

Temi di approfondimento ESG

Il doppio rendimento¹

Gli investimenti sostenibili rappresentano un'opportunità di rendimento o detrattori di rendimento?

I pregiudizi espressi nei confronti degli investimenti sostenibili spesso si basano (o erano basati) sull'aspettativa di uno svantaggio in termini di rendimento rispetto agli investimenti tradizionali. La considerazione di aspetti sociali ed ecologici nella selezione dei titoli dei portafogli spesso è stata associata ad un andamento del valore inferiore alla media.

Negli ultimi anni gran parte degli investitori istituzionali e privati ha però adottato un atteggiamento diverso: l'aspettativa - del tutto giustificata - del contrario, cioè di un "doppio rendimento" sotto forma di rendimento finanziario positivo e valore aggiuntivo a livello sociale e ambientale, continua ad affermarsi sempre di più.

"L'investimento sostenibile è una fantasticheria romantico-sociale o piuttosto un approccio d'investimento che considera ulteriori rischi aziendali rilevanti sul piano della sostenibilità?"

Quali sono gli effetti degli investimenti sostenibili rispetto agli investimenti tradizionali?

Nonostante le differenze in termini di definizioni, stili e combinazioni di stili nel quadro degli investimenti sostenibili, questi mostrano in genere caratteristiche diverse rispetto ai portafogli gestiti in maniera tradizionale. In questo contesto si possono identificare effetti quali l'effetto diversificazione, l'effetto *small-cap*, l'effetto anticipazione, l'effetto informazione e l'effetto della selezione positiva.

¹ Wolfgang Pinner, *"Gli investimenti ESG – Dove e come investire sostenibilmente nei prossimi anni: guida all'ottenimento del "doppio rendimento" tramite casi-studio concreti"*

Cosa significa “effetto diversificazione”?

Gli investimenti sostenibili escludono parte dell’universo investibile in caso di utilizzo di criteri di esclusione o di adozione dell’approccio *best-in-class*. Nel caso di utilizzo di criteri di esclusione vengono rimossi dall’universo investibile interi settori o temi, mentre nel caso dell’approccio *best-in-class* non si investe in aziende o emittenti poco convincenti sotto il profilo della sostenibilità. In entrambi i casi si riduce pertanto la base per la selezione dei singoli titoli: dunque l’universo sostenibile rappresenta solamente una parte dell’universo investibile complessivo. In termini di possibilità di generare un rendimento ottimale, questo fatto viene interpretato in modo negativo dal punto di vista della classica teoria di portafoglio. Questo svantaggio può però essere messo in prospettiva, dato che ogni gestore di portafoglio si avvale di metodi per definire, da un universo investibile complessivo molto ampio, il numero di titoli da considerare idoneo all’investimento. L’unica differenza nella riduzione dell’universo, in questo senso, è rappresentata dal tipo di criteri utilizzati. Nel caso di un portafoglio sostenibile ai criteri extra-finanziari - per esempio, nessun investimento in società che producono energia atomica - si oppongono i criteri finanziari nel caso di un portafoglio tradizionale - per esempio, nessun investimento in società con un flusso di cassa disponibile negativo.

Perché nell’ambito degli investimenti sostenibili assistiamo a un “effetto *small-cap*”?

È dimostrato che gli investitori sostenibili investono in aziende di piccole e medie dimensioni (*small* e *mid cap*) con maggiore frequenza rispetto alla media. In questo contesto trovano applicazione due diversi aspetti dell’analisi di sostenibilità o ESG. Da un lato, le piccole aziende sono più facili da esaminare, poiché producono e offrono soltanto una gamma limitata di prodotti e servizi. La rilevanza dei criteri di esclusione è pertanto facile da studiare e valutare. Inoltre, le *small* e *mid cap* sono spesso attive nel campo di nuove tecnologie del futuro, interessanti dal punto di vista della sostenibilità. Dall’altro, l’analisi delle aziende più piccole viene resa più difficile dalle capacità ridotte, in quanto le società *small* e *mid cap* da analizzare spesso non hanno la necessaria dimestichezza in tema di comunicazione. Le aziende agiscono spesso in modo molto sostenibile, ma documentano questa sostenibilità in modo insufficiente. I grandi gruppi invece compiono notevoli sforzi per determinare e comunicare la propria strategia di sostenibilità o i propri principi sostenibili. Le *small* e *mid cap* spesso non dispongono di tali capacità interne e pertanto forniscono un grado di trasparenza inferiore riguardo alla loro CSR (*Corporate Social Responsibility*). Tutto sommato, sulla base dei pro e contro citati, i portafogli sostenibili tendono comunque spesso a essere più diversificati su società *small* e *mid cap* rispetto alla media.

