

SFI Public Discussion Note

Il valore dell'ESG: dove e perché è importante



Giugno 2024

Sintesi



Dr. Cyril Pasche
SFI Senior Director
*Publications and Topic
Development*



Prof. Zacharias Sautner
SFI Senior Chair e professore
di Finanza sostenibile presso
l'Università di Zurigo

Le strategie di investimento che includono criteri ambientali, sociali e di governance (*Environmental, Social, and Governance – ESG*) sono state recentemente messe in discussione, soprattutto negli Stati Uniti, e cinicamente definite *woke capitalism*. Parte di questo scetticismo si sta diffondendo anche in Europa. In questa Nota sosteniamo che tali critiche derivano in gran parte da un'errata comprensione di cosa sia l'investimento ESG e di come esso crei valore finanziario per gli investitori, per esempio aumentando la valutazione dell'azienda o riducendo il rischio. Illustriamo questo punto concentrandoci su due importanti rischi ESG: il clima e la biodiversità. Entrambi costituiscono rischi di investimento finanziariamente sostanziali che gli investitori istituzionali, siano essi banche, gestori patrimoniali, fondi comuni di investimento, fondi pensione, fondi sovrani, dotazioni o *hedge fund*, devono affrontare nel processo di investimento. Gestendo attivamente questi rischi, presenti nelle aziende in portafoglio, gli investitori istituzionali possono non solo creare valore finanziario, ma anche contribuire al bene della società, aiutandola ad affrontare le grandi sfide del nostro tempo. Questo ruolo è scevro da qualsiasi giudizio morale o di valore sugli investimenti ESG. Per contrastare le crescenti reazioni negative all'ESG, sottolineiamo l'importanza di evidenziare il ruolo degli investitori istituzionali nel finanziare la trasformazione verde, evitando così che le loro vitali attività di gestione del rischio siano minate da atteggiamenti politici, valori sociali o principi morali.

Con la sua serie di *Public Discussion Note*, lo Swiss Finance Institute (SFI) promuove attivamente un dibattito fondato su argomenti rilevanti per il settore finanziario, la politica e il mondo accademico. Inoltre, l'SFI diffonde i suoi risultati attraverso la ricerca, le pubblicazioni, le Master Class e le conferenze.

Questa *Public Discussion Note* si basa in parte sull'articolo "Institutional Investors and the Fight against Climate Change", redatto da Zacharias Sautner e Thea Kolasa per *Corporate Governance: An International Review*. Zacharias Sautner è grato ai suoi coautori, Alexandre Garel, Andreas Hoepner, Emirhan Ilhan, Philipp Krueger, Ioannis Oikonomou, Arthur Romec, Laura Starks, Grigory Vilkov, Alexander Wagner e Xiaoyan Zhou, poiché questa nota riassume parte del loro lavoro collettivo.

1. Motivazione

"L'ESG è una truffa. È stato strumentalizzato da falsi guerrieri della giustizia sociale" (Musk, 2022).

Questo tweet del miliardario Elon Musk riflette una visione sempre più diffusa delle strategie di investimento, che includono criteri ESG nel processo decisionale. Negli Stati Uniti alcuni Stati, come il Texas e la Florida, hanno addirittura approvato leggi "anti-ESG" che vietano ai comuni o ai fondi pensione statali di fare affari con gli investitori istituzionali che includono le questioni ESG nei loro prodotti. Questa reazione si basa su un grave malinteso. L'idea che gli investimenti ESG siano una forma di woke capitalism, in cui atteggiamenti politici o principi morali vengono trasferiti nelle decisioni di investimento a scapito del valore finanziario, è in contrasto con la recente ricerca accademica.

Fondamentalmente, gli investimenti ESG devono essere intesi come un processo decisionale razionale che affronta

strutturalmente i nuovi rischi nel processo di investimento. Questi nuovi rischi includono, per esempio, il rischio di transizione climatica per le aziende in portafoglio che generano grandi emissioni di carbonio o il rischio di biodiversità per le aziende in portafoglio che influiscono negativamente sulla biodiversità. In entrambi i casi, il rischio deriva da una futura regolamentazione volta a proteggere il clima o a combattere la perdita di biodiversità; tale regolamentazione può generare forti cali nelle valutazioni di alcune aziende.

