



LA CRESCENTE IMPORTANZA DELLA GESTIONE ATTIVA ESG

L'investimento sostenibile

NOVEMBRE 2020

SOMMARIO

Prefazione.....	2
Introduzione	4
I. La gestione passiva dell’investimento sostenibile offre il vantaggio della semplicità che attrae investitori, ma può presentare limiti.....	6
A. Rating ESG non coerenti.....	6
B. I fondi a basse emissioni di carbonio possono essere fuorvianti	9
C. Esclusioni	10
D. Effetto crowding (di affollamento)	12
II. Gli approcci attivi all’investimento sostenibile offrono il vantaggio di un’allocazione dinamica e della diversificazione e allo stesso tempo esercitano un impatto positivo sul pianeta	13
A. Sistema di ricerca ESG attivo.....	13
B. Approccio attivo all’esclusione.....	14
C. Approccio attivo all’investimento tematico	15
D. Stewardship attiva.....	15
Conclusioni	16

Prefazione

La sostanziale svolta a favore degli investimenti sostenibili, o ispirati a criteri di sostenibilità ambientale, sociale e di governance (ESG) era attesa da tempo ed è stata accolta con favore. L'investimento sostenibile ha il potenziale per affrontare le principali sfide della società, e quindi per dirigere il capitalismo verso finalità benefiche per tutti, ma anche per migliorare i rendimenti finanziari dei clienti a lungo termine.

Tuttavia il significato reale di "investimento ESG" sta cambiando in maniera sostanziale. I fondi sostenibili utilizzano un'ampia varietà di approcci, quindi i clienti non possono semplicemente investire le proprie risorse in fondi etichettati come sostenibili, sperando così di conseguire rendimenti superiori sul piano sia sociale che finanziario. I dati sulla performance dei fondi sostenibili riflettono una realtà molto più variegata di quanto comunemente si pensi.

In primo luogo è importante sapere se il fondo applica una strategia d'investimento passiva o attiva. Negli ultimi anni l'investimento passivo si è fortemente sviluppato, sia per le strategie tradizionali che per i fondi ESG. Esistono infatti motivi logici che spiegano perché alcuni clienti preferiscono i fondi passivi per le strategie di investimento tradizionali, quindi fondi basati su criteri finanziari come le dimensioni, il valore o il momentum. I fondi beta intelligenti sono in grado di analizzare questi criteri con maggiore precisione e a un costo inferiore rispetto ai fondi attivi.

Tuttavia per l'investimento ESG gli approcci attivi possono essere particolarmente vantaggiosi, per tre motivi. In primo luogo, anche i criteri ESG quantificabili necessitano di un'analisi che tenga conto del contesto strategico di ogni società. In alcuni casi i criteri ESG possono non essere rilevanti per una specifica società, e un punteggio ESG maggiore non sempre è un segnale positivo. La grande variabilità dei punteggi ESG è la dimostrazione che non esiste un criterio assoluto per stabilire se una società è realmente responsabile o se è un caso di semplice "greenwashing", ossia di una società che si dà una parvenza superficiale di ecosostenibilità. In secondo luogo, molte dimensioni essenziali per la valutazione ESG sono qualitative. Per esempio, trattare equamente i dipendenti non significa solo retribuirli con uno stipendio equo, ma anche dare loro la possibilità di svolgere un lavoro che abbia senso e di sviluppare le proprie competenze. Il terzo motivo è che i dati ESG spesso sono indicatori nettamente ritardati, misurano cioè il risultato delle iniziative ESG, ma i cambiamenti essenziali affinché tali iniziative producano pienamente i loro effetti possono richiedere tempo. Gli sforzi per creare una cultura che favorisca la diversità di pensiero e la tolleranza di fronte all'insuccesso possono richiedere anni prima di concretizzarsi sotto forma di brevetti o citazioni di brevetti.

Mentre l'approccio passivo si basa esclusivamente sui dati, quello attivo *utilizza* i dati insieme ad altri fattori. La decisione di investire in una società assomiglia all'"investimento" che si realizza quando si assume un dipendente. Sebbene esistano programmi informatici che analizzano i CV dei candidati, calcolano il punteggio ottenuto ai test e perfino curiosano nei loro account sui social media, spesso tutto ciò non sostituisce il colloquio individuale che permette di contestualizzare i dati raccolti e cogliere quello che i dati non dicono.

Questo non significa che l'investimento attivo sia superiore a quello passivo in tutti i casi, compresi gli

investimenti ESG. Ci sono investitori attivi che utilizzano fattori sbagliati e compiono valutazioni errate su valori complessi, o il cui valore aggiunto non giustifica il costo maggiore. Significa però che si può creare un notevole valore aggiunto grazie a un approccio d'investimento attivo equilibrato, rigoroso e basato sulle evidenze.

Alex Edmans, Professore di Finanza alla London Business School e autore di "Grow the Pie: How Great Companies Deliver Both Purpose and Profit"

Introduzione

Nell'ultimo decennio l'interesse dell'industria finanziaria per l'investimento sostenibile¹ è cresciuto in maniera esponenziale e il numero di fondi sostenibili è aumentato significativamente. A fine luglio 2020, l'investimento sostenibile in Europa aveva raggiunto la cifra record di 850 miliardi di euro, un aumento di oltre il 55% rispetto ai 543 miliardi di euro del 2018. Inoltre, alla fine del periodo in esame i flussi in entrata nei fondi sostenibili ammontavano a 101 miliardi di euro, mentre quelli in uscita dai fondi non sostenibili erano pari a 23 miliardi di euro.

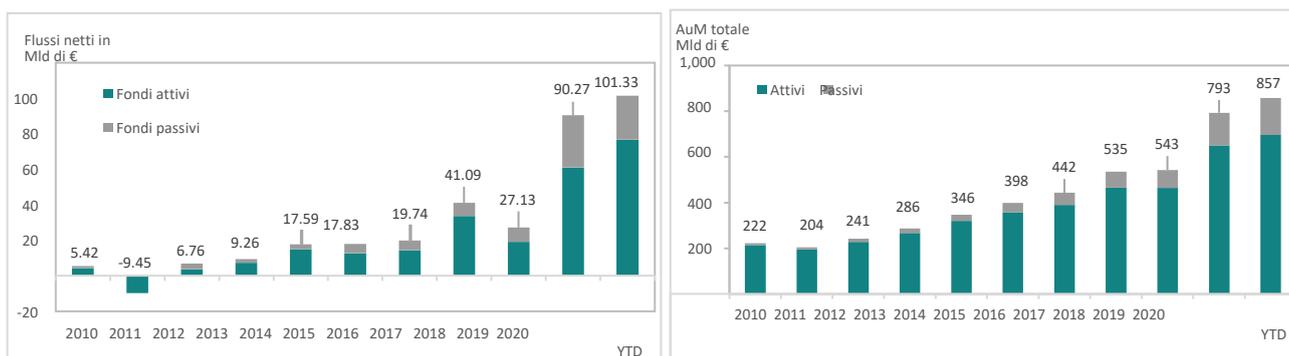
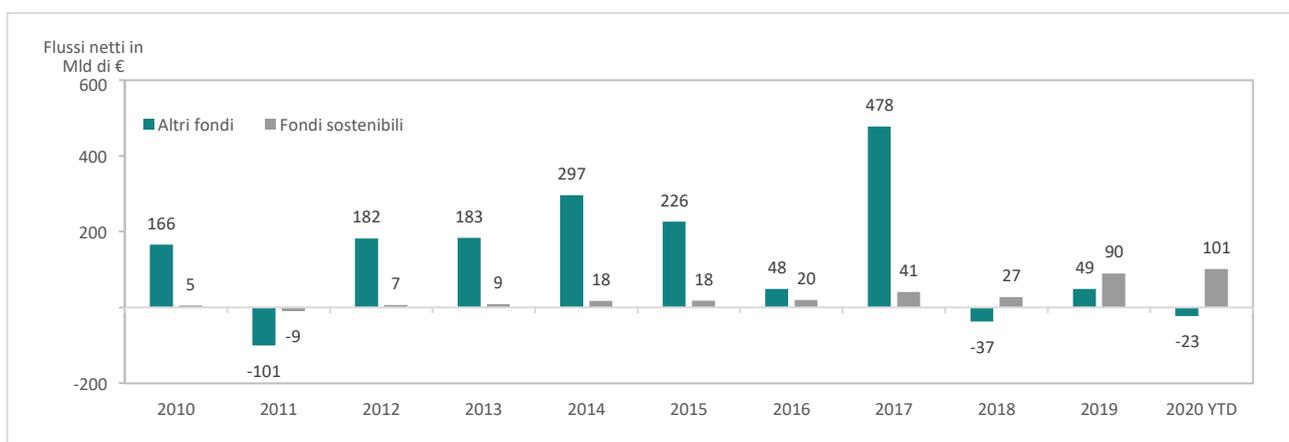