E cosa dire delle opportunità di rendimento a lungo termine delle *small-cap* rispetto alle *large-cap*?

Le azioni delle società *small* e *mid cap* sono – nel lungo periodo - più redditizie rispetto a quelle delle società a grande capitalizzazione, ma i loro corsi oscillano di più e hanno una volatilità relativamente maggiore. Di conseguenza, l'effetto *small-cap* che descrive le opportunità di rendimento degli investimenti sostenibili e il loro andamento di valore, almeno a lungo termine, va visto in un'ottica positiva. A breve termine, le piccole e medie imprese possono avere, tuttavia, una volatilità più alta, ovvero oscillazioni dei corsi talvolta più forti rispetto alle società a grande capitalizzazione.

Quando si verifica l'“effetto anticipazione”?

Uno dei principi fondamentali degli investimenti sostenibili è quello di anticipare i trend sostenibili. Da una lista di una selezione di *megatrend* attuali e sostenibili emerge lo stretto legame con la sostenibilità. Nei loro investimenti gli investitori sostenibili tendono, per esempio, ad anticipare nuove leggi, come le norme più severe in materia di emissioni, e a preferire le aziende che fanno parte degli “*early mover*”, ovvero quelle che agiscono per prime.

Lista degli attuali MEGATREND

TRASPARENZA DELLE AZIENDE > MAGGIORI INFORMAZIONI AGLI STAKEHOLDER, PUBBLICAZIONE E CONSIDERAZIONE DI DATI EXTRA-FINANZIARI.

CORPORATE GOVERNANCE > LIMITAZIONE DEL POTERE DEL TOP MANAGEMENT, MONITORAGGIO DELLA GESTIONE DEI COMPENSI, RAFFORZAMENTO DELLA POSIZIONE DEGLI STAKEHOLDER.

MARCHIO E REPUTAZIONE > EVITARE CONFLITTI NELL'AZIENDA E NELLA CATENA DI FORNITURA, RAFFORZAMENTO DELLA POSIZIONE DEI CLIENTI NEI CONFRONTI DELL'AZIENDA.

INSICUREZZA ECOLOGICA > RAFFORZAMENTO DEI PRINCIPI AMBIENTALI IN GENERALE E DELLA RILEVANZA DELLE TECNOLOGIE AMBIENTALI, DELLA RIDUZIONE DEI RIFIUTI, DEL RISPARMIO IDRICO.

DECARBONIZZAZIONE DELL'ECONOMIA > INVESTIMENTI NELLE ENERGIE RINNOVABILI ED EFFICIENZA ENERGETICA, RICERCA DI CONCETTI ALTERNATIVI.

ECONOMIA CIRCOLARE > RICICLAGGIO, NUOVI MATERIALI, IMPRONTA ECOLOGICA COMPLESSIVA.

RISALTO DEL CAPITALE UMANO > MAGGIORE CONSIDERAZIONE DEGLI INTERESSI DEI DIPENDENTI.

TREND VERSO UNA VITA SANA > FOCUS SULLA PRODUZIONE DI ALIMENTI SANI, MIGLIORE ETICHETTATURA DEI PRODOTTI, MAGGIORE IMPORTANZA DEI PRODOTTI BIOLOGICI.

CAMBIO DEI VALORI > AUMENTARE LA RESPONSABILITÀ DEL SINGOLO, ANCHE IN RELAZIONE AL SUO INVESTIMENTO INDIVIDUALE.

SVILUPPO DEMOGRAFICO > CONCETTI A LUNGO TERMINE PER UNA SOCIETÀ CHE INVECCHIA, CONCETTI SOSTENIBILI PER LA CRESCENTE URBANIZZAZIONE.

Cosa significa l'“effetto informazione” per gli investimenti sostenibili?

