



I PIONIERI NON DORMONO MAI SUGLI ALLORI



Doveva essere fatta, quella foto. Sul tetto. Il suo tetto. Nonostante le obiezioni di un fotografo che soffriva di vertigini. Masja Zandbergen, Head of ESG Integration, voleva proprio essere ripresa in mezzo ai pannelli solari. Posando con orgoglio. Perché quell'immobile - che è anche la sua casa - dimostra che è veramente possibile fare la differenza. Se lo si desidera. Se si ha una visione. E se si è disposti a investire.



LA CONSAPEVOLEZZA NON DOVREBBE ESSERE UN PUNTO DI ARRIVO

La sua abitazione a impatto zero sul clima, ubicata a nord di Rotterdam e costruita nel 2017 su un vecchio campetto di calcio, è un fulgido esempio di come tutti possiamo contribuire a costruire un futuro migliore e più sostenibile. Ad esempio, grazie al calore generato all'interno della Terra, le acque sotterranee - che si trovano a 80 metri sotto il livello del suolo - rimangono a una temperatura compresa tra 13° e 15°C tutto l'anno. Una volta pompata verso la superficie, l'acqua viene compressa e fatta circolare nel sistema di riscaldamento a pavimento. Mettete assieme calore geotermico, pannelli solari, uso intelligente della luce naturale e il gioco è fatto: un'abitazione con impatto zero sul clima, con nessuna emissione di gas e bassissimo utilizzo di elettricità. "Se si trova il coraggio di investire, poi si ammortizzano i costi sostenuti nel giro di alcuni anni. La nostra bolletta energetica è adesso estremamente bassa".

"Investire oggi, per raccogliere i frutti domani" è proprio ciò che caratterizza Masja, anche nel suo ruolo in Robeco. Ma il desiderio impellente di investire nella sostenibilità si avverte solo quando si diventa consapevoli della necessità di farlo, o delle opportunità offerte. E tale consapevolezza ha davvero fatto passi da gigante in questi ultimi anni. All'inizio della sua carriera, nel 1997, Masja - a cui non piaceva investire in aziende che sfruttavano il lavoro minorile od offrivano condizioni di lavoro pessime - incontrava resistenze da parte dei gestori quando proponeva argomenti legati alla sostenibilità.

Ora, analizzare sia i rischi che le opportunità della sostenibilità è diventato un aspetto essenziale di ogni analisi finanziaria. "Oggi sono tutti più consapevoli, la società sta cambiando e si manifesta a livello globale non solo per il clima, ma anche contro le disparità salariali, tanto per fare un esempio. Le aziende hanno capito che saranno ritenute responsabili dagli azionisti per le emissioni di CO₂, la produzione di plastica monouso, la lealtà fiscale e così via."

Ma aumentare la consapevolezza non è sufficiente. Neanche un po'. "C'è ancora un gap significativo di conoscenza e comprensione del problema per quanto riguarda la sostenibilità", continua Zandbergen. "E nel settore del risparmio gestito, abbiamo ancora molta strada da fare per giungere a un'implementazione efficace della sostenibilità all'interno dei portafogli. Non si tratta semplicemente di una gara ad arrivare primi a offrire un nuovo fondo di tendenza solo perché questo è in grado di attirare nuovi clienti". Il settore deve fare dei passi avanti concreti, e ciò sta causando tutta una serie di conflitti. Ti senti in gara con i colleghi, vuoi essere il migliore, ma allo stesso tempo è necessario che tutti si muovano nella giusta direzione. Perché lavorare insieme è l'unico modo per cambiare realmente le cose. E Robeco è leader di settore, afferma Masja.

"Il nostro team di ricerca interno non è secondo a nessuno, grazie a RobecoSAM, la nostra filiale svizzera. I nostri gestori di portafoglio comprendono l'importanza della ricerca e sanno come implementare i dati e il ruolo cruciale che questi dati svolgono nell'analisi delle opportunità e dei rischi futuri". E sanno anche che la conoscenza non è un punto di arrivo, ma è sempre in movimento. "I nostri ricercatori quantitativi sono riusciti a sviluppare una metodologia relativa al "decarbonized value". C'erano molte pressioni per arrivare a questo risultato, in quanto i clienti volevano un portafoglio di tipo "value" con minore impronta ecologica, in altre parole con rischio CO₂ inferiore. Molte aziende di tipo "value" appartengono a settori tradizionalmente inquinanti. I ricercatori hanno sviluppato un modello che permette di continuare a sfruttare il fattore "value", pur riducendo sostanzialmente l'impronta ecologica."

