base di sei principi-guida. I firmatari UNPRI, che operano in 50 Paesi, gestiscono complessivamente investimenti per circa 70 mila miliardi di USD, pari a tre volte il PIL degli Stati Uniti.

Sono nati anche altri gruppi internazionali che promuovono l’investimento sostenibile. La International Corporate Governance Network (ICGN), che si occupa prevalentemente del fattore G (governance), oggi annovera più di 600 membri che gestiscono patrimoni per un valore di 26 mila miliardi di USD.<sup>24</sup> Negli Stati Uniti, il Forum for Sustainable and Responsible Investment (USSIF) riferisce che gli asset gestiti in investimenti responsabili sono schizzati da meno di mille miliardi di USD nel 1995 a oltre 8,7 mila miliardi di USD alla fine del 2016 e rappresentano il 20% dell’intero mercato degli investimenti.<sup>25</sup>

### ESG Integrati

Per Robeco, l’investimento sostenibile è mainstream già da anni. I fattori ESG vengono normalmente integrati nel processo di investimento di tutte le strategie fondamentali nell’azionario, nel reddito fisso e nel quantitativo. Su EUR 152 miliardi di patrimonio gestito a settembre 2017, EUR 91 miliardi circa, pari al 60% delle attività operative, sono gestiti utilizzando esplicitamente fattori ESG integrati. Per gli altri fondi sono implicite altre forme di integrazione ESG, perché i fattori di sostenibilità vengono sempre considerati, anche se possono concentrarsi più su aspetti specifici a livello regionale o settoriale.

Un’altra misura di quanto la sostenibilità sia ampiamente usata nel settore degli investimenti si evince dalle Requests for Proposals (RfP), moduli dettagliati che i potenziali clienti inviano agli asset manager per chiedere informazioni sui prodotti. Le domande su ESG e sostenibilità compaiono ormai nel 90% o più di tutte le RfP che arrivano a Robeco, con richieste di dettagli sempre più articolate. Ad esempio i potenziali investitori oggi vogliono sapere a che livello la sostenibilità è integrata e come, non si limitano a chiedere se un asset manager aderisce o meno ai principi UNPRI.

La capacità degli asset manager di offrire fondi sostenibili ha quindi acquisito importanza negli ultimi anni. Evestment, specialista internazionale in dati e analisi degli investimenti istituzionali, ha allargato la raccolta di dati ESG sugli asset manager per soddisfare la

---

*“I firmatari UNPRI, gestiscono complessivamente investimenti per circa 70 mila miliardi di USD, pari a tre volte il PIL degli Stati Uniti”*

---

crescente domanda da parte degli investitori di una maggiore trasparenza sulle pratiche di investimento sostenibile e riferisce “un aumento globale del 150% nelle attività di screening ESG negli ultimi 18 mesi.”<sup>26</sup>

### Regolamenti e rischio

Infine, anche la politica e la regolamentazione mettono la sostenibilità sempre più in cima all’agenda politica. Lo scorso gennaio la Commissione Europea ha pubblicato le raccomandazioni di un gruppo di esperti di alto profilo sulla finanza sostenibile per “realizzare una roadmap per un’economia più verde e più pulita” in tutta l’Unione Europea.<sup>27</sup>

In prima fila sul fronte regolamentare c’è l’Accordo di Parigi, che impegna le nazioni a limitare il riscaldamento globale a meno di 2°C e possibilmente a un massimo di 1,5°C al di sopra dei livelli preindustriali. Questo impegno incide profondamente sui metodi mondiali di creazione di energia, spingendo ad abbandonare i combustibili fossili in favore di energie rinnovabili come l’eolico o il solare.

Molti di questi investimenti si limitano ai fondi tematici o agli impact fund, ma sono comunque diventati il comparto in più rapida ascesa nel campo dell’investimento sostenibile, man mano che gli Stati prendono sempre più seriamente l’impegno a contrastare i cambiamenti climatici. Insieme alla crescente integrazione dei fattori ESG nei tradizionali fondi azionari o a reddito fisso, la sostenibilità sta passando da una posizione di nicchia a una di mainstream finché non diventerà la regola, ed è probabilmente destinata a svilupparsi ancora. ■

<sup>22</sup> Global Sustainable Investment Alliance 2016 Review.

<sup>23</sup> Cerulli Associates, the Cerulli Edge, European Monthly Product Trends, settembre 2017.

<sup>24</sup> Per ulteriori dettagli sull’ICGN, vedere <https://www.icgn.org>.