Figura 1: Grafico a sinistra – Flussi netti in entrata all'anno nei fondi sostenibili a livello mondiale²; Grafico a destra – AuM cumulativi dei fondi sostenibili a livello mondiale



¹ 'Investimento sostenibile' è un'espressione generica che significa l'inclusione di criteri ambientali, sociali e di governance (ESG) nelle scelte di investimento e/o di acquisto, allo scopo di generare un rendimento a lungo termine. Spesso è utilizzata come sinonimo di altri termini come investimento responsabile e investimento etico (PRI, 2020)

² Fonte: Carmignac, dati Morningstar al 31 luglio 2020

Figura 2: Confronto dei flussi netti tra fondi sostenibili e altri fondi³

La crescente popolarità degli investimenti sostenibili si basa su due convinzioni: la prima, secondo la quale l'investimento sostenibile contribuisce ad affrontare le principali sfide della società, come il cambiamento climatico, le disparità di reddito, l'esaurimento delle risorse e ora anche la pandemia di COVID-19. La seconda, in base alla quale l'investimento sostenibile migliora i rendimenti finanziari a lungo termine in quanto i criteri ambientali, sociali e di governance (ESG) sono finanziariamente rilevanti.

Tuttavia le prove a supporto di queste due convinzioni sono controverse. Sebbene gli investitori dichiarino sempre più spesso di tenere conto del rischio climatico e gli investitori principali disinvestano dai settori con elevate emissioni di carbonio (come i combustibili fossili), i livelli di anidride carbonica continuano a crescere (almeno prima della pandemia). Forse disinvestire non è una strategia efficace per responsabilizzare le società affinché riducano la loro impronta di carbonio: quando gli investitori sostenibili vendono le azioni possedute in società inquinanti, gli investitori tradizionali le acquistano. Inoltre, benché gli investitori sostenibili tentino di impegnarsi attivamente affinché le società riducano la loro impronta di carbonio, il cambiamento è lento.

In termini di performance finanziaria, molti fautori dell'investimento sostenibile dichiarano che esistono prove definitive della sua capacità di sovraperformare. Per esempio, in un articolo pubblicato sul *Wall Street Journal*, Al Gore e David Blood affermano che "ampie ricerche dimostrano in maniera inequivocabile che le società che applicano correttamente i criteri ESG sono più sostenibili e redditizie". Hargreaves Lansdown, uno dei principali broker del Regno Unito, ha dichiarato che "studio dopo studio è stato dimostrato come le società con caratteristiche di sostenibilità registrino performance superiori a quelle dei loro peer". Affermazioni spesso accettate in maniera acritica per via di un bias di conferma: gli investitori vorrebbero credere che le società "etiche" sono sempre premiate da risultati migliori. Ma non è così: la revisione sistematica dei dati dimostra che un fondo sostenibile medio non batte il mercato.

15 fondi sostenibili migliori					15 fondi sostenibili peggiori				
Nome del fondo	Rating M*	Sostenibilità M*	Rendimento totale/anno (%)	Classifica di sostenibilità %	Nome del fondo	Rating M*	Sostenibilità M*	Rendimento totale/anno (%)	Classifica di sostenibilità %
Fondo migliore 1	-	Sotto la media	50,40	85	Fondo peggiore 1	2	Sotto la media	-19,12	95
Fondo migliore 2	-	Media	23,89	29	Fondo peggiore 2	3	Alto	-12,60	4
Fondo migliore 3	4	Sopra la media	23,63	7	Fondo peggiore 3	2	Sopra la media	-12,37	22
Fondo migliore 4	4	Sopra la media	23,11	7	Fondo peggiore 4	-	Sotto la media	-11,14	59
Fondo migliore 5	3	Media	22,68	28	Fondo peggiore 5	2	Sopra la media	-7,92	12

Tabella 1: Fondi sostenibili con le performance migliori e peggiori a livello mondiale in base al rendimento annuo⁴

³ Fonte: Carmignac, dati Morningstar al 31 luglio 2020

⁴ Fonte: Carmignac, dati Morningstar al 30 giugno 2020

Tuttavia, la performance di un fondo sostenibile *medio* nasconde importanti differenze tra fondi sostenibili. La tabella 1 presenta un piccolo sottoinsieme di fondi sostenibili con le performance migliori e peggiori: è interessante notare che i fondi con le performance migliori nell'universo dei "fondi sostenibili" non necessariamente sono quelli con il migliore punteggio di sostenibilità. Allo stesso modo, i fondi con le peggiori performance non sempre hanno il punteggio di sostenibilità più basso. Uno dei fattori chiave che può influenzare la performance finanziaria ma anche ESG di un fondo è il fatto che sia gestito attivamente o passivamente. Per maggiore chiarezza, con il termine 'gestione passiva' intendiamo sia i fondi passivi nel senso classico del termine, sia i fondi attivi che applicano l'approccio basico del 'box ticking' (spunta di caselle) all'integrazione ESG. Nell'investimento tradizionale, basato prevalentemente sui fattori finanziari, ci sono molte ragioni valide che possono spiegare per quale motivo una gestione passiva può sovraperformare quella attiva. Per esempio il computer può analizzare i fattori finanziari in modo più accurato e obiettivo rispetto agli esseri umani e questo spiega la crescente popolarità dei fondi beta intelligenti. Ma nel caso degli investimenti sostenibili molti argomenti indicano nella gestione attiva la strategia più efficace sia per lo stock picking che in termini di engagement.

La presente relazione si propone di comprendere i limiti dell'approccio passivo applicato all'investimento sostenibile che possono spiegarne i rendimenti inferiori, nonché di individuare i driver dei rendimenti superiori di una strategia attiva.