Ma non pensate nemmeno per un istante che Zandbergen stia dormendo sugli allori adesso, perché nonostante i progressi quotidiani resta ancora molto da fare. Siamo ancora nelle fasi iniziali per quanto riguarda la nostra capacità di misurare l'impatto. "Abbiamo una lunga strada da percorrere."



Voglio continuare ad andare avanti. Stiamo costruendo modelli di rischio, e modelli fattoriali che incorporano criteri ESG nei loro calcoli. Abbiamo sviluppato punteggi ESG per le aziende. Dialoghiamo con molte aziende. Ma alla fine della fiera, è necessario sapere, ossia essere in grado di misurare, ciò che si è realizzato nel mondo reale. Ed è proprio qui che il nostro impatto è difficile da misurare, perché non creiamo o produciamo alcunché".

"Il mondo sarà un luogo più sicuro se escludiamo un'azienda che produce armi controverse? E se la escludiamo dal portafoglio, chi ci assicura che tale investimento non venga comunque effettuato da qualcuno che non ha a cuore la questione? E se riusciamo ad abbassare l'impronta ecologica di un portafoglio, in che modo ciò influisce sul mondo reale?" **Non vi sono ancora ricerche sufficienti per rispondere a queste domande.** I clienti vogliono meno rischi nel loro portafoglio, compresi quelli legati al clima. Da una semplice prospettiva di "tutela", desiderano anche investire in modo responsabile. Per il momento, gli impatti di natura non finanziaria sono difficili da misurare. Con l'Europa del Nord a fare da apripista, il settore finanziario è impegnato a trovare soluzioni in grado di misurare gli impatti di natura non finanziaria. "Alcuni elementi non possono ancora essere inclusi nell'analisi finanziaria", commenta Zandbergen. "È possibile includere i rischi legati alla CO₂ nelle valutazioni, ma ciò sarebbe ancora più facile se ci fosse un prezzo unitario per il carbonio."

Il settore finanziario può dare al mondo una spinta nella giusta direzione? Non è forse sua responsabilità fare ciò, come depositario o gestore di grandi somme di denaro? Non sorprende che il settore si stia mettendo in discussione. E in un certo senso, la cosa è vera anche per Zandbergen. "La domanda da farsi è: dove inizia e dove finisce la responsabilità? Se

In un recente studio intitolato "Can Sustainable Investing Save the World ("Gli investimenti sostenibili possono salvare il mondo?")", gli autori distinguono fra tre meccanismi di impatto sugli investitori: l'impegno dell'azionista, l'allocazione del capitale e gli impatti indiretti. Questi ultimi includono la stigmatizzazione. L'impatto in questo studio è definito come "il cambiamento in uno specifico parametro sociale o ambientale causato da un'attività." Nello studio si afferma che il concetto di "impatto per l'investitore" sta cominciando appena adesso a prendere piede nel settore finanziario e si conclude affermando che "le strategie mirate alla "semplice" esclusione o selezione dei "best in class" rappresentano un approccio statico che ignora del tutto il fatto che, fondamentalmente, l'impatto riguarda il cambiamento. Dopo aver esaminato 64 studi, gli autori concludono che non vi è alcuna prova a sostegno dell'efficacia dell'impatto indiretto. Ma che vi sono alcune prove a sostegno del fatto che l'allocazione del capitale - entrare e uscire da un investimento

sulla base dei punteggi ESG - ha un'influenza positiva. Le prove dimostrano che gli approcci basati sullo screening influenzano i prezzi degli asset, sebbene la misura in cui ciò avvenga non sia sempre omogenea. Un recente documento di lavoro della BCE² getta luce su questo fatto. Esso rileva che, per determinati livelli di sviluppo economico e finanziario, le emissioni di anidride carbonica pro capite sono significativamente inferiori nelle economie in cui l'equity financing è più importante rispetto al credito bancario. Il documento conclude affermando che i mercati azionari tendono a riallocare gli investimenti sui settori più efficienti dal punto di vista del carbonio, agevolando anche l'adozione di tecnologie più pulite nei settori maggiormente inquinanti.