<sup>25</sup> US Forum for Sustainable and Responsible Investment, ‘Report on US Sustainable, Responsible and Impact Investing Trends’, 2016.

<sup>26</sup> Fundfire, ‘Investment expands how managers report ESG data, ottobre 2017.

<sup>27</sup> Commissione Europea, “Final report of the High-Level Expert Group on Sustainable Finance”, gennaio 2018.

# 8

Funziona solo  
per l'azionario

FUNZIONA ALTRETTANTO BENE  
CON  OBBLIGAZIONARIO  
E  CREDITO

*Parliamo di...*

# Portafogli

**Moltissimi investitori sono convinti che l'investimento sostenibile sia una buona forma di investimento azionario ma in pochi lo applicano ai portafogli di reddito fisso ed è un peccato, perché l'investimento sostenibile funziona altrettanto bene anche nell'obbligazionario e può rivelarsi fondamentale per la gestione del rischio in determinati mercati.**

Il mito che l'investimento sostenibile funzioni solo nell'azionario nasce dal fatto che i prezzi delle obbligazioni di Stato sono più sensibili agli aspetti macroeconomici (come i tassi di interesse e la crescita del PIL) che ai fattori ESG delle aziende in cui si investe, e certi investitori faticano a comprendere in che modo i fattori ESG potrebbero influire su un debito che in ogni caso deve essere restituito.

In estrema sintesi si tratta di cercare di mitigare il rischio seguendo un principio del mercato creditizio che Robeco mette in pratica da tempo: nel costruire un portafoglio conta più evitare i titoli perdenti che scegliere necessariamente solo i vincitori. Evitare i perdenti significa fare un'analisi accurata del rischio insito in qualsiasi obbligazione, ossia la possibilità che l'emittente riesca a restituire il debito oppure che faccia default, ed è qui che l'analisi ESG entra in gioco.

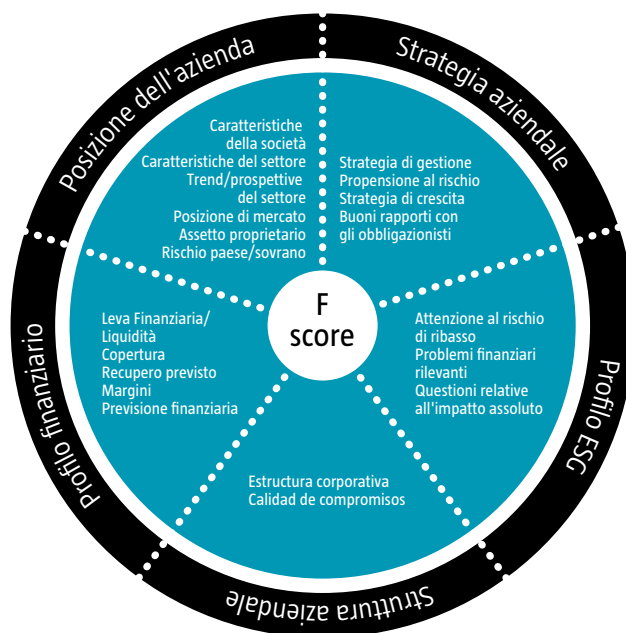
Per le obbligazioni di Stato, il rischio dei Paesi emittenti può essere calcolato impiegando tutta una serie di criteri ESG. La classifica Country Sustainability Ranking di RobecoSAM contiene grandi quantità di dati raccolti su singoli Paesi, li elabora in un punteggio e aggiorna le informazioni due volte l'anno. Il punteggio si basa su 17 fattori ai quali viene assegnato un peso come segue: 15% l'ambientale, 25% il sociale e 60% la governance. Questo è molto utile nella distribuzione geografica: ad esempio, a ottobre 2017 il sondaggio era molto positivo per l'Irlanda, meno per la Turchia, e ha consentito ai team degli investimenti obbligazionari di ritoccare di conseguenza i portafogli.

### Valutazione delle credenziali di credito

RobecoSAM predispone inoltre il Company Sustainability Assessment, un questionario dettagliato su ogni aspetto della performance ESG di un'azienda, dalle emissioni di CO2 alle relazioni industriali, alla composizione del CdA. La valutazione viene utilizzata sia per le emissioni azionarie che obbligazionarie corporate, in quanto i dati sottostanti valgono per l'azienda in generale e non strettamente per i titoli.

