



INVESTMENT INSIGHTS BLUE PAPER | SETTEMBRE 2020

ESG, alla ricerca di gemme nascoste:
una nuova frontiera per investire in modo
responsabile con gli 'improver'



**Kasper
ELMGREEN**
Head of Equities



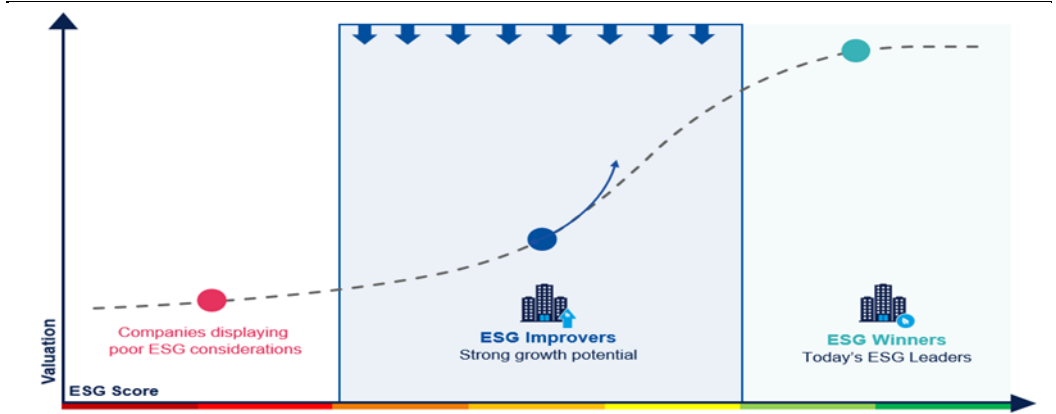
**Piergaetano
IACCARINO**
Head of Equities
Solutions

L'attuale crisi del Covid-19 e le conseguenti turbolenze dei mercati hanno confermato una tendenza preesistente negli investimenti azionari: la crescente rilevanza dell'integrazione dei criteri ESG e della sostenibilità nelle decisioni di investimento. Riteniamo che ciò possa apportare un valore aggiunto sia in termini di capacità di generare rendimenti corretti per il rischio, sia in termini di contributo a focalizzare l'attenzione su importanti parametri ESG per le aziende e la società, e in ultima analisi a migliorarli.

Le azioni ESG si sono dimostrate resilienti durante tutta la crisi, sia in termini di flussi che di performance. I fondi azionari ESG - fondi aperti attivi e passivi a livello mondiale - hanno registrato flussi netti sia nel 2019 che finora quest'anno, mentre i fondi azionari non ESG hanno registrato deflussi netti. In termini di performance, i principi ESG si sono rivelati una fonte di sovraperformance sia nel lungo termine che di recente.

Con gli investimenti ESG che diventano sempre più rilevanti, sarà fondamentale per gli investitori attivi alla ricerca di rendimenti individuare le opportunità in cui il premio ESG non è ancora pienamente rappresentato nei prezzi. Un modo per farlo, a nostro avviso, è passare da un approccio statico best-in-class a uno dinamico e lungimirante, alla ricerca dei leader ESG di domani. I 'winner' ESG sono società di qualità con valutazioni interessanti e rating ESG elevati, mentre gli 'improver' ESG sono società che rappresentano un solido caso d'investimento e un trend ESG in miglioramento, ma non ancora leader ESG. Una combinazione di questi due elementi, a nostro avviso, consentirà agli investitori di beneficiare del miglioramento dei rating ESG prima che si concretizzi un trend e si stabilisca il premio.

Grafico 1. Il legame tra ESG e valutazione



Fonte: Amundi al 18 agosto 2020.

Sia per i 'winner' ESG che per gli 'improver' ESG, a nostro avviso, l'extra-rendimento sarà generato individuando i driver più rilevanti che influenzano le credenziali ESG - e, in ultima analisi, il rating - a livello di singola azione. Ciò richiede un'analisi bottom-up attiva per individuare tali driver e il loro miglioramento sostenibile.