Nel loro documento "Is Exclusion Effective" ("L'esclusione è efficace?"),³ Laurens Swinkels e David Blitz di Robeco sostengono il contrario e privilegiano l'impegno diretto (c.d. "engagement") piuttosto che l'esclusione

un governo decide di costruire impianti a carbone, dovremmo escluderlo dai portafogli? Questo è uno dei molti dilemmi con cui si trova a che fare il settore oggi. E dobbiamo anche considerare i concorrenti, le ONG e altri attori di rilievo, come pure l'impatto che alcune decisioni importanti potrebbero avere sul nostro universo d'investimento".

L'industria dell'olio di palma esemplifica proprio un tale dilemma. La produzione di olio di palma costituisce una minaccia per le foreste pluviali della Terra. "Abbiamo una soglia inferiore molto rigorosa: metà della produzione deve essere sostenibile. Se le aziende non sono neppure lontanamente vicine a questo limite, possiamo discuterne fino alla nausea, ma non si potranno mai avvicinare più di tanto. Escludiamo quindi queste società. Per le altre, chiariamo subito che ci attendiamo che riescano a soddisfare questo requisito. E in questi casi possiamo avere una vera influenza."

Ma la sostenibilità va ben al di là di temi come la deforestazione e il riscaldamento globale. Gli aspetti sociali - la S in ESG - vengono discussi quotidianamente anche sui media. Ed essi si applicano a molte più industrie e settori rispetto alle questioni climatiche. "Nella nostra analisi finanziaria delle società, è abbastanza facile includere la corporate governance. Le questioni sociali sono leggermente più difficili da considerare, e spesso hanno un impatto minore sull'analisi finanziaria. L'etica degli affari, un salario dignitoso, l'accesso alle cure mediche - questo tipo di cose.

Quindi, si tratta di combattere le proprie battaglie? Per quel che riguarda Zandbergen, stiamo facendo questa domanda alla persona sbagliata. "Per niente", afferma con forza. "Vogliamo affrontare tutti i problemi. →

come meccanismo in grado di realizzare un vero cambiamento. E, in effetti, questo meta-studio mostra che gli investitori possono avere un'influenza maggiore sul comportamento ESG delle imprese attraverso un impegno diretto. Ciò è coerente con le nostre conclusioni, basate su due studi del nostro database dedicato all'engagement, con dati risalenti al 2005. Abbiamo osservato che le aziende con cui abbiamo avuto un'interlocuzione positiva hanno mostrato miglioramenti significativi nei punteggi ESG.

1. Kölbel, J.F., Heeb, F., Falko, P. e Busch, T., 2019. "Can Sustainable Investing Save the World? Reviewing the Mechanisms of Investor Impact", MIT Sloan, University of Zurich, Department of Banking and Finance, Center for Sustainable Finance and Private Wealth (CSP), Università di Amburgo.
2. De Haas, R. e Popov, A.A., 2019. "Finance and carbon emissions", ECB Working Paper No. 2318. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3459987>.
3. Blitz, D. e Swinkels, L., 2010. "Is Exclusion Effective?" The Journal of Portfolio Management Ethical Investing 2020, 46 (3) 42-48.





HO UNA MENTE ANALITICA. VOGLIO VEDERE LE PROVE. GLI STUDI SCIENTIFICI.

Dove porre l'enfasi dipende semplicemente dal settore o dalla regione. La disparità salariale è oggi in aumento anche nell'Occidente, con disordini sociali che scoppiano come conseguenza di ciò in vari luoghi". E sono proprio le questioni sociali che toccano più da vicino Zandbergen, madre di due figli adolescenti. Si tratta di un tema molto sentito anche dai giovani di tutto il mondo, con manifestazioni di protesta frammentate che scoppiano in tutto il mondo a seguito di ciò. E tuttavia non saranno loro, con gli scioperi della scuola per il clima, a salvare il pianeta da un giorno all'altro.

"Ogni generazione negli ultimi 60 anni è scesa in piazza a protestare. Speriamo che fra 30 anni, il mondo sia riuscito a rendere tutto riutilizzabile e riciclabile, e che sarà possibile fermare il riscaldamento globale". Fino ad allora, Zandbergen ha un altro problema. "A volte mi chiedo se stiamo esagerando un po' quando parliamo di investimenti sostenibili. Oggi giorno, qualunque asset manager afferma di essere sostenibile e di avere la sostenibilità nel proprio DNA. Questo è il motivo per cui cerco sempre di indirizzare il nostro pensiero verso risultati concreti. Stiamo davvero contribuendo a un futuro sostenibile con quello che facciamo?"