Come nel caso dell'azionario, tutte le informazioni raccolte devono essere finanziariamente rilevanti e devono avere un impatto tangibile su determinati fattori quali margini di utile, ricavi o costi. Tutto questo influisce direttamente sulla capacità di un'azienda di rimborsare (o rifinanziare) un'obbligazione. Mentre nell'azionario le analisi in genere cercano il rialzo, nel reddito fisso l'attenzione resta puntata sull'evitare qualsiasi ribasso.

I dati ESG raccolti vengono quindi integrati in un'analisi di merito più ampia per determinare se valga o meno la pena di acquistare una data obbligazione. Per fare questo Robeco ha sviluppato, in aggiunta al punteggio di sostenibilità, un "F-score" a cinque livelli basato su profilo finanziario, posizione sul mercato, strategia e struttura aziendale, come illustrato dal diagramma qui sotto.



### Impatto su un terzo dei casi

E funziona... l'esperienza Robeco indica che per gli investimenti sul mercato creditizio nel 2017 i dati ESG hanno avuto impatto negativo sulle analisi dei fondamentali totali nel 30% dei casi e un impatto positivo sul 3% dei soggetti nell'intero panorama degli investimenti. Questo influisce direttamente sulle decisioni di investimento dei gestori di portafogli a reddito fisso ed è strumentale per la compravendita di bond, proprio come avviene nell'azionario.

Tuttavia ogni variabile ESG ha un peso relativo diverso a seconda del settore industriale di riferimento. I fattori ambientali e la necessità di ridurre le emissioni sono più importanti per il settore petrolifero che non per il commercio, dove invece contano di più le relazioni

industriali, o per il bancario, dove la governance ha una priorità maggiore nella gestione dei fattori di rischio. I produttori di alimenti sono spinti a realizzare prodotti più sani: secondo alcuni documenti presentati recentemente al parlamento britannico “lo zucchero è il nuovo tabacco”, e come tale andrebbe tassato. Questo rappresenta evidentemente un rischio per la redditività futura e una licenza di operare per i produttori di alimenti e bevande.<sup>28</sup>

### I Green bond diventano sempre più popolari

Un settore in cui l’investimento sostenibile ha creato una via d’accesso esclusiva ai mercati del reddito fisso sono i green bond, obbligazioni emesse per finanziare progetti ambientali, dalle centrali eoliche agli impianti di purificazione dell’acqua, soprattutto nei mercati emergenti.<sup>29</sup>

Il loro meccanismo è analogo a quello delle obbligazioni di Stato o corporate, e sono in genere di categoria “investment grade”. A volte sono cartolarizzati, con i futuri flussi di reddito del progetto (ad esempio l’energia rinnovabile venduta alle reti elettriche nazionali) che agiscono come una forma di garanzia sull’emissione.

Il mercato ha visto un forte sviluppo dai tempi dei prime green bond emessi dalla Banca Europea per gli Investimenti e dalla Banca Mondiale nel 2007. Oggi sono molto diffusi tra gli investitori mainstream come Robeco, che le inserisce in alcuni fondi a reddito fisso selezionati. Stando a una ricerca di Bank of America Merrill Lynch, che ha pubblicato un indice dei green bond nel 2014, il valore totale dei green bond in circolazione nel 2017 superava i 200 miliardi di USD.<sup>30</sup> ■

---

*“Un settore in cui l’investimento sostenibile ha creato una via d’accesso esclusiva ai mercati del reddito fisso sono i green bond”*

---

<sup>28</sup> Dr. Aseem Malhotra, ‘Sugar is the new tobacco, so let’s treat it that way’, 2016.

<sup>29</sup> Per ulteriori informazioni sulle green bond, vedere [www.climatebonds.net](http://www.climatebonds.net).

<sup>30</sup> Ricerca di Bank of America Merrill Lynch, novembre 2014.

# 9

## I mercati emergenti sono off-limits



Non se  
raccogli le  
informazioni  
ESG corrette

*Parliamo di...*

# Mercati emergenti

**Gli investimenti sostenibili sono ormai consolidati nel mondo occidentale, ma qualcuno dubita che possano funzionare nei mercati emergenti, che sono alle prese con problematiche più gravi. In realtà l'esperienza dimostra che i mercati emergenti sono una grande opportunità di investimento ma allo stesso tempo presentano specifici rischi e problematiche ESG.**

Ad esempio, l'urbanizzazione selvaggia e la deforestazione costituiscono minacce ambientali, il lavoro minorile o addirittura la schiavitù e le retribuzioni basse sono problemi sociali, alti livelli di azionariato statale o privato pongono problemi di governance. Quei paesi emergenti che non riescono nemmeno a nutrire adeguatamente le loro popolazioni tanto meno saranno in grado di dotarsi di energia solare o di auto elettriche.