I. La gestione passiva dell'investimento sostenibile offre il vantaggio della semplicità che attrae gli investitori, ma può presentare limiti

La forma più semplice di integrazione dei criteri ESG è rappresentata dai fondi passivi che si limitano a replicare un indice sostenibile. Nel primo trimestre 2020 questi fondi hanno registrato flussi in entrata proporzionalmente superiori alla loro quota di mercato⁵, a dimostrazione della loro popolarità. Inoltre, i fondi passivi di norma sono più economici rispetto ai fondi attivi e pertanto possono interessare una base di investitori più ampia. Anche i fondi attivi con un approccio semplificato all'integrazione ESG hanno fortemente contribuito alla creazione dei "mercati della sostenibilità". In genere propongono una riduzione dell'universo di investimento attraverso una consistente esclusione di settori e di tematiche, insieme a uno screening delle società caratterizzate da un rating ESG basso. Questo processo si traduce in un prodotto più standardizzato, di più facile comprensione per gli investitori. Riteniamo tuttavia che questi approcci passivi all'investimento sostenibile presentino una serie di svantaggi:

A. Rating ESG non coerenti

Gli approcci passivi all'investimento sostenibile si basano spesso sul rating ESG. Tuttavia, i rating ESG non sono un criterio esauriente della reale performance ESG di una società, come dimostrano le sostanziali incoerenze nella correlazione dei rating ESG tra le varie agenzie. La correlazione media tra le sei maggiori agenzie di rating ESG è di appena 0,54, rispetto allo 0,98 per le agenzie di rating del credito (Figura 3).

⁵ Morningstar 2020

Il motivo di questa sostanziale differenza è che la performance ESG di una società è fondamentalmente soggettiva. Le agenzie di rating possono non concordare sulla rilevanza di un particolare criterio - alcune possono per esempio includere le radiazioni elettromagnetiche e le attività di lobbying, altre no. E anche se molte agenzie di rating sono sostanzialmente d'accordo sulla rilevanza di un particolare criterio ESG, potrebbero non concordare sulle modalità della sua misurazione. Per esempio, l'impegno di una società a favore della diversità di genere potrebbe essere misurato in base alla percentuale di donne all'interno del consiglio di amministrazione, alla quota di donne nella forza lavoro o al divario retributivo di genere. L'esatto opposto di quanto avviene negli investimenti tradizionali, che applicano un solo metodo oggettivo per misurare la performance azionaria, basato sul rendimento (nel caso del momentum investment) o sul rapporto prezzo-utile (nel caso del value investing). Di conseguenza, l'investitore non può utilizzare semplicemente un criterio di misura ESG preconfezionato e costruire con esso un portafoglio sostenibile, perché non esiste alcun criterio di misura univoco.

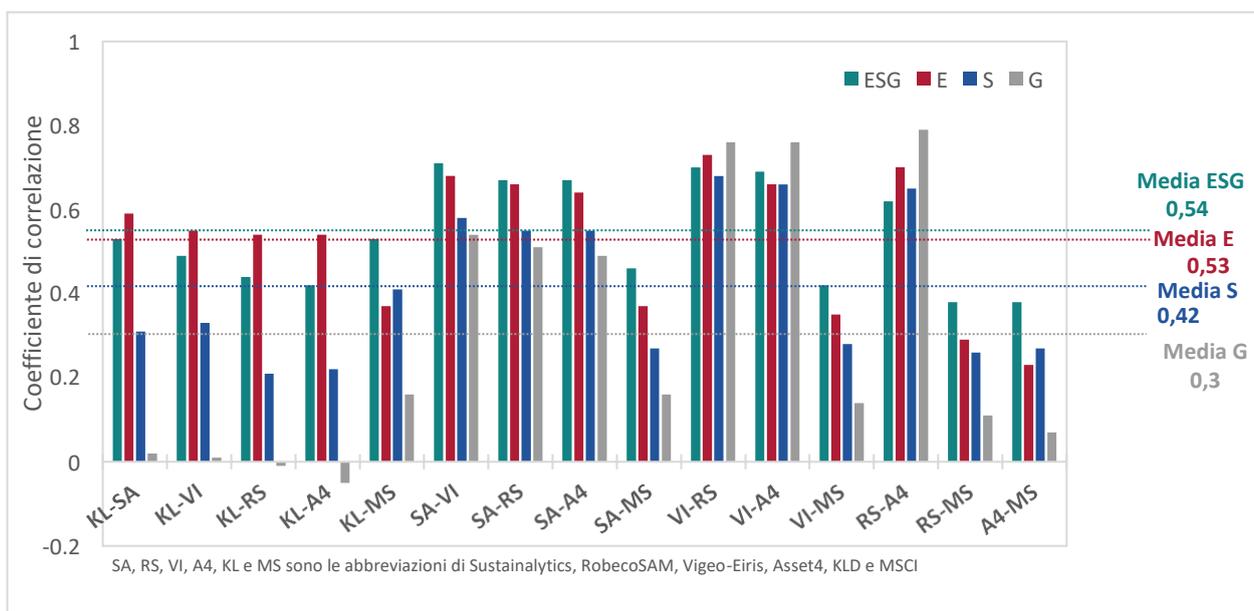


Figura 3: Correlazione tra rating ESG di 6 diverse agenzie di rating ESG⁶

Inoltre, anche la copertura dell'universo è un importante argomento di vendita per le agenzie di rating ESG, che pertanto tendono ad avere un modello unico da applicare a tutte le società a livello globale. Benché una metodologia standardizzata sia sinonimo di coerenza, uno degli effetti collaterali della coerenza è la rigidità. Il modello unico universale non si adatta a tipologie di società, dimensioni, aree geografiche o settori industriali specifici.

Inoltre, la rilevanza dei criteri ESG può dipendere dalle circostanze. Una società a conduzione familiare con trascorsi di gestione irreprensibili potrebbe avere una valutazione ESG bassa a causa di un punteggio negativo alla voce "indipendenza del consiglio di amministrazione". Sebbene l'indipendenza del consiglio di amministrazione influisca positivamente sulla valutazione della governance, quando il management ha una partecipazione finanziaria diretta nella società le problematiche di governance

⁶ Fonte: Carmignac, F. Berg, J. Koebel & R. Rigobon – Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings, MIT Sloan School Working Paper 5822-19, maggio 2020

sono probabilmente meno frequenti.

Le agenzie di rating hanno spesso l'esigenza di elaborare rating quantitativi basati su dati soggettivi, di conseguenza possono insorgere incongruenze tra le valutazioni degli analisti diversi. Anche quando i dati sono oggettivi, un punteggio alto (o basso) potrebbe non essere necessariamente positivo, e certamente non dovrebbe essere interpretato in tal senso senza comprendere le ragioni dell'assegnazione di tale punteggio. Per esempio, un turnover dei dipendenti basso è generalmente considerato positivo, ma potrebbe anche riflettere un basso livello di formazione dei dipendenti per cui le altre società non sono interessate ad assumerli. Inoltre, anche se i dati sono oggettivi e la loro interpretazione è univoca (ad esempio, le emissioni di carbonio basse sono un fattore positivo), questi dati sono spesso retrospettivi. Le valutazioni ESG sono spesso indicatori fortemente ritardati del comportamento reale - anche più delle metriche finanziarie - e la misurazione delle emissioni di carbonio attuali potrebbe non essere un indicatore affidabile delle azioni intraprese dalla società per ridurre la sua impronta di carbonio futura.