E sospira profondamente. "Ho una mente analitica. Voglio vedere le prove. Gli studi scientifici. La sostenibilità è sulla bocca di molte persone.

La consapevolezza sta crescendo. Ma che impatto abbiamo avuto fino ad oggi? La nuova tassonomia verde dell'UE è senz'altro una buona iniziativa, ma sarà in grado di realizzare il cambiamento di cui abbiamo bisogno? Onestamente, non lo so. So però che dobbiamo fare tutto ciò che è nelle nostre possibilità per essere quanto più responsabili possibili. C'è da dire poi che una materia come quella degli investimenti sostenibili è poco insegnata, anche a livello di università. Dobbiamo arrivare al punto in cui saremo in grado di analizzare un'azienda e dire: "Fanno un tot X di profitto, ma hanno un impatto negativo Y su (ad esempio) biodiversità, e un impatto Z sul cambiamento climatico. Al momento però non possiamo mettere un cartellino con il prezzo su Y e Z. **Ma ci stiamo attrezzando.**"

Avvolgiamo il nastro in avanti fino ad arrivare al 2030, anno in cui dovranno essere rispettati i 17 obiettivi SDG dell'ONU. "Dobbiamo avere raggiunto molti SDG prima di allora. È possibile? Sì. Le persone spesso sono troppo scettiche. Le autorità di regolamentazione e il settore del risparmio gestito si sono svegliati. Possiamo farcela. Ma dobbiamo veramente rimboccarci le maniche, invece di scrivere tassonomie di 400 pagine. Anche se tali documenti sono certamente utili, il nostro lavoro va oltre". ●

Un'altra area di ricerca che potrebbe dare un contributo alla valutazione dell'impatto effettivo è il pensiero integrato. In Robeco, integriamo sistematicamente questioni ESG di primaria importanza in ogni caso di investimento. Utilizziamo una cornice estremamente chiara, diversa per ogni strategia. Il processo di quantificazione dei fattori esterni sta diventando sempre più chiaro, visto che i nostri analisti hanno a disposizione informazioni sulla sostenibilità che spesso favoriscono una migliore comprensione delle prassi e dei comportamenti delle imprese. In passato abbiamo visto esempi di ciò: per molti anni il diritto fondamentale alla protezione dei dati non è stato considerato un problema da parte del mercato, fino a quando non hanno iniziato a verificarsi dei problemi. Adottando una view esterna a lungo termine, la nostra analisi ESG aveva già evidenziato come questo problema

potesse rappresentare un rischio per le aziende Internet e IT; la questione, quindi, era già stata considerata nei casi e nelle valutazioni, portando a un aumento del costo del capitale del modello. Sebbene la direzione sia chiara, sapere di quanto aumentare il costo del capitale è più un'arte che una scienza, ed è una competenza che solo gli analisti esperti possono vantare.

Disponiamo di troppi pochi dati sull'effettiva influenza di questi fattori esterni sui driver di valore e, quindi, sulle valutazioni aziendali. Integrare fattori ESG aiuta a valutare come i costi esterni e i trend ESG a lungo termine - come il cambiamento climatico, la perdita della biodiversità e la crescente disuguaglianza - favoriscano cambiamenti nei modelli di business o abbiano un impatto sulle valutazioni aziendali. Costi che possono sembrare esterni in un dato

momento, possono essere internalizzati in un altro. Questi sviluppi, naturalmente, possono offrire dei vantaggi competitivi o aprire nuovi mercati per le imprese. Il rovescio della medaglia di ogni rischio ESG è che esso può rappresentare un'opportunità per un'altra azienda. Un tentativo di quantificare questi fattori esterni è rappresentato dalla metodologia del conto profitti e perdite (P&L) integrato. Essa considera non solo il valore finanziario creato dalle imprese ma anche altre fonti di creazione di valore.

Poche aziende hanno avuto il coraggio di presentare un P&L integrato. Numerosi assunti sottendono tali analisi, tuttavia ciò dovrebbe offrire alle imprese e agli investitori una maggiore visibilità sui costi esterni e il valore che stanno creando.