A nostro parere, l'analisi ESG dovrebbe andare di pari passo con l'analisi fondamentale al fine di valutare la sostenibilità e la redditività del business di ogni azienda. Ciò sarà particolarmente rilevante nel periodo successivo alla crisi del Covid-19, quando molti fondi pubblici saranno disponibili per guidare una rinascita economica e le autorità politiche potrebbero aumentare il controllo su come tali fondi vengono investiti. Nuovi elementi del pilastro della governance potrebbero attirare l'attenzione degli investitori (ad esempio, il pay-gap ratio dei CEO, l'attenzione delle aziende sulla salute dei dipendenti, la gestione della diversità, ecc.), mentre il pilastro dell'ambiente è già sul radar degli investitori ESG da qualche tempo e il pilastro sociale sta guadagnando attenzione a seguito della crisi.

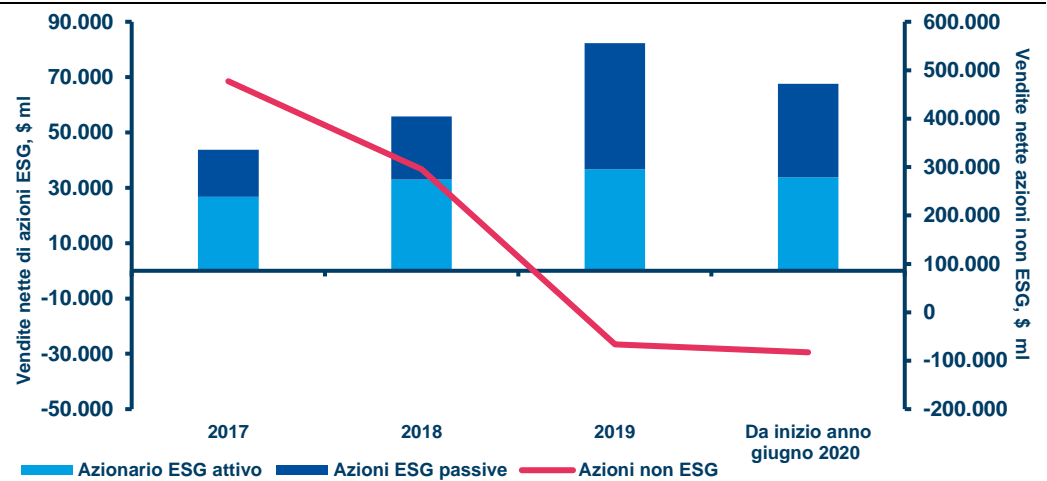
Riteniamo che l'Europa svolgerà un ruolo cruciale nel trend degli investimenti ESG, in quanto ospita la maggior parte dei leader ESG globali e vanta il quadro ESG più avanzato a livello globale, sia a causa delle pressioni derivanti dai requisiti normativi sia per la promozione delle tematiche ESG da parte della comunità degli azionisti. Tuttavia, c'è ancora un'enorme dispersione dei punteggi ESG tra i vari settori e paesi, che offre opportunità di miglioramento ESG per i manager attivi alla ricerca di società in grado di trarre i maggiori benefici da questo trend.

Investire in azioni ESG sulla scia della crisi del Covid-19

“Ci sono flussi costanti di asset in società responsabili che non sono state intaccate dalla crisi e coinvolgono fondi azionari ESG attivi e passivi.”

L'attuale crisi del Covid-19 potrebbe ripercuotersi nel lungo termine sugli investimenti azionari, rafforzando il divario tra azioni ESG rispetto alle azioni tradizionali non ESG, con le prime che beneficiano di un'ampia domanda strutturale. Questi trend emergono dai dati relativi ai flussi dei fondi disponibili finora per il 2020, che mostrano deflussi significativi dai fondi azionari non ESG, dal momento che gli investitori hanno ridotto il rischio di portafoglio sulla scia del sell-off del mercato correlato alla pandemia. Tuttavia, la forte volatilità del mercato non ha fatto deragliare l'ampia domanda strutturale di fondi azionari ESG, che si sono dimostrati resilienti, beneficiando di flussi costantemente elevati. Per dirla in modo semplice, ci sono flussi costanti di asset in società responsabili che non sono state intaccate dalla crisi e coinvolgono fondi azionari ESG attivi e passivi. A titolo di esempio, i flussi dei fondi azionari ESG da inizio anno hanno già superato i flussi registrati nel 2018 nel suo complesso.