Anche se le informazioni sono oggettive, i criteri utilizzati dalle agenzie di rating potrebbero essere sbagliati. Ad esempio, alcune possono utilizzare il rapporto tra la remunerazione del CEO e quella dei dipendenti per misurare l'equità retributiva, anche se si correla negativamente con la performance finanziaria. Tuttavia, le evidenze suggeriscono che la struttura e l'andamento della remunerazione dei CEO sono criteri più affidabili per misurare l'equità e si correlano positivamente con i rendimenti a lungo termine per gli azionisti e gli stakeholder⁷.

Molti dei criteri ESG più importanti sono di natura intangibile e qualitativa. Per esempio, un'agenzia di rating può misurare l'attenzione di una società verso i propri dipendenti attraverso il criterio dei livelli retributivi. Tuttavia, tale criterio non riflette la pregnanza del lavoro svolto dai dipendenti e la possibilità di sviluppare le proprie competenze. Oppure può utilizzare il criterio della diversità demografica, ma ciò non riflette le iniziative aziendali volte a sviluppare la tolleranza nei confronti della diversità di pensiero. Essendo largamente basati su informazioni comunicate dalla società stessa e di pubblico dominio, i modelli di rating rischiano di favorire le grandi società che hanno la capacità e le risorse per assumere personale il cui compito è di dare alla società una "parvenza green" attraverso politiche e misure puramente di facciata, che corrispondono ad altrettante caselle ESG da spuntare. Inoltre le società talvolta si concentrano sui criteri ESG quantitativi a scapito degli aspetti qualitativi - ad esempio la diversità demografica piuttosto che una cultura tollerante e che promuove la diversità.

Abbiamo inoltre osservato che tale approccio favorisce le regioni dove i parametri per misurare il rischio ESG sono maggiormente censiti e standardizzati, come l'Europa (Figura 4).

⁷ Edmans, Alex (2020): "Grow the Pie: How Great Companies Deliver Both Purpose and Profit." Capitolo 5

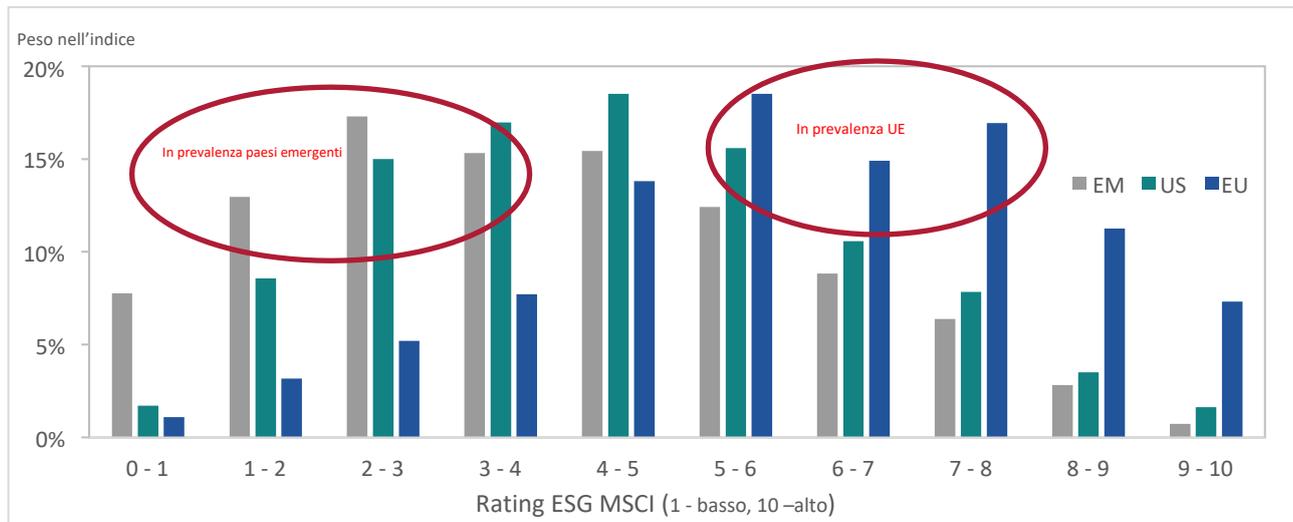


Figura 4: Rating ESG in base all'area geografica⁸

Dal punto di vista settoriale esistono due scuole di pensiero: standardizzare i rating delle società in base ai settori in cui operano, o al contrario non standardizzarli. Quando i rating sono standardizzati possono verificarsi situazioni assurde in cui società altamente inquinanti del settore energetico ottengono un punteggio ambientale (o ESG in genere) più alto rispetto a società del settore tecnologico poco inquinanti. D'altra parte, se le valutazioni non sono standardizzate, un intero settore può essere ingiustamente penalizzato in base alla natura dell'attività.

Pertanto, la costruzione passiva di un portafoglio sostenibile attraverso un ETF, un fondo beta intelligente o un fondo attivo che applica la spunta di caselle può comportare dei rischi sproporzionati per gli investitori. Come abbiamo dimostrato, "ingannare" il sistema ESG può essere facile. Investendo in società europee a grande capitalizzazione che operano in settori "sicuri" come i beni di consumo o i servizi idrici, si può facilmente costruire un portafoglio con un rating ESG superiore al benchmark. Il portafoglio così costruito può tuttavia essere rischioso in termini di diversificazione. Inoltre non coglie o non comprende i rischi dell'investimento ESG. Benché sulla carta tale investimento sembri conforme ai criteri di sostenibilità, nella realtà non dà un vero contributo alla soluzione reale dei problemi globali della società.

B. I fondi a basse emissioni di carbonio possono essere fuorvianti

Il dibattito sull'investimento sostenibile spesso si focalizza esclusivamente sul cambiamento climatico e la riduzione delle emissioni di carbonio. Da una rapida lettura del rapporto sui rischi del World Economic Forum 2020 emerge chiaramente che i rischi climatici sono una preoccupazione principale, di conseguenza sono diventati uno dei temi dominanti dei fondi di investimento. Tuttavia, creare un fondo con il solo obiettivo di ottenere un'impronta di carbonio inferiore al benchmark potrebbe essere fuorviante per gli investitori e non contribuirà all'obiettivo di contenere entro 1,5° l'aumento della temperatura del pianeta. Esaminando l'MSCI All Countries World Index (MSCI ACWI) si nota che meno dell'8% delle società dell'indice è responsabile di oltre l'80% delle emissioni di anidride carbonica

⁸ Fonte: Carmignac, Rating ESG basato sul database MSCI al 31 marzo 2020

dell'intero benchmark, come illustra la figura 5.