Gli investitori sostenibili considerano sia informazioni finanziarie che extra-finanziarie. Hanno quindi accesso a maggiori informazioni rispetto agli investitori convenzionali. Le informazioni aggiuntive riguardano, per esempio, gli aspetti di rischio dell'azienda quali i rischi ambientali o i rischi reputazionali. L'effetto *informazione* parte dal presupposto che gli investitori sostenibili riescono a prendere delle decisioni migliori circa i loro investimenti grazie ai vantaggi informativi di cui sopra. La considerazione di informazioni finanziarie (*hard fact*) e informazioni extra-

finanziarie (spesso chiamate *soft fact*) porta ad una migliore conoscenza dell'azienda o dell'emittente e ad una maggiore consapevolezza dei rischi derivanti dai rapporti con gli *stakeholder* e dalle questioni ambientali.

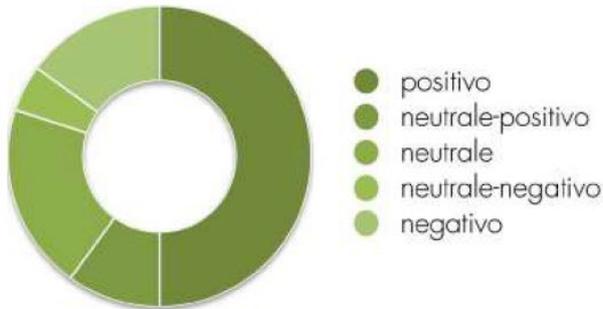
Cosa significa "effetto di selezione positiva"?

Le aziende ben gestite hanno generalmente una maggiore consapevolezza circa i temi e le strategie sostenibili, rispetto alle aziende che sono alle prese con aspetti economici. Le aziende di successo sembrano quindi essere in un circolo chiuso positivo e auto-rinforzante che può mostrare anche aspetti di sostenibilità. Lo stile d'investimento sostenibile è orientato quindi alla "qualità sostenibile". Gli investimenti sostenibili non hanno né una tendenza al "value" né al "growth" ma si concentrano sulla "quality", appunto sulle aziende ben gestite e ben posizionate nel proprio mercato.

Cosa dicono i classici studi a lungo termine sul tema dei rendimenti relativi dei portafogli sostenibili rispetto ai portafogli tradizionali?

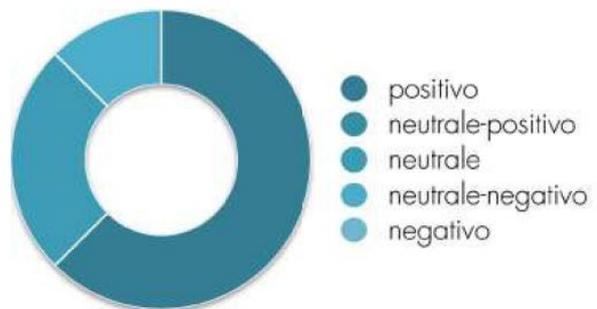
Numerosi studi internazionali sul tema dell'investimento sostenibile dimostrano, nel complesso, che il rendimento degli investimenti sostenibili è almeno altrettanto positivo di quello degli investimenti convenzionali. Il concetto già illustrato del "doppio rendimento" sembra quindi funzionare. Un precedente meta-studio (ovvero che riassume i risultati dei singoli studi) è stato condotto da UNEP FI, l'*Iniziativa Finanziaria del Programma per l'Ambiente delle Nazioni Unite*. Questo studio del 2007 intitolato "*Demystifying Responsible Investment Performance*" ("*Demistificare i rendimenti dell'investimento sostenibile*") ha esaminato 20 studi sul tema della *performance* degli investimenti sostenibili. I risultati sono stati così suddivisi: "positivo", "neutrale-positivo", "neutrale", "neutrale-negativo" e "negativo". Nel complesso, 10 risultati sono stati valutati come positivi, 2 neutrale-positivi, 4 neutrali, 1 neutrale-negativo e 3 negativi.

Un altro meta-studio di Mercer del 2009 intitolato "*Shedding Light on Responsible Investment*" ("*Far luce sull'investimento responsabile*") giunge ad un risultato simile. È stata fatta una valutazione dell'integrazione dei fattori ESG in base a studi sui diversi approcci di sostenibilità. Nell'ambito di questa valutazione 10 risultati sono stati positivi, 4 neutrali e 2 neutrale-negativi. Grazie agli studi sottostanti, entrambi questi meta-studi abbracciano un lungo periodo temporale. Si può chiaramente dedurre che i fondi sostenibili tendono, nel complesso, a generare rendimenti superiori sia in fasi di rialzo che di ribasso dei mercati finanziari.