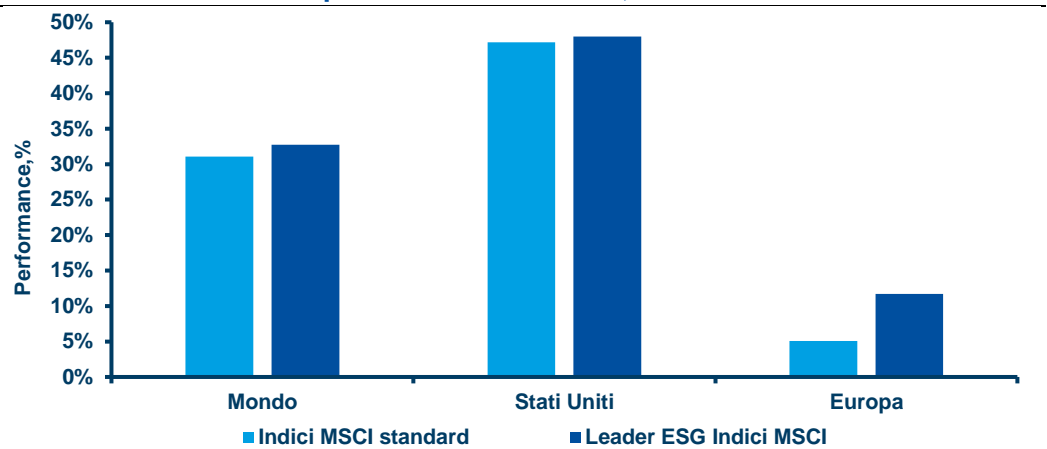
Grafico 2. Flussi fondi azionari ESG vs non ESG



Fonte: Amundi, dati Broadridge al 18 agosto 2020 sui fondi aperti a livello mondiale.

Dal punto di vista finanziario, i criteri ESG si sono rivelati una fonte di sovraperformance. Negli ultimi tre anni, gli indici MSCI dei leader ESG hanno tutti sovraperformato i rispettivi indici non ESG in termini di rendimento totale.

Grafico 3. Indici ESG rispetto a indici non ESG, rendimento totale a tre anni



Fonte: Amundi sui dati Bloomberg al 18 agosto 2020.

“Il pilastro sociale sta guadagnando terreno, a causa di una più elevata focalizzazione nel breve termine, di un maggiore impatto della crisi e della riallocazione delle risorse finanziarie dai governi”.

Se da un lato gli investitori sono consapevoli dei meriti di un investimento responsabile da lungo tempo, dall'altro è probabile che l'attuale crisi aumenti l'attenzione sui principi ESG, che dovrebbero svolgere un ruolo cruciale nella fase di uscita dalla crisi stessa. In effetti, l'attuale recessione economica globale è la prima dell'era degli investimenti ESG. Mentre nelle precedenti fasi di contrazione, la soluzione alla crisi è venuta dai test economici, con la volontà politica, insieme agli stimoli monetari e fiscali a sostegno di un percorso di ripresa, **questa volta sia i governi che le imprese dovranno concentrarsi ancora di più sulla componente umana della ripresa**, con fattori come l'aumento della disuguaglianza, l'assistenza sanitaria, l'accesso alla didattica a distanza, il lavoro fuori sede e l'accesso ai beni e ai servizi primari per la parte più vulnerabile della popolazione.

Riteniamo che **gli investimenti ESG rappresenteranno una forza strutturale per gli asset manager in futuro**. In riferimento ai tre pilastri, vediamo come **la "S" (sociale) stia guadagnando terreno**, a causa di una più elevata focalizzazione nel breve termine, di un maggiore impatto della crisi e della riallocazione delle risorse finanziarie dai governi. In prospettiva, **il comportamento attuale delle aziende avrà implicazioni finanziarie di lunga durata sulle loro attività**.

Storicamente, molte società sono state gestite esclusivamente a beneficio degli azionisti. Oggi, sono sempre più gestiti nell'**interesse di un pubblico più ampio di stakeholder** al di là degli azionisti, che comprende dipendenti, clienti, fornitori e governi. **Le imprese che non prendono in considerazione le loro responsabilità più ampie dovranno far fronte a danni reputazionali nel breve termine e a problemi fondamentali nel lungo periodo che potrebbero pesare sulle loro performance finanziarie**.