In parole povere, i rischi ESG sono rischi di investimento che ogni investitore deve affrontare per motivi finanziari. I mercati finanziari hanno iniziato a incorporare questa idea, e i rischi ESG, in particolare quelli legati al cambiamento climatico e alla perdita di biodiversità, vengono valutati nei rendimenti azionari. Anche per gli scettici dell'ESG, i rischi legati ai fattori ESG e al loro prezzo sono una realtà nei mercati finanziari di oggi. Richiedono un'adeguata gestione del rischio.



2. Motivi di investimento legati all'ESG

Valore o valori?

Gran parte della confusione sugli investimenti ESG deriva da una comprensione poco chiara di ciò a cui dovrebbero (e non dovrebbero) riferirsi: gli investimenti ESG si riferiscono al *valore* o ai *valori*? Ovvero, gli aspetti ESG sono inclusi negli investimenti principalmente per ragioni di *valore (finanziario)* o di *valori (moralì)* (Starks, 2023)? Questa distinzione tra valore (finanziario) e valori (moralì) è importante per evitare confusione sui motivi per cui i rischi ESG dovrebbero essere inclusi nel processo di investimento (cfr. Tabella 1).

Tabella 1

Valore (finanziario) e valori (moralì) dell'investimento in termini di fattori ESG, rischi e rendimenti

Valore (finanziario)	Valori (moralì)
Le considerazioni su rischio e rendimento guidano principalmente gli investimenti ESG	Le considerazioni politiche, sociali o moralì guidano principalmente gli investimenti ESG
Aspettativa di ridurre i rischi o di ottenere rendimenti più elevati corretti per il rischio	Aspettativa di rinunciare ai rendimenti per ottenere un impatto <i>basato sui valori</i>
Esempio: Coinvolgere le aziende in portafoglio con grandi emissioni di carbonio a ridurre i rischi	Esempio: Investire in progetti sociali che generano esternalità positive in un quartiere.

Fonte: Starks, 2023.

Nel contesto del cambiamento climatico, l'interpretazione dei valori (moralì) presuppone che i rischi climatici siano presi in considerazione negli investimenti principalmente per ragioni politiche, sociali o moralì. In altre parole, il processo di investimento viene utilizzato per ridurre l'impatto delle aziende in portafoglio sui problemi della società, anche se non vi è alcun beneficio finanziario diretto per gli investitori.

L'argomentazione del valore (finanziario) presuppone invece un risultato finanziario positivo mirato, in seguito alla presa in considerazione dei rischi climatici. Per esempio, attraverso l'impegno degli azionisti, un investitore può ridurre le emissioni di carbonio di un'azienda in portafoglio. Questo risultato crea valore per l'investitore, poiché la valutazione dell'azienda dovrebbe aumentare con la riduzione del rischio di transizione

climatica associato a elevate emissioni di carbonio. Un altro esempio è quello di ottenere rendimenti azionari più elevati identificando, attraverso il processo di investimento, le qualità delle aziende che gestiscono bene i rischi climatici. Partendo dal presupposto che queste qualità non sono ancora valutate, ma saranno gradualmente prese in considerazione nelle valutazioni di mercato, gli investimenti ESG possono portare a rendimenti più elevati.

È importante notare che anche quando i rischi ESG vengono affrontati solo per il valore (finanziario), il risultato può essere vantaggioso per la società. L'engagement degli azionisti dell'azienda in portafoglio citata in precedenza, se da un lato mira a ridurre il suo rischio di transizione climatica, dall'altro si traduce in una riduzione delle emissioni (in caso di successo) e, a sua volta, in una riduzione dell'impatto dell'azienda sul cambiamento climatico.

Allineate all'impatto o generatrici di impatto?

Un'altra distinzione importante è se le strategie di investimento legate all'ESG sono *allineate all'impatto (impact-aligned)* o *generano impatto (impact-generating)* (Busch et al., 2021; Swiss Sustainable Finance, 2023).