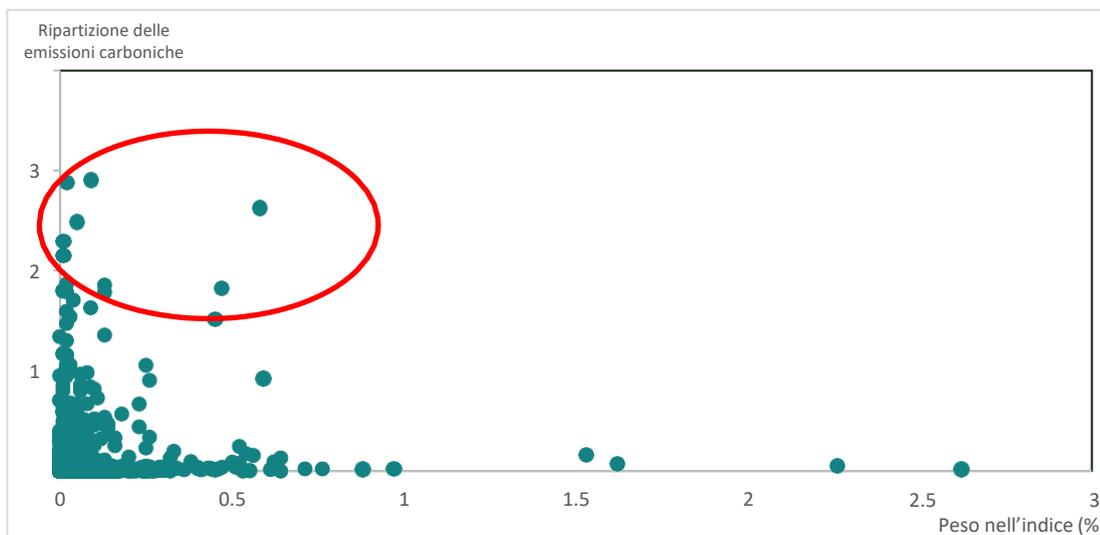


Figura 5: Distribuzione dell'impronta di carbonio tra le società dell'MSCI All Country World Index⁹

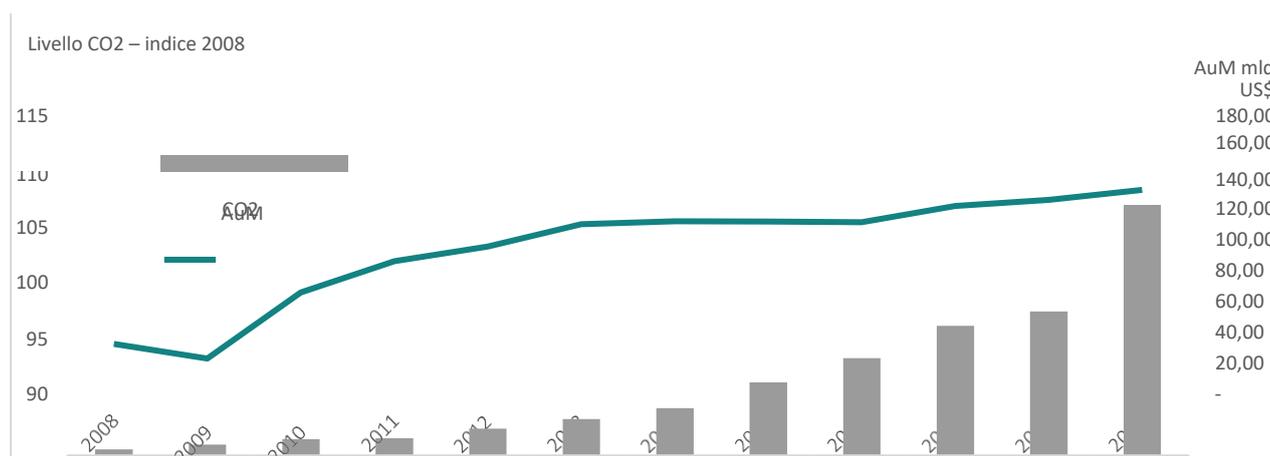


Figura 6: Emissioni di CO₂ globali (sinistra) e patrimonio in gestione con strategie ESG passive (destra) dal 2000 a maggio 2020¹⁰

Le strategie di investimento sostenibile passive che si concentrano esclusivamente sulle basse emissioni di carbonio possono lasciarsi sfuggire opportunità che i fondi attivi riescono a cogliere, come investire in soluzioni tecnologiche pulite orientate al futuro o impegnarsi attivamente al fianco di società con emissioni elevate, ad esempio del settore dei materiali, nel quale una transizione energetica rapida può davvero contribuire al raggiungimento dell'obiettivo dell'azzeramento delle emissioni di carbonio entro il 2050. Inoltre la ricerca accademica ha evidenziato che le società con emissioni di carbonio totali (e variazioni nelle emissioni) più elevate in realtà sovraperformano le società con le emissioni più basse, anche tenendo conto degli altri fattori di rendimento predittivi¹¹.

Un'impronta di carbonio bassa non significa necessariamente che il rischio è basso, né che l'esposizione ai rischi legati al clima è bassa. L'impronta di carbonio rappresenta l'impatto di una società

⁹ Fonte: Carmignac, Trucost al 31 marzo 2020, sulla base dell'MSCI All Country World Index

¹⁰ Bolton, Patrick e Marcin T. Kacperczyk (2020): "Do Investors Care About Carbon Risk?"

¹¹ Fonte: Carmignac, dati CO₂ dell'International Energy Agency, <https://www.iea.org/statistics/co2emissions/> al 31 marzo 2020; dati AuM di Morningstar al 31 maggio 2020

sull'ambiente, mentre il rischio dipende dalla maniera in cui l'ambiente ha un impatto diretto sulla società. Allo stesso modo, un'impronta bassa non significa necessariamente che la società contribuisce alla mitigazione o all'adattamento ai cambiamenti climatici. In altre parole, un'impronta di carbonio bassa non implica obbligatoriamente che la società sia più "pulita": potrebbe significare il contrario, oppure né l'uno né l'altro. La gestione della catena di approvvigionamento, il mix di prodotti, il processo di transizione energetica o la posizione geografica sono alcuni dei fattori che possono influenzare il reale impatto ambientale di un'azienda e devono essere presi in considerazione più delle emissioni di carbonio.

C. Esclusioni

Nella costruzione di un portafoglio sostenibile le esclusioni su larga scala sono diventate la norma. Sono esclusi specifici settori, industrie o soglie di reddito in base a criteri ormai standardizzati per definire le attività o i servizi "non etici". In Carmignac siamo favorevoli allo screening negativo per conformarci ai requisiti normativi o ai valori etici di uno specifico investitore. Tuttavia, negli approcci passivi le esclusioni sono operate attraverso un processo decisionale estremamente schematico, senza una reale comprensione dell'attività o della strategia gestionale di una società. Questo può portare all'esclusione di società "best in class" che operano in settori controversi ma che hanno intrapreso un percorso positivo che le porta a innalzare l'asticella anche per i loro concorrenti (ad esempio, un'azienda produttrice di bevande alcoliche che riduce in modo significativo il consumo idrico oppure che lancia birre analcoliche o a basso contenuto alcolico). Escludere un settore significa che l'investitore non prenderà in considerazione nessuna società al suo interno, qualunque sia il rating ESG, una pratica che noi riteniamo controproducente.