Con i criteri ESG destinati a diventare un trend strutturale per i mercati azionari, è importante sottolineare che i tre pilastri - ambientale, sociale e di governance - non si escludono a vicenda, ma possono essere **collegati tra loro**. Ad esempio, una scarsa consapevolezza sociale può avere ripercussioni negative sull'ambiente. Ciò di può riscontrare in alcune economie emergenti, dove, a causa delle scarse condizioni di lavoro e dei bassi salari, le persone si concentrano nel soddisfare i propri bisogni primari e non sono in grado di prendere decisioni rispettose dell'ambiente. Si tratta di un esempio estremo, ma anche piccoli cambiamenti in uno dei tre pilastri possono avere impatti a catena sugli altri. Di conseguenza, **crediamo in un approccio globale e fondamentale che tenga conto di tutti e tre i pilastri**.

Un **approccio olistico** consentirà agli investitori di cogliere i trend strutturali e ciclici dei vari settori di attività. Mentre il pilastro sociale sta attirando sempre maggiore attenzione, ciò non significa che gli investitori dovrebbero ridurre la loro attenzione sugli altri due fattori. Affinché gli investitori possano abbracciare pienamente i criteri ESG, sarà fondamentale investire in un portafoglio che migliora costantemente la propria impronta ESG. **L'investimento ESG è dinamico e, in quanto tale, deve essere gestito in modo agile per trarre vantaggio dai trend del mercato in qualsiasi momento**.

“Vediamo opportunità di crescita in settori come quello dell'alimentazione, con i consumatori che richiedono sempre più alternative sane ai cibi e alle bevande tradizionali”.

In prospettiva, rileviamo una **forte spinta per il trend della decarbonizzazione nei settori dell'energia e delle utility, verso una produzione di energia più ecologica**. Per quanto riguarda l'**energia**, le società petrolifere integrate privilegiano sempre più il gas naturale rispetto al petrolio e alcune di esse investono anche in modo significativo nelle energie rinnovabili. I **servizi di pubblica utilità** si stanno orientando sempre più verso la produzione di energia elettrica 'green'. Tale mossa è stata accolta con favore dai mercati finanziari sulla base della loro recente performance.

Al di fuori della sola prospettiva ambientale, la transizione verso la mobilità intelligente, le fabbriche intelligenti e le città intelligenti (le cosiddette 'smart cities') sta generando opportunità di crescita in aree come le tecnologie informatiche, i beni strumentali e i trasporti, che sono destinati a beneficiare di questi trend. Nel settore dei consumi, la recente crisi sanitaria ha rifocalizzato i consumatori sull'importanza della salute e dell'assistenza medica. **Vediamo quindi opportunità di crescita in settori come quello dell'alimentazione, con i consumatori che richiedono sempre più alternative sane ai cibi e alle bevande tradizionali**.

Opportunità offerte dagli ‘improver’ ESG per gli investitori

“I trend ESG sono più prolungati, dando agli investitori il tempo di valutare e investire solo quando si sentono confidenti sul percorso intrapreso dalla società”.

Un risultato positivo della crescente attenzione degli investitori nei confronti dei criteri ESG è che possono spingere le società ad abbracciare i principi ESG su una scala più ampia. **Un rischio che potrebbe emergere da tale trend è quello di una bolla ESG**, dal momento che gli investitori si concentrano sulle società con rating ESG più elevato. Tale rischio potrebbe essere attenuato puntando su un'ampia gamma di società che non sono ancora leader ESG. **Ci possono essere buone opportunità per gli investitori di anticipare le evoluzioni future, identificando le società che saranno i leader ESG di domani.** L'implementazione dei criteri ESG tende ad essere una dinamica in lento movimento e consente agli investitori di trarre valore dalle società che si stanno avviando verso un percorso di miglioramento a livello ESG.

Se pensiamo, ad esempio, a un investitore tradizionale di tipo ‘value’, è necessario che investa in modo tempestivo, poiché i prezzi delle azioni possono muoversi rapidamente. I trend ESG sono più prolungati, dando agli investitori il tempo di valutare e investire solo quando si sentono confidenti sul percorso intrapreso dalla società. A nostro avviso, investire in strumenti ESG avrà un impatto positivo sul nostro mondo. Inoltre, queste imprese potrebbero beneficiare dell'elevata liquidità pronta per essere investita in asset con una forte impronta ESG.