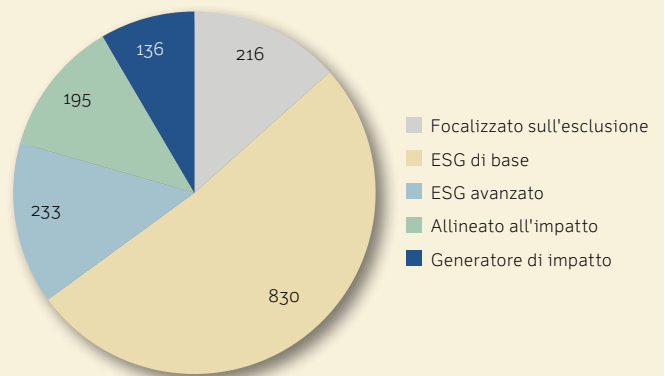
L'allineamento all'impatto nasce generalmente da una selezione positiva. Questo approccio di investimento implica l'investimento in aziende che hanno già un impatto positivo su un obiettivo ESG attraverso i loro prodotti, servizi od operazioni. Un esempio di questa strategia è un fondo d'investimento che investe solo in aziende le cui emissioni di carbonio previste sono allineate all'obiettivo di 1,5°C dell'Accordo di Parigi.

Al contrario, la generazione di impatto si riferisce all'investimento in aziende che non sono ancora allineate con un obiettivo specifico ESG, ma che potrebbero diventarlo se fossero convinte a cambiare le loro politiche aziendali.¹⁾ La gestione attiva e l'engagement sono di solito alla base delle strategie di investimento legate alla generazione di impatto. L'obiettivo è incoraggiare attivamente (e documentare) un cambiamento nelle aziende in portafoglio, per esempio verso pratiche più favorevoli al clima.

1) La generazione di impatto è spesso un obiettivo esplicito anche nelle strategie del mercato privato. Le strategie di investimento ESG in titoli azionari quotati in borsa possono essere generatrici di impatto se il finanziamento porta a cambiamenti economici reali.

Swiss Sustainable Finance (2023) ha iniziato a classificare gli investimenti ESG nel mercato svizzero a seconda che siano allineati all'impatto o che generino impatto. Come mostrato nella Figura 1, dei 1.600 miliardi di franchi svizzeri di investimenti ESG ("legati alla sostenibilità") nel mercato svizzero, 136 miliardi di franchi sono classificati come generatori di impatto e 195 miliardi di franchi come allineati all'impatto. Queste cifre evidenziano che attualmente circa il 20% degli investimenti ha un legame diretto con l'impatto dell'impresa o dell'investitore. Il restante 80% integra in qualche misura le tematiche ESG, ma senza un chiaro legame con l'impatto. È interessante notare che il 60% degli investimenti classificati come ESG di base potrebbe essere riclassificato come ESG avanzato se si applicassero e riportassero le misure di performance ESG. Queste cifre rivelano la necessità di strategie di investimento più orientate all'impatto e la necessità di una migliore applicazione e reporting dei risultati ESG.

Figura 1: Ripartizione della classificazione degli investimenti legati alla sostenibilità in Svizzera



Nota: Questa figura riporta le strategie di investimento legate all'ESG nel mercato svizzero degli investimenti nel 2022 (importi in miliardi di CHF).
Fonte: Swiss Sustainable Finance (2023).



3. La valutazione dei rischi ESG nei mercati finanziari

Perché i rischi ESG dovrebbero essere valutati

Un principio fondamentale della finanza è che i rischi sostanziali dovrebbero essere valutati nei mercati finanziari. Questo vale anche per i rischi ESG. I titoli delle aziende che saranno influenzate in maniera negativa da futuri eventi ESG sono più rischiosi e, pertanto, devono offrire agli investitori rendimenti attesi più elevati; questi rendimenti più elevati costituiscono un premio per il rischio.²⁾ Di seguito analizziamo gli studi recenti sulla valutazione dei rischi ESG legati al clima e alla transizione verso la biodiversità nei mercati azionari.