Demystifying Responsible Investment Performance

**Demistificare i rendimenti
dell'investimento sostenibile**



Shedding Light on Responsible Investment

**Far luce sull'investimento
responsabile**

RISULTATI DEI META-STUDI "DEMYSTIFYING RESPONSIBLE INVESTMENT PERFORMANCE" E "SHEDDING LIGHT ON RESPONSIBLE INVESTMENT"

Quali studi attuali confermano i rendimenti interessanti dei portafogli sostenibili?

Gli studi pubblicati negli ultimi anni sono stati condotti dalla *Harvard Business School* nel 2012 (*"The Impact of a Corporate Culture of Sustainability on Corporate Behavior and Performance"*) dall'*University of Oxford* e *Arabesque Partners* del 2015 (*"From the Stockholder to the Stakeholder – How Sustainability can drive Financial Outperformance"*), e dalla *Deutsche Asset & Wealth Management*, anch'esso del 2015 (*"ESG & Corporate Financial Performance: Mapping the global landscape"*). I tre studi citati confermano le opportunità di rendimento che risultano dagli investimenti sostenibili rispetto agli investimenti tradizionali e al mercato nel suo complesso. Uno studio di *Busch e Friede* del 2018 dimostra, sulla base dell'elaborazione di numerosi meta-studi, che *CSP* (*Corporate Social Performance*, cioè il rendimento sostenibile di un'azienda) e *CFP* (*Corporate Financial Performance*, cioè il rendimento finanziario di un'azienda) hanno una correlazione positiva.

Quale percentuale di studi dipinge effettivamente un quadro positivo per quanto riguarda l'investimento sostenibile?

Lo studio dell'*University of Oxford* e di *Arabesque Partners* del 2015 descrive l'attrattività e il potenziale dell'investimento sostenibile in quattro grandi capitoli dedicati ai temi:

- "Modello di business sostenibile"
- "Sostenibilità e costi di capitale"
- "Sostenibilità e performance operativa"
- "Sostenibilità e corsi azionari"

L'analisi mette in evidenza la selezione di fattori ESG materiali e considera dati provenienti da oltre 200 fonti. La maggior parte di questi – studi accademici – ha mostrato risultati estremamente positivi per il tema della sostenibilità in relazione ai mercati finanziari. Il 90% degli studi ha dimostrato che le aziende con buoni standard di sostenibilità erano in grado di ridurre i propri costi del capitale, l'88% delle fonti analizzate dimostra che la performance operativa delle aziende può essere influenzata in modo positivo grazie a buoni standard ESG e infine dall'80% degli studi si può dedurre una correlazione positiva tra andamento dei corsi azionari e livello di sostenibilità delle aziende.

Cosa suggerisce l'ultimo meta-studio sugli investimenti sostenibili pubblicato durante la pandemia?

Nel 2020 è stato pubblicato un nuovo meta-studio, il quale riassume i risultati di oltre 1.100 studi e 27 meta-studi pubblicati tra il 2015 e 2020. Uno dei risultati dello studio è che l'86% (+/-6%) degli studi con focus sugli investitori dimostra che gli investimenti sostenibili ottengono risultati uguali o migliori degli investimenti convenzionali, circa un terzo degli studi ipotizza un rendimento superiore. In secondo luogo, lo studio sottolinea l'aspetto di rischio positivo dell'investimento sostenibile, la copertura in fasi di mercato negative come le crisi economiche o sociali ("*downward protection*"). Alle strategie di decarbonizzazione nello studio si riconoscono opportunità di business, perché traggono profitto da un "premio per il rischio climatico" sul mercato.