Per sbloccare il valore dal miglioramento ESG, è necessaria una prospettiva dinamica e lungimirante, attraverso le seguenti fasi:

- individuare i **driver ESG più rilevanti** per ciascuna azienda;
- comprendere l'**impatto finanziario** di questi driver; e
- individuare l'**evoluzione** di tali driver in futuro.

Le imprese possono essere mappate in base al loro punteggio ESG. Gli ‘improver’ ESG sono quelli che presentano un potenziale per diventare i leader ESG di domani. In questa traiettoria, le valutazioni si adegueranno, come mostrato dai Principi delle Nazioni Unite per gli Investimenti Responsabili, MSCI e altri. **A nostro avviso, individuare le società nella fase iniziale di questa migrazione di rating ESG sarà una fonte di valore per gli investitori.**

Riteniamo che investire secondo i criteri ESG non solo sosterrà i rendimenti assoluti, ma contribuirà anche a migliorare i rendimenti corretti per il rischio. Da un lato, vi sono prove empiriche che suggeriscono che l'acquisto di titoli **‘leader’ ESG sia una strategia efficace per migliorare l'Information ratio di un portafoglio.** D'altro canto, le ricerche più recenti incorporano la dimensione del momentum ESG, che indica un ulteriore miglioramento dei rendimenti potenziali.

Riteniamo che un portafoglio ottimale combinerà entrambe le caratteristiche, con i ‘leader’ ESG che fungono da fondamenta di buona qualità, mentre gli ‘improver’ offriranno un'ulteriore fonte di crescita potenziale e rendimento.

Mentre i risultati quantitativi confermano l'interesse ad includere i principi ESG in qualsiasi decisione di investimento, vi è anche evidenza di settori - e persino singole imprese - che sono stati premiati grazie al loro miglioramento del profilo ESG. È il caso del settore dei servizi di pubblica utilità, in cui i nomi che hanno adottato un atteggiamento proattivo nei confronti dell'utilizzo di fonti rinnovabili nella produzione di energia hanno registrato buone performance. Un altro esempio è quello del settore dei beni strumentali, in cui le aziende esposte al tema delle ‘smart factories’ - in particolare, al tema dell'automazione - hanno realizzato buoni risultati, tenuto conto del forte potenziale di crescita dei titoli interessati.

“Identificare le imprese nella fase iniziale della migrazione del rating ESG sarà una fonte di valore per gli investitori.”

“Gli investimenti ESG non sono una panacea per salvare le aziende con cattivi fondamentali”.

Esiste un forte legame tra investimenti ESG e investimenti basati sui fondamentali. Gli investimenti ESG non sono una panacea per salvare le aziende con cattivi fondamentali, né potrebbero sostituire un'analisi accurata dei fondamentali aziendali. Storicamente, gli investimenti responsabili si sono basati sulla pura valutazione dei rating ESG e sono stati guidati da essi. Il problema di tale approccio è che questi rating forniscono solo un'istantanea statica e retrospettiva dell'impronta ESG di un'azienda, mentre non ne catturano il potenziale di miglioramento ESG. A tal fine, gli investitori devono concentrarsi su un'analisi dinamica e lungimirante, che si traduce in:

- **Identificare i driver ESG che sono rilevanti per il profilo ESG di un'azienda.** Ad esempio, l'impronta di CO2 è più rilevante per un'azienda energetica che per un'azienda di telecomunicazioni.
- **Individuare l'impatto finanziario di tali driver.** Per trarre vantaggio da ciò, è fondamentale una combinazione di analisi ESG e analisi finanziaria.
- **Comprendere come questi driver sono cambiati in passato e valutare come cambieranno in futuro.**

Quando si sposta l'analisi ESG dall'attuale semplice istantanea nel tempo a un approccio lungimirante, è necessaria una naturale integrazione tra l'analisi ESG e l'analisi finanziaria. Il risultato sarà un'analisi più approfondita, una maggiore comprensione dei fattori fondamentali e un potenziale miglioramento delle performance.