Il fatto che la sostenibilità sia ben poco perseguita in Asia è dimostrato, ad esempio, dai numeri forniti dalla Global Sustainable Investments Alliance: su 22,9 mila miliardi di USD investiti dai suoi membri a fine 2016, appena 52 miliardi (lo 0,2%) erano investiti in Paesi asiatici, Giappone a parte.<sup>31</sup>

Ha senso, quindi, cercare di fare investimenti sostenibili in questi territori? In realtà sono proprio questi aspetti a rendere ancora più importante l'uso dei fattori ESG nel costruire portafogli sui mercati emergenti, soprattutto per sapere dove cercare le esperienze positive.

Poi c'è un altro effetto ancora più rilevante: stando alle ricerche, se l'uso dei fattori ESG nei mercati industrializzati influisce positivamente sulla performance finanziaria delle aziende nel 38% dei casi, nei mercati emergenti tale effetto positivo si ha nel 65% dei casi. L'influenza maggiore risulta essere quella del fattore governance.<sup>32</sup>



Un modo per creare più fondi sostenibili nei mercati emergenti è quello di seguire un approccio quantitativo con il factor investing, come spiegava nel 2017 un white paper del quant team di Robeco, 'Going for green alpha in emerging markets'. In pratica, si costruisce un portafoglio che sia del 20% più sostenibile rispetto al benchmark, con un'impronta del 20% inferiore per quanto riguarda consumo idrico, emissioni di CO<sub>2</sub>, sprechi e consumo energetico. Inoltre questo metodo prevede una lunga lista di aziende da escludere in base a valori etici, ad esempio quelle operanti nei settori del carbone, del tabacco, del gioco d'azzardo e delle armi.<sup>33</sup>

Può essere importante anche coniugare diverse strategie sui mercati emergenti per le azioni, utilizzando sia un approccio fondamentale, analizzando i fattori ESG tradizionali, sia un approccio quantitativo alla ricerca di fattori come la bassa volatilità, dove alcuni mercati offrono gli stessi risultati ad un rischio inferiore. Questo tema viene affrontato in un altro white paper di Robeco, 'Combining quant and fundamental to diversify your emerging market equity portfolio'.<sup>34</sup>

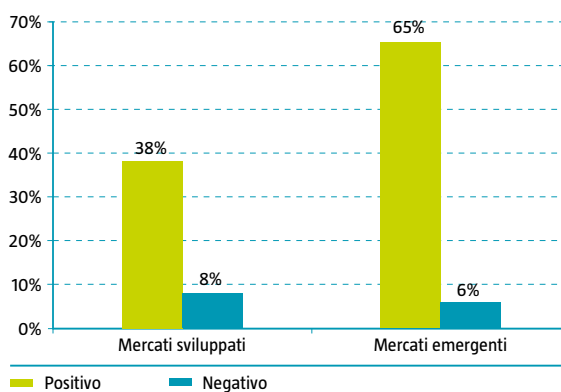
### Obiettivo: debito emergente

Ottenere dati sufficienti per poter prendere decisioni informate fa parte del percorso. Il team mercati emergenti di Robeco ha elaborato un corposo database in grado di calcolare rischi e opportunità nella costruzione di portafogli tramite una combinazione di fattori top-down per analizzare i Paesi e di criteri bottom-up per selezionare i titoli migliori. Per le valutazioni top-down il team utilizza il Country Sustainability Ranking (CSR) di RobecoSAM, un rapporto semestrale che tiene conto di fattori particolarmente incisivi per il successo economico dei mercati emergenti, come la suscettibilità alla corruzione, il livello di dissenso interno, la libertà di stampa relativa e la vulnerabilità ai prezzi delle materie prime (ad esempio il petrolio). Il rapporto contiene un indice di tutti i Paesi e un indice personalizzato per i mercati emergenti. Le tre nazioni in fondo alla classifica CSR dei mercati emergenti a ottobre 2017 erano Nigeria, Pakistan e Venezuela, mentre le prime tre erano Singapore, Hong Kong e Repubblica Ceca.