Come abbiamo già accennato riguardo alle discordanze nei rating, le agenzie esterne applicano griglie di esclusione molto diverse. Nel caso delle bombe a grappolo, un'agenzia può escludere una società aerospaziale statunitense perché produce gli aerei a reazione in grado di trasportarle, mentre un'altra agenzia può decidere diversamente. Un altro esempio sono le esclusioni basate sulle soglie di fatturato o di produzione: possono essere escluse società che forniscono software o servizi di manutenzione per progetti governativi di difesa, sebbene tali attività rappresentino una minima parte della loro fatturato. Questo criterio di esclusione usato passivamente non tiene conto delle rimanenti attività che in realtà possono avere un impatto positivo sul pianeta.

Un altro criterio riguarda le esclusioni per violazione di norme o per controversie. Come sappiamo, nei mercati finanziari le violazioni e le controversie, se finanziariamente rilevanti, sono scontate nel prezzo del titolo nel momento in cui avvengono. L'esclusione a posteriori equivale a seguire il trend e ad adottare un approccio "buy-high-sell-low", vendendo a svantaggio dell'interesse finanziario del cliente. Trattandosi di questioni soggettive, le agenzie di rating possono valutare in maniera diversa la gravità delle violazioni. Come suggeriscono i "Principi per l'Investimento Responsabile (PRI)" promossi dalle Nazioni Unite, l'investimento sostenibile non impone l'esclusione di determinati settori o società, bensì prevede l'inclusione dei criteri ESG nelle decisioni di investimento, affinché nella valutazione del rischio e del rendimento siano presi in considerazione tutti i fattori rilevanti.

La tabella 2 evidenzia le divergenze nelle liste di esclusione tra diversi asset manager attivi e dimostra la soggettività dei criteri di esclusione e la necessità di includere ulteriori fattori di analisi delle società.

Nome della società	Soc.1	Soc.2	Soc.3	Soc.4	Soc.5	Soc.6
AECOM	N	N				
Airbus Group NV	N	N	N			N
BAE Systems PLC	N	N	N		N	N
Dassault	N					
General Dynamics Corp	N	N		C	N	C/N
Honeywell International Inc	N	N	N			N
Leonardo SpA	N	N	N		N	N
Lockheed Martin Corp	N	C/N	N		N	C/N
Northrop Grumman Corp	N	C/N	N	N	N	C/N
Rolls-Royce Holdings PLC		N				N
Textron Inc	N	C	C		C	C/N
Thales SA	N	N				N

Tabella 2: Liste di esclusione ESG di sei diversi gestori patrimoniali e azionisti europei; indicati come "IM" nella tabella¹². "C" indica l'esclusione legata alle bombe a grappolo e/o alle mine antiuomo; "N" indica il coinvolgimento negli armamenti nucleari

D. Effetto crowding (di affollamento)

Quando numerosi fondi sostenibili utilizzano la stessa metodologia di "spunta di caselle" descritta in precedenza si rischia l'effetto crowding, che si verifica quando molti fondi acquistano le stesse società, gli stessi settori e le stesse regioni geografiche.

Le ricerche condotte da Goldman Sachs hanno evidenziato che per i 50 titoli maggiormente acquistati in un universo di oltre 2.000 fondi sostenibili su scala mondiale, il sovrapprezzo azionario in un anno è stato di circa il 40% in più rispetto all'MSCI ACWI, a fronte del 25% a fine 2018, in termini sia di PER (rapporto prezzo/utigli) che di rapporto tra valore economico ed EBITDA (EV/EBITDA).

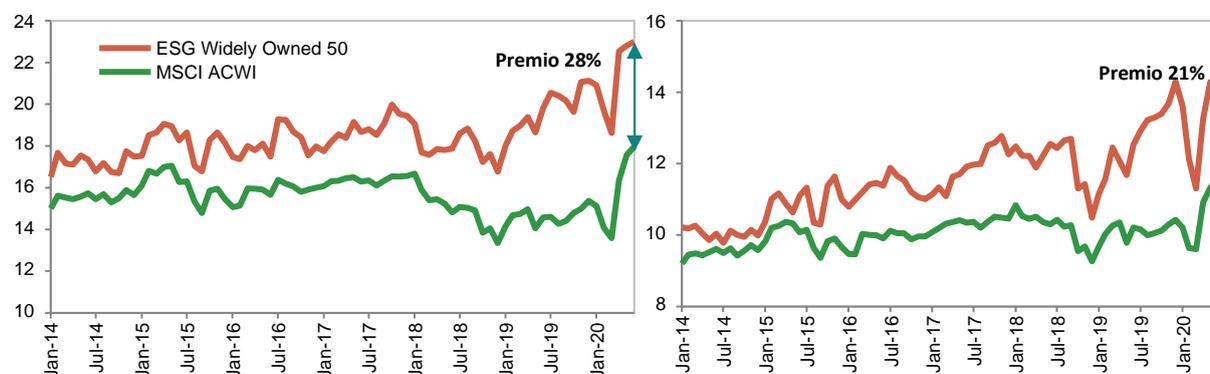


Figura 7: La dispersione del P/E e dell'EV/EBITDA tra i 50 titoli più acquistati da oltre 2.000 fondi sostenibili vs. MSCI All Countries World Index¹³

¹² Fonte: Carmignac, articolo di Alliance Bernstein sui fondi conformi ai criteri ESG: BEYOND RATINGS AND SCORES, dati aggiornati al 30 giugno 2020

¹³ Fonte: Carmignac, Goldman Sachs Revisiting Nifty Fifty Research, dati aggiornati al 30 giugno 2020

Questo dato è preoccupante perché dimostra l'esistenza di un forte bias nell'asset allocation, come descritto ai punti I e II. A causa dei limiti dei rating ESG, la maggior parte dei fondi presenta una netta sovraesposizione all'Europa occidentale, dove le società raggiungono punteggi ESG più elevati e gli investitori e le autorità di regolamentazione hanno creato la domanda. Lo stesso vale per la capitalizzazione di mercato, per cui i portafogli tendono a privilegiare le società di maggiori dimensioni che dispongono di una migliore comunicazione, senza avere necessariamente una migliore gestione dei rischi legati ai fattori ESG. Infine, si osserva anche la sovraesposizione a determinati settori, come le società di servizi idrici o le compagnie aeree, mentre i settori come il tabacco o i prodotti farmaceutici sono sottoponderati.

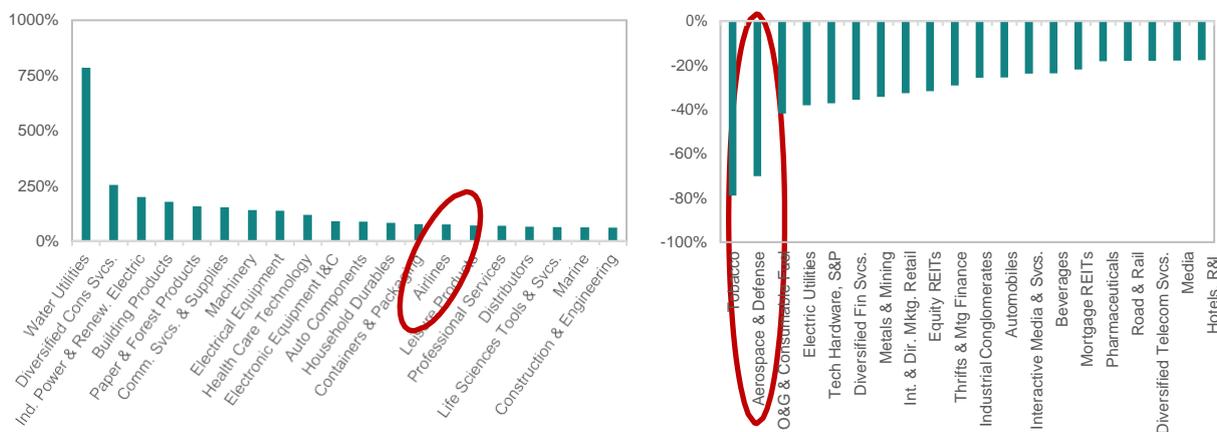


Figura 8: Grafico di sinistra – i settori con elevato impatto potenziale sono più sovraponderate nei fondi sostenibili. Grafico di destra – le società responsabili di emissioni più elevate e le sin-stock (o industrie peccatrici) rappresentano una proporzione importante delle posizioni relativamente sottoponderate nei fondi sostenibili¹⁴