“La comprensione da parte dei gestori attivi dei driver ESG chiave all'interno di un'azienda o di un settore specifico guiderà il loro programma di engagement, impegnandosi sulle questioni che possono avere un impatto sia sulle performance ESG che su quelle finanziarie.”

L'adozione di un approccio fondamentale consente agli investitori di comprendere le dinamiche ESG sottostanti a ciascun caso di investimento e le modalità di interazione con i parametri finanziari. Inoltre, ciò può facilitare l'**engagement**, con gli investitori che aprono un dialogo con il management aziendale e potenzialmente influenzano le loro decisioni. Si tratta di qualcosa che i gestori attivi fanno da molto tempo, ma che include sempre più le tematiche ESG. Oggi, invece di spingere il management solo a migliorare i rendimenti degli azionisti, gli investitori influenzano anche il management a prendere decisioni responsabili nei confronti di tutti gli stakeholder, con l'obiettivo di migliorare i rendimenti in modo sostenibile. **La comprensione da parte dei gestori attivi dei driver ESG chiave all'interno di un'azienda o di un settore specifico guiderà il loro programma di engagement, impegnandosi sulle questioni che possono avere un impatto sia sulle performance ESG che su quelle finanziarie.** Solo così gli investitori potrebbero evitare il rischio di un'operazione di 'box ticking' che porterebbe a una sorta di 'ESG washing'.

Tabella 1. Dieci principi guida per l'investimento dinamico ESG

Acquistare a prezzi bassi, vendere a prezzi alti Estendere la comune filosofia d'investimento all'ambito ESG potrà essere remunerativo sul mercato	Analisi integrata I buoni principi ESG non sono una soluzione per i cattivi fondamentali; l'analisi ESG e l'analisi finanziaria dovrebbero essere combinate
Best in class Ricerca di 'improver' ESG attraverso un approccio onnicomprensivo in tutti i settori	Alpha attivo I rendimenti sono determinati dalla performance delle singole società
Approccio fondamentale Andare oltre i rating ESG statici per includere una valutazione qualitativa lungimirante	Engagement Un approccio focalizzato e bottom-up, affiancato dall'impegno aziendale, garantirà un elevato livello di influenza
Rilevanza Il miglioramento ESG deve essere tangibile e rilevante, concentrandosi su fattori finanziariamente rilevanti	Disciplina di vendita Monitoraggio delle dinamiche ESG in evoluzione e delle valutazioni al rialzo per assicurare l'adeguata strategia di uscita
Improver e leader Il potenziale rendimento degli 'improver' ESG, unito alla qualità dei leader ESG, può migliorare il profilo di rendimento ponderato per il rischio	Investire per un mondo migliore I leader ESG consentiranno agli investitori di ottenere un portafoglio sostenibile, mentre gli improver ESG daranno il loro contributo ad un mondo sostenibile

Fonte: Amundi al 18 agosto 2020.

“Essere in testa in questa corsa non significa necessariamente che l'Europa debba smettere di andare avanti, perché c'è l'opportunità di muoversi verso un mondo più sostenibile per tutte le regioni”.

L'Europa come leader degli investimenti ESG

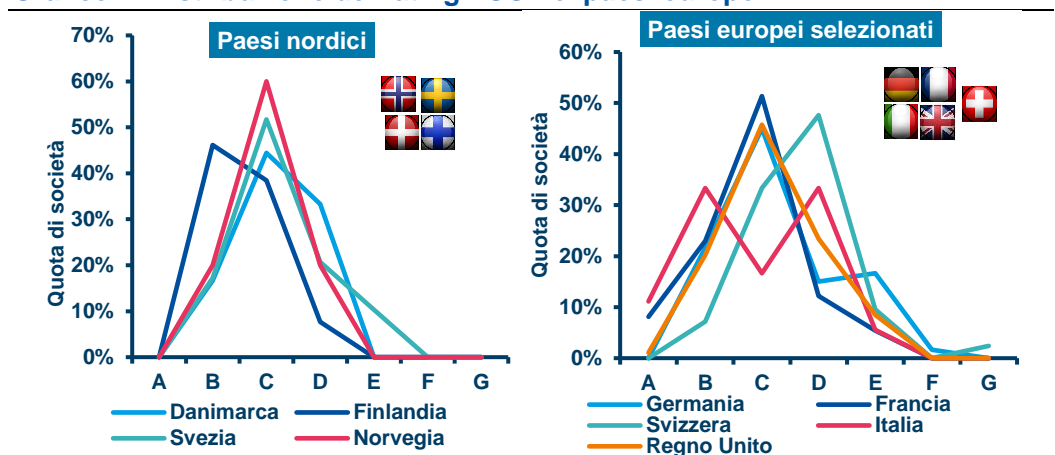
Storicamente, molti investitori e numerose imprese hanno investito con l'unico obiettivo di ottenere il massimo rendimento possibile dal capitale (finanziario), nell'ipotesi che altre forme di capitale, come il capitale umano o quello ambientale, fossero illimitate. Oggi, si presume che anche il capitale non finanziario sia limitato e debba essere gestito in modo attento e sostenibile.