### Miglioramento della governance

Un ambito in cui la sostenibilità ha dimostrato di saper fare la differenza è il miglioramento della corporate governance in Asia. Da tempo Robeco si impegna per cercare di ovviare

**Figura 3: Rapporto tra ESG e performance finanziaria delle imprese**



Fonte: Friede et al (2015)

a problematiche come la scarsità di donne o di amministratori indipendenti nei CdA, o i trattamenti scorretti riservati agli azionisti di minoranza, nelle società in cui investe. Secondo il rapporto Robeco di ottobre 2017, i miglioramenti della governance sono stati talmente evidenti in Giappone e in Corea del Sud da lasciar prevedere crescite dei multipli di borsa.<sup>35</sup>

Nel frattempo, l'adozione volontaria in Asia di codici di sana gestione che promuovono l'azionariato attivo da parte degli investitori ha alzato i livelli di engagement, di uso del voto in assemblea e di esclusione delle aziende che non soddisfano i requisiti minimi, comportando un miglioramento generale degli standard.

L'ultima parola dovrebbe forse spettare agli autori di un'autorevole ricerca di Sustainalytics, un data provider specializzato in ESG, intitolata "Bridging the gaps: effectively addressing ESG risks in emerging markets", secondo i quali "i mercati emergenti sono una grande opportunità di investimento e allo stesso tempo pongono specifici rischi e problematiche in fatto di ESG".

"Anche se nella percezione degli investitori, in genere, il rischio ESG è più alto nei mercati emergenti che nei mercati sviluppati, le strategie di investimento responsabile vengono applicate di meno quando si investe nei mercati emergenti. Eppure è proprio nel contesto di questi mercati che la gestione del rischio ESG può risultare estremamente remunerativa per quegli investitori che vogliono ridurre i rischi di portafoglio o che cercano opportunità di investimento."<sup>36</sup> ■

---

*"Ottenere dati sufficienti per poter prendere decisioni informate fa parte del percorso"*

---

<sup>31</sup> Global Sustainable Investment Alliance, 2017 Review.

<sup>32</sup> Gunnar Friede, Timo Busch & Alexander Bassen, 'ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies', *Journal of Sustainable Finance and Investment*, novembre 2015.

<sup>33</sup> Wilma de Groot e Tim Droge, 'Going for green alpha in emerging markets', 2017.

<sup>34</sup> Fabiana Fedeli e Wilma de Groot, *Combining quant and fundamental to diversify your emerging market equity portfolio*, 2017.

<sup>35</sup> Intervista a Arnout van Rijn, Chief Investment Officer di Robeco Asia-Pacific Equities, ottobre 2017.

<sup>36</sup> Andrea van Dijk, Lotte Crieck e Chloe Jansen, 'Bridging the gaps: effectively addressing ESG risks in emerging markets', *Sustainalytics*, 2012.

# Appendice

## Pionieri della sostenibilità

Robeco è un pioniere dell'investimento sostenibile, uno dei primi gestori patrimoniali ad averlo preso in seria considerazione già negli anni '90. Dalla creazione dei primi Groencertificaten (Certificati Verdi) nel 1995 al lancio del primo fondo azionario sostenibile nel 1999, il suo ruolo nell'azienda è cresciuto costantemente negli ultimi due decenni. L'analisi ESG è stata integrata nel processo d'investimento generale fin dal 2010, ed è ormai applicata con regolarità in tutte le gamme di fondi fondamentali azionari, obbligazionari e quantitativi.

E non si tratta solo di investimento: abbiamo un team di azionariato attivo, composto da specialisti dell'engagement che avviano dialoghi attivi con le società presenti nei nostri portafogli, e in quelli dei nostri clienti. Partecipiamo al voto in quasi 5.000 assemblee degli azionisti ogni anno, adottando politiche di voto basate sui principi riconosciuti a livello internazionale dell'International Corporate Governance Network (ICGN). Robeco ha inoltre sottoscritto i Principi ONU per l'Investimento Responsabile - ottenendo nel 2017 il rating massimo A\* - oltre al Global Compact dell'ONU ed altre iniziative globali e locali.

La nostra consociata RobecoSAM, fondata nel 1995 con il nome di Sustainable Asset Management, è una specialista dell'investimento dedicata esclusivamente all'investimento sostenibile. Offre servizi di gestione patrimoniale, indici, analisi di impatto e di investimento, servizi di engagement e di voto, valutazione di sostenibilità e benchmarking. Le competenze della società in materia di gestione patrimoniale soddisfano le esigenze di titolari istituzionali di patrimoni così come di intermediari finanziari, e coprono una vasta gamma di investimenti che integrano i criteri ESG, con un solido track record in fatto di strategie basate sull'uso efficiente delle risorse.