AMBIENTALI	SOCIALI	DI GOVERNANCE
Biodiversità Utilizzo del suolo	Relazioni con la comunità	Responsabilità
Emissioni di CO2	Pratiche commerciali controverse	Misure per contrastare le acquisizioni
Rischi relativi al cambiamento climatico	Relazioni con i clienti / Prodotti	Struttura e dimensione del CdA
Utilizzo dell'energia	Discriminazione	
Approvvigionamento di materie prime	Relazioni del datore di lavoro con i dipendenti	Dualità Presidente del CdA e Presidente del Consiglio di Sorveglianza
Rischi normativi / giuridici	Salute e sicurezza	Gestione dei compensi del CdA
Gestione della catena di fornitura	Gestione del capitale umano	Struttura dell'azionariato
Rifiuti e riciclaggio	Diritti dell'uomo	Diritti degli azionisti
Gestione dell'acqua	Marketing e R&S responsabili	Trasparenza
Eventi meteorologici	Relazioni con i sindacati	Modalità di esercizio del diritto di voto

FATTORI ESG MATERIALI (STUDIO DELLA UNIVERSITY OF OXFORD E DI ARABESQUE PARTNERS 2015)

Tenendo in considerazione i fattori "E", "S" e "G", dagli studi emergono differenze in termini di risultati di rendimento?

In generale, esiste una serie di studi che dimostra buone possibilità di ottenere rendimenti superiori grazie all'integrazione di fattori ambientali e di *governance*. L'impiego di criteri sociali viene, in media, valutato meno positivamente. Questo è documentato anche dal fatto che i tre studi sottostanti il meta-studio di *UNEP FI* del 2007 hanno assegnato un voto negativo al tema degli investimenti sostenibili e tutti e tre gli studi sottostanti si occupano di criteri sociali.

E qual è il rischio degli investimenti sostenibili?

Il rischio degli investimenti sostenibili può essere misurato come rischio assoluto sotto forma di volatilità o come rischio relativo rispetto all'indice di riferimento (*benchmark*). La volatilità dei portafogli sostenibili di solito è inferiore a quella del mercato nel suo complesso. Questo dipende

dall'orientamento generale di lungo periodo degli investimenti sostenibili e del peso spesso inferiore dei settori ciclici quali automobili, linee aeree o industria mineraria. Come parametro per misurare il rischio relativo si adotta spesso il *tracking error*. Il *tracking error* misura le oscillazioni della differenza tra il rendimento di un portafoglio e di un benchmark. Un *tracking error* basso risulta in un andamento di valore molto simile del portafoglio e del benchmark. D'altro canto, maggiore sarà il *tracking error*, maggiore è lo scostamento medio dell'andamento del fondo da quello del benchmark. Il *tracking error* dei portafogli sostenibili aumenta con la riduzione dell'universo investibile utilizzato per selezionare il portafoglio. Un elevato numero di criteri di esclusione e una rigida adozione dell'approccio *best-in-class* risulterebbero quindi, tramite la riduzione dell'universo investibile e, di conseguenza, delle possibilità d'investimento, in un aumento del *tracking error*. Ciò comporterebbe oscillazioni maggiori del rendimento rispetto al mercato complessivo o al benchmark.

Qual è il *tracking error* dei fondi d'investimento tematici sostenibili?

Nell'ambito dei fondi d'investimento si distingue tra prodotti a orientamento difensivo e aggressivo. I fondi sostenibili aggressivi puntano molto più sui temi ecologici, senza però poter essere definiti fondi tematici ambientali. I fondi sostenibili difensivi invece rappresentano un'alternativa ottimale agli investimenti nei fondi convenzionali. Nell'ambito dei fondi tematici sostenibili - quali i fondi con focus sui settori della tecnologia ambientale, acqua, energie rinnovabili e mobilità - con la specializzazione del fondo aumenta significativamente anche il *tracking error* rispetto al mercato complessivo.

Con quale frequenza i gestori di portafoglio sostenibili rinnovano il proprio portafoglio?

A causa della prospettiva di lungo termine dell'investimento sostenibile, le riallocazioni nei portafogli sostenibili sono in genere meno frequenti rispetto ai portafogli tradizionali. D'altra parte, è possibile che si debba vendere - indipendentemente dall'andamento del mercato - quando cambia l'opinione sui singoli titoli dal punto di vista della sostenibilità. La valutazione di sostenibilità dei singoli titoli dei fondi sostenibili, ma anche dell'universo complessivo, viene spesso aggiornata su base mensile. Due esempi di motivi che portano ad escludere le aziende dall'universo sostenibile e, di conseguenza, dal fondo, sono la violazione di un criterio di esclusione o un giudizio negativo nella valutazione degli *stakeholder* in generale. Nonostante gli effetti descritti dovuti al regolare adeguamento dell'universo sostenibile, nei portafogli sostenibili rimane l'effetto fondamentale di attività di negoziazione, cioè di acquisti e vendite, meno

frequenti. Questo porta a costi inferiori per le attività di negoziazione rispetto ai portafogli tradizionali.