II. Gli approcci attivi all'investimento sostenibile offrono il vantaggio di un'allocazione dinamica e della diversificazione e allo stesso tempo esercitano un impatto positivo sul pianeta

Sebbene la gestione passiva offra agli investitori un prodotto più semplice, noi siamo convinti che i gestori attivi siano in grado di ricavare valore dalle complessità dell'ESG, offrendo agli investitori a lungo termine un migliore rapporto rischio/rendimento. Di fronte alla grande complessità dei dati, alle sfumature, alle diversità delle aziende e alla variabilità del mix di prodotti, i gestori attivi possono scavare più a fondo nella realtà di ogni società per comprendere meglio le esternalità rilevanti che influiscono sulla performance finanziaria nel lungo periodo. Nell'investimento sostenibile l'approccio attivo è ancora più importante perché ogni società è diversa e un approccio passivo a "taglia unica" non

¹⁴ Fonte: Carmignac, Goldman Sachs Revisiting Nifty Fifty Research, dati al 30 giugno 2020

funzionerebbe. Esistono quattro elementi dell'approccio attivo che i gestori possono applicare continuando a operare nell'ambito di un mandato di investimento rigorosamente conforme ai criteri di sostenibilità.

A. Sistema di ricerca ESG attivo

Come accennato in precedenza, i rating ESG possono essere inaffidabili e riflettere solo in parte il modo in cui una società gestisce i rischi ESG. I gestori attivi devono chiedersi quali fattori non finanziari influenzano in maniera sostanziale la valutazione finanziaria di una società. Devono inoltre approfondire la conoscenza di ogni società attraverso incontri con i dirigenti allo scopo di comprendere la realtà aziendale al di là delle cifre, o valutare altre iniziative che la società potrebbe intraprendere (o non intraprendere) in ambito ambientale, sociale e di governance e che le cifre ancora non riflettono. In altre parole, riteniamo che un gestore attivo sia tenuto a individuare e comprendere tutti i fattori pertinenti, siano essi finanziari o non finanziari, prima di prendere la decisione di investire.



Figura 9: Gli stakeholder di una società tipica¹⁵

In Carmignac riteniamo che analizzare queste realtà complesse utilizzando un unico sistema di misura onnicomprensivo possa essere fuorviante. Adottiamo l'approccio basato sugli stakeholder, esaminando il modo in cui la società interagisce con ciascun gruppo di stakeholder (cfr. Figura 9) per misurare la qualità aziendale insieme alla qualità gestionale. Il Sustainability Accounting Standards Board (SASB) è stato determinante nel creare un quadro di riferimento che è il punto di partenza per comprendere i rischi specifici a cui sono esposti i diversi settori industriali.

¹⁵ Fonte: Carmignac

B. Approccio attivo all'esclusione

In qualità di gestori attivi, riteniamo che le esclusioni abbiano un'utilità limitata se utilizzate in modo semplicistico. Quando dobbiamo compilare una lista di esclusioni, non ci limitiamo a selezionare le società esclusivamente in base al settore in cui operano o a soglie arbitrarie di fatturato e di produzione; possiamo aggiungere ulteriori livelli di analisi per avere una visione più lungimirante. Per esempio, nel caso di una società del settore energetico che utilizza il carbone, l'investitore deve comprendere il percorso di transizione intrapreso dall'azienda e la sua strategia di uscita dal carbone. Come accennato in precedenza, escludere le società sulla base del settore di attività in cui operano può essere una decisione del tutto soggettiva e perciò riteniamo che non debba essere affidata ad agenzie esterne. Immergendosi nella realtà di ogni società rappresentata negli elenchi esterni, attraverso la ricerca o la comunicazione diretta con le singole società, i gestori sviluppano una migliore comprensione del loro universo di investimento. In questo modo possono prendere le distanze rispetto al trend generale seguito per le esclusioni e creare in maniera autonoma la propria lista di esclusione delle società che violano la regolamentazione, le convinzioni etiche o le norme globali.

C. Approccio attivo all'investimento tematico

Secondo un'indagine condotta da Eurosif nel 2018, l'investimento tematico è una delle strategie che si è maggiormente sviluppata. Un'ulteriore differenza rispetto agli approcci passivi è la capacità dei gestori attivi di selezionare investimenti che apportano soluzioni a tematiche che riguardano l'intera catena del valore, come per esempio la mobilità sostenibile. È molto facile investire in una casa automobilistica che produce esclusivamente auto elettriche, ma se questa società avesse dei problemi, potrebbero esserci restrizioni di liquidità che imporrebbero al gestore di vendere a forte sconto, generando potenzialmente una perdita di capitale permanente per i clienti. Il ruolo di un gestore attivo non è seguire la folla, ma avere una conoscenza più profonda di tutti i player della catena del valore, dai produttori di chip ai fornitori di software, passando per i componenti delle batterie o le specifiche per le materie prime. Un gestore attivo sarà in grado di individuare società che possono sfuggire all'attenzione degli investitori nonostante dispongano di un piano strategico concreto, un'allocazione del capitale efficiente e una gestione del capitale umano a lungo termine – tutti requisiti indispensabili per lo sviluppo a lungo termine.