Insieme a S&P Dow Jones Indices, RobecoSAM pubblica gli Indici Dow Jones Sustainability (DJSI) riconosciuti in tutto il mondo. In base alla propria analisi annuale di oltre 4.000 società quotate focalizzata sui fattori ESG, nota come Valutazione della sostenibilità aziendale (Corporate Sustainability Assessment o CSA), RobecoSAM ha realizzato uno dei più completi database al mondo di informazioni riguardanti la sostenibilità rilevanti in termini finanziari.

Per ulteriori informazioni, consultare il sito <https://www.robeco.it>

### Informazioni importanti

Robeco Institutional Asset Management B.V., qui di seguito denominata Robeco, è autorizzata quale gestore di OICVM e FIA dall'Autorità olandese di vigilanza sui mercati finanziari con sede ad Amsterdam. La presente dichiarazione è destinata agli investitori qualificati e clienti professionali. Di conseguenza, le informazioni di cui sopra non sono rivolte e non devono essere divulgate, in tutto o in parte, a terzi, compresi eventuali clienti retail. Robeco declina qualsiasi responsabilità per utilizzi diversi da quelli sopra indicati. Questa presentazione deve essere integrata con le ulteriori informazioni ed indicazioni che dovranno essere fornite di volta in volta e, pertanto, non può essere considerata completa. È finalizzata a fornire all'investitore professionista informazioni generali sulle strategie specifiche di Robeco, ma non costituisce una ricerca, raccomandazione, consiglio di investimento né consulenza all'investimento o altra forma di consulenza per l'acquisto o la vendita di determinati titoli o prodotti di investimento. Tutti i diritti relativi alle informazioni contenute in questa presentazione sono e rimarranno proprietà di Robeco. Nessuna parte di questa presentazione può essere riprodotta, salvata in uno schedario automatizzato o pubblicata in qualunque forma o con qualunque mezzo, che sia elettronico, meccanico, tramite fotocopia, registrazione o altro, senza il previo consenso scritto di Robeco. Le informazioni contenute nella presente pubblicazione non sono destinate a, né devono essere considerate un messaggio promozionale o sollecitazione all'investimento rivolto a, utenti di altri Paesi, quali i cittadini e i residenti statunitensi, in cui l'offerta di servizi finanziari esteri non è consentita, o in cui i servizi di Robeco non sono disponibili. Il prospetto e le informazioni chiave per gli investitori per i Fondi Robeco sono disponibili gratuitamente su [www.robeco.it](http://www.robeco.it). Gli investimenti implicano rischi. Prima di investire occorre prendere atto che il capitale iniziale non è garantito. Il valore degli investimenti può subire oscillazioni. I rendimenti passati non sono indicativi dei possibili risultati futuri. I rendimenti storici sono forniti a mero scopo orientativo. Il prezzo delle quote potrebbe subire oscillazioni e i risultati ottenuti in passato non sono in alcun modo indicativi delle performance future. Qualora la valuta in cui è espressa la performance sia diversa dalla valuta del paese in cui l'investitore risiede, allora si deve tenere presente che, a causa delle oscillazioni dei tassi di cambio, la performance indicata potrebbe risultare maggiore ovvero minore una volta convertita nella valuta locale dell'investitore. I dati e le informazioni contenuti nel presente documento non potranno essere utilizzati dal destinatario per comunicazioni nei confronti di autorità di vigilanza. Il presente documento è privo delle informazioni idonee a determinare, in concreto, la propensione all'investimento e, dunque, non può e non deve costituire la base per assumere alcuna decisione di investimento.

### Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Italia

Il presente documento è destinato esclusivamente all'uso da parte di intermediari autorizzati, investitori qualificati e clienti professionali privati (come definiti dall'Articolo 26 (1) (b) e (d) del Regolamento Consob N. 16190 del 29 ottobre 2007). Se messo a disposizione di distributori e di soggetti autorizzati dai distributori a condurre attività promozionali e di marketing, esso potrà essere utilizzato esclusivamente per le finalità per le quali è stato concepito. Di conseguenza, le informazioni di cui sopra non sono rivolte e non devono essere divulgate, in tutto o in parte, a terzi, compresi eventuali clienti retail. Robeco declina qualsiasi responsabilità per utilizzi diversi da quelli sopra indicati.

## Contatti

### **Robeco Italia**

Via Monte di Pietà, 21  
20121 Milano  
Italia

**T** +39 02 86 33 75 10

**I** [www.robeco.com/it](http://www.robeco.com/it)