In futuro, sia gli investitori che le società prenderanno decisioni sulla base del miglior risultato possibile sia dal punto di vista finanziario che ESG. **Molti progressi sono già stati registrati su questo fronte, ma la corsa non è ancora finita. Oggi, mentre gli Stati Uniti e il Giappone hanno fatto buoni passi avanti, l'Europa sta guidando questo processo, poiché ha un approccio più socialmente consapevole nella formazione delle politiche in termini di diritti del lavoro, politiche dell'istruzione, politiche sanitarie e politiche di sicurezza sociale.**

In materia ambientale, l'Europa è all'avanguardia in termini di politiche climatiche, energie rinnovabili e decarbonizzazione. Anche la governance è generalmente solida. Tuttavia, la distribuzione dei rating ESG è disomogenea tra i paesi europei, con i paesi nordici leader ESG con un elevato numero di società ad alto rating, mentre il resto d'Europa mostra un profilo ESG più diversificato, con maggiori margini di miglioramento. **Essere in testa in questa corsa non significa necessariamente che l'Europa debba smettere di andare avanti, poiché vi è l'opportunità di muoversi verso un mondo più sostenibile per tutte le regioni.**

Questo può essere un terreno fertile per i gestori attivi in grado di individuare le opportunità d'investimento nelle varie regioni e nei diversi settori e di puntare sull'evoluzione dinamica del rating.

Grafico 4. Distribuzione dei rating ESG nei paesi europei



Fonte: Amundi al 18 agosto 2020.

Contributi



**Claudia
BERTINO**
*Head of Amundi
Investment
Insights Unit*



**Suzanne
KEANE**
*Senior Portfolio
Manager, Equity
Solutions (Europe)*



**Ian
O'REILLY**
*Senior Portfolio
Manager, Equity
Solutions (Global)*



**Francesca
PANELLI**
*Amundi Investment
Insights Unit
Specialist*



**Craig
STERLING**
*Head of Equity
Research, US Director
of Core Equity,
Portfolio Manager*

Avvertenze

I contenuti di questo documento hanno carattere puramente informativo e si riferiscono ad analisi di mercato e/o approfondimenti che tengono conto delle situazioni economico-finanziarie attualmente presenti. I dati, le opinioni e le informazioni in esso contenute sono prodotti da Amundi Asset Management, che si riserva il diritto di modificarli ed aggiornarli in qualsiasi momento e a propria discrezione. Non vi è garanzia che i Paesi, i mercati o i settori citati manifestino i rendimenti attesi. Le informazioni fornite non costituiscono un prospetto o documento d'offerta né possono essere intese come consulenza, raccomandazione o sollecitazione all'investimento. Il documento e ogni sua parte, se non diversamente consentito e/o in mancanza di una espressa autorizzazione scritta di Amundi SGR S.p.A., non potrà essere copiato, modificato, divulgato a terzi, diffuso con qualunque mezzo e più in generale qualunque atto di disposizione o utilizzo di informazioni ivi contenute sono vietati, salvo espressa indicazione contraria. Dati, opinioni e stime possono essere modificati senza preavviso. Il presente documento è stato predisposto da Amundi, società anonima con capitale di 1.086.262.605 € - Società di gestione approvata dell'AMF N°GP 04000036 – Sede legale: 90, boulevard Pasteur – 75015 Parigi – Francia 437 574 452 RCS Parigi.

Data di primo utilizzo: 1° settembre 2020.