Gli indici di sostenibilità confermano il rendimento superiore degli investimenti sostenibili rispetto agli investimenti tradizionali?

Il numero degli indici di sostenibilità disponibili è significativamente aumentato negli ultimi anni. Così come per i fondi sostenibili, anche qui varia molto il numero degli stili e dei criteri scelti. Tra gli indici di sostenibilità più vecchi c'è il *Domini 400 Social Index* (ora *MSCI KLD 400 Social Index*, www.msci.com/products/indices/esg) lanciato negli USA nel 1990. Lo stesso vale nell'area di lingua tedesca per il *Natur-Aktien-Index* (www.nai-index.de), lanciato nel 1997. Entrambi gli indici mostrano rendimenti superiori dal lancio rispetto ai rispettivi mercati complessivi, vale a dire l'*MSCI USA* e l'*MSCI World*. Quelli più recenti, come l'altrettanto noto *Dow Jones Sustainability Index* lanciato nel 1999, possono avere un andamento diverso rispetto ai loro *benchmark*; il *Dow Jones Sustainability Index* (www.spglobal.com), per esempio, dal 1999 è nettamente superiore rispetto al livello dell'omologo *benchmark* tradizionale, specialmente riguardo ai rendimenti superiori degli ultimi tre anni. La differenza è di +0,5% circa all'anno.

Conclusione:

L'investimento sostenibile in termini oggettivi, cioè sulla base di studi accademici ed esperienze empiriche, non dovrebbe (per lo meno) comportare alcun rendimento inferiore rispetto agli investimenti tradizionali. Un andamento di mercato migliore rispetto al mercato complessivo o al *benchmark* sembra possibile, ma dipende dal contesto di mercato, dal processo d'investimento sostenibile scelto e dalla qualità del gestore. Soltanto la previsione di un rendimento neutrale dovrebbe però più che giustificare l'esistenza degli investimenti sostenibili. I dettagli sulle opportunità di rendimento degli investimenti sostenibili dipendono naturalmente anche dallo stile d'investimento scelto e dal grado di limitazione dell'universo disponibile da cui selezionare i singoli titoli. I fondi tematici sostenibili con focus sulle energie rinnovabili, per esempio, hanno in questo contesto caratteristiche completamente diverse di un fondo azionario globale che viene gestito secondo l'approccio sostenibile dell'integrazione ESG e che non mette quasi nessun limite all'universo investibile.

Disclaimer

Il presente video - e il materiale in esso contenuto - ha finalità meramente informative e non costituisce, né deve essere interpretato come, un'offerta di prodotti finanziari, ovvero consulenza in materia di investimenti o altra forma di raccomandazione per l'acquisto di prodotti finanziari.

La presente è una comunicazione di marketing della Raiffeisen Kapitalanlage-Gesellschaft m. b. H. Il presente documento ha solo scopo informativo per clienti professionali e/o consulenti e non è consentita la sua distribuzione a clienti privati. Nonostante l'accuratezza delle ricerche, le indicazioni messe a disposizione hanno scopo puramente informativo, sono basate sullo stato delle conoscenze delle persone incaricate della sua redazione al momento dell'elaborazione e possono essere modificate da Raiffeisen Kapitalanlage-Gesellschaft m.b.H. (KAG) in qualunque momento senza ulteriore comunicazione. Si esclude qualunque responsabilità della KAG in concomitanza con queste informazioni o la presentazione orale basata su di essa, in particolare in riferimento all'attualità, esattezza o completezza delle informazioni o fonti d'informazione a disposizione o al realizzarsi delle previsioni ivi formulate.

Impressum. Proprietario: Zentrale Raiffeisenwerbung Data di aggiornamento: 10.02.2021
Documento redatto da: Raiffeisen Kapitalanlage-Gesellschaft m.b.H., Mooslackengasse 12, 1190 Vienna

Per favore pensa all'ambiente
prima di stampare.