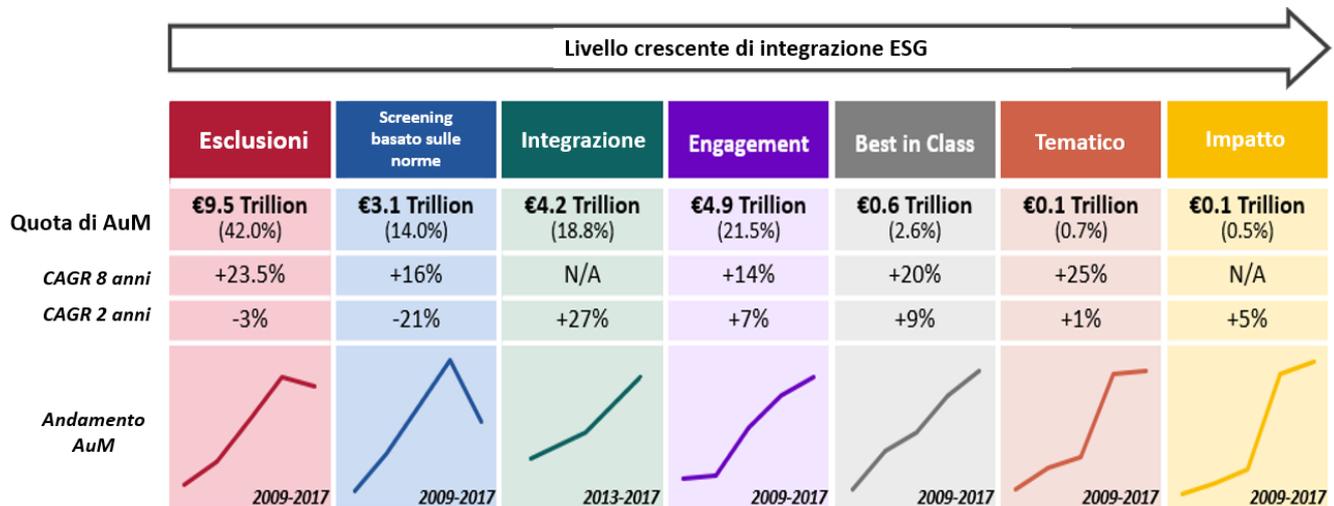


Figura 10: Variazione dell'approccio all'investimento sostenibile e livelli di integrazione ESG¹⁶

D. Stewardship attiva

Infine, un fattore chiave della gestione dell'investimento sostenibile è la capacità di orientare il cambiamento attraverso un approccio strategico di lungo termine, che presuppone la creazione di relazioni e una profonda conoscenza delle società e dei settori in cui esse operano. È ampiamente dimostrato che l'impegno attivo a fianco delle società non migliora solo i rendimenti a lungo termine per gli azionisti, ma anche il valore per gli stakeholder¹⁷.

Va detto che molti investitori passivi prendono l'attività di engagement sul serio e i fatti dimostrano che questo impegno, a volte, porta i suoi frutti. Tuttavia gli investitori passivi operano al meglio in particolare nell'engagement "top down", applicabile indistintamente secondo il principio della "taglia unica" e che non richiede una conoscenza approfondita del contesto strategico. Per esempio, i gestori passivi sono riusciti a eliminare le barriere alle acquisizioni e ad assicurare una migliore equità dei diritti di voto, tutte azioni che non richiedono necessariamente la conoscenza del business model specifico della società¹⁸.

Gli investitori attivi sono invece particolarmente adatti per le attività di engagement "bottom up" che richiedono un'analisi approfondita delle sfide e delle opportunità specifiche di ogni società. Ciò dipende dal fatto che i loro portafogli sono molto più concentrati e questo li porta ad avere una conoscenza più dettagliata di ogni titolo nel quale investono. Per esempio grazie all'engagement "bottom up" gli investitori attivi possono venire a conoscenza di prassi lavorative scadenti non solo all'interno della società ma lungo l'intera catena di approvvigionamento e possono quindi esercitare pressioni sui dirigenti per migliorarle.

¹⁶ Fonte: Carmignac; Eurosif SRI Study 2018, 30 novembre 2018

¹⁷ Edmans, Alex (2020): "Grow the Pie: How Great Companies Deliver Both Purpose and Profit." Capitolo 6

¹⁸ Edmans, Alex (2020): "Grow the Pie: How Great Companies Deliver Both Purpose and Profit." Capitolo 6

Conclusioni

Negli ultimi anni il settore degli investimenti sostenibili si è fortemente sviluppato, articolandosi in un'ampia varietà di approcci per includere i criteri ESG nel processo di investimento. L'approccio passivo ai fattori ESG ha rappresentato sino a oggi un importante motore di crescita del mercato dell'investimento sostenibile. Questa relazione ha tuttavia individuato alcune carenze che possono ridurre la capacità di un fondo di realizzare la sostenibilità a lungo termine: divergenze nei rating ESG, eccessiva dipendenza dai dati sulle emissioni di carbonio, estrema semplificazione delle esclusioni e concentrazione eccessiva sui titoli con le caratteristiche ESG più ricercate. Le principali best practice dei gestori attivi possono essere utilizzate per superare molti di questi limiti, migliorando l'efficacia dell'investimento sostenibile nel contribuire a risolvere i problemi del pianeta. I concetti alla base della sostenibilità sono complessi e noi siamo convinti che un approccio attivo che comprenda una ricerca ESG approfondita, la gestione attiva delle esclusioni, l'investimento tematico e la stewardship sia il percorso più idoneo per accompagnare una transizione proficua verso la sostenibilità.

MATERIALE PUBBLICITARIO. Il presente documento non può essere riprodotto interamente o parzialmente senza la previa autorizzazione della società di gestione. Non costituisce un'offerta di sottoscrizione né una consulenza all'investimento. Alcuni soggetti o paesi potrebbero subire restrizioni di accesso ai Fondi. I Fondi non sono registrati in Nordamerica, Sudamerica, Asia e Giappone. I Fondi Carmignac sono registrati a Singapore nel quadro del regime estero limitato (rivolto esclusivamente a clienti professionali). I Fondi non sono registrati ai sensi del Securities Act statunitense del 1933. I Fondi non possono essere offerti o venduti, in maniera diretta o indiretta, a beneficio o per conto di una "U.S. Person" secondo la definizione della normativa statunitense Regulation S e/o FATCA. I Fondi presentano un rischio di perdita di capitale. I rischi, le commissioni e le spese applicate sono descritti nel KIID (documento contenente le informazioni chiave per gli investitori). I prospetti, KIID e rapporti di gestione annuali del Fondo sono disponibili sul sito www.carmignac.com o su semplice richiesta alla Società di Gestione. Il KIID deve essere consegnato al sottoscrittore prima della sottoscrizione. ● **Svizzera:** I prospetti, il KIID e i rapporti di gestione annuali sono disponibili sul sito internet www.carmignac.ch e presso il nostro rappresentante di gestione e Agente di Pagamento in Svizzera, CACEIS (Svizzera) S.A., Route de Signy 35, CH-1260 Nyon. ● **Regno Unito:** I prospetti, il KIID e i rapporti di gestione annuali sono disponibili sul sito internet www.carmignac.co.uk o su semplice richiesta alla Società di gestione o, per i Fondi francesi, presso gli uffici del Facilities Agent presso BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES, che opera attraverso la sua filiale di Londra: 55 Moorgate, London EC2R. Il presente documento è stato redatto da Carmignac Gestion e/o Carmignac Gestion Luxembourg ed è distribuito nel Regno Unito dalla filiale Carmignac Gestion Luxembourg UK (registrata in Inghilterra e Galles con il numero FC031103, autorizzazione CSSF del 10/06/2013).



CARMIGNAC GESTION

24, place Vendôme – 75001 Paris

Tel: (+33) 01 42 86 53 35

Società di gestione degli investimenti autorizzata dall'AMF Società per azioni con un capitale di € 15.000.000 - RCS Paris B 349 501 676.

CARMIGNAC GESTION LUXEMBOURG

City Link - 7, rue de la Chapelle - L-1325 Luxembourg

Tel: (+352) 46 70 60 1

Filiale di Carmignac Gestion – Società di gestione di fondi di investimento autorizzata dalla CSSF Società per azioni con un capitale di € 23.000.000 - RC Luxembourg B 67 549.

www.carmignac.com