La valutazione dei rischi della transizione climatica

Il cambiamento climatico rappresenta un rischio importante per gli asset gestiti dagli investitori istituzionali. Con la transizione del mondo verso un'economia a basse emissioni di carbonio, alcune aziende nei portafogli di investitori istituzionali subiranno un calo del valore.³⁾ Un tipo di rischio legato alla transizione climatica è il rischio normativo, che deriva dal fatto che alcune aziende saranno colpite in modo più negativo di altre dalle politiche e dalle normative attuate per combattere il cambiamento climatico. Un'altra tipologia di rischio di transizione climatica è il rischio tecnologico, che deriva, per esempio, dalla sostituzione dei motori termici con quelli elettrici e dal relativo impatto su alcune case automobilistiche. Quindi i rischi tecnologici emergono dalle innovazioni e dai progressi tecnologici progettati per combattere il riscaldamento globale, che possono minacciare i modelli di business delle aziende nei settori tradizionali. Infine, la transizione verso un'economia più verde può essere accompagnata da azioni legali da parte di chi subisce gli effetti negativi del cambiamento climatico. Quando le azioni legali sono rivolte alle aziende in portafoglio che sono considerate (parzialmente) responsabili del

cambiamento climatico, tali azioni comportano il rischio di spese legali effettive, multe o perdite di reputazione.

Diversi studi recenti hanno documentato che i mercati finanziari hanno iniziato a valutare i rischi legati alla transizione climatica. Bolton e Kacperczyk (2021) dimostrano che le emissioni di carbonio a livello aziendale sono associate a rendimenti azionari attesi più elevati, tenuto conto di altri fattori. Dimostrano inoltre che questo effetto riflette un *premio per il rischio carbonio*, che compensa gli investitori per i rischi legati alla transizione climatica.⁴⁾

Ilhan et al. (2021) esaminano se i rischi di transizione climatica siano valutati nei mercati delle opzioni. Si concentrano sull'impatto dell'incertezza delle politiche climatiche, basandosi su lavori precedenti che stabiliscono una relazione tra incertezza politica e prezzi degli asset. L'idea è che l'incertezza delle politiche climatiche sia particolarmente elevata per le aziende che dipendono in larga misura da risorse basate sul carbonio, in quanto le future regolamentazioni influenzeranno negativamente queste aziende, portando a cali potenzialmente consistenti dei loro prezzi azionari. Di conseguenza, il costo della protezione, usando le *stock option* contro i rischi al ribasso, dovrebbe essere più elevato per le aziende con modelli di business a maggiore intensità di carbonio. I dati raccolti da Ilhan et al. (2021) sono coerenti con questa previsione: i costi dell'assicurazione contro i rischi al ribasso sono più elevati per le aziende con una maggiore impronta di carbonio.

La valutazione dei rischi della transizione verso la biodiversità

Gli investitori istituzionali prestano sempre più attenzione ai rischi per la biodiversità nei loro portafogli di investimento, poiché la perdita della biodiversità è emersa come la seconda grande sfida dei nostri tempi, dopo il cambiamento climatico. I rischi per la biodiversità possono manifestarsi in due modi. I rischi fisici riflettono il fatto che le operazioni delle aziende che dipendono dalla natura vengono interrotte a causa della perdita dell'habitat, della proliferazione delle specie invasive o della distruzione dei servizi ecosistemici. I rischi di transizione derivano dal fatto che le aziende con modelli di business che hanno un impatto negativo sulla biodiversità possono essere interessate da future normative per la sua protezione.

Garel et al. (2024) documentano che i rischi di transizione della biodiversità hanno iniziato a essere valutati nei mercati finanziari. Utilizzano una misura a livello aziendale dell'impronta

2) Lo stesso vale per le obbligazioni o i prestiti, per cui i tassi di interesse sui mutuatari con maggiori rischi ESG dovrebbero essere più alti.

3) Un altro importante tipo di rischio climatico è il rischio fisico, che fa sì che alcune aziende in portafoglio subiscano cali di valutazione e maggiori costi aziendali a causa di cambiamenti fisici del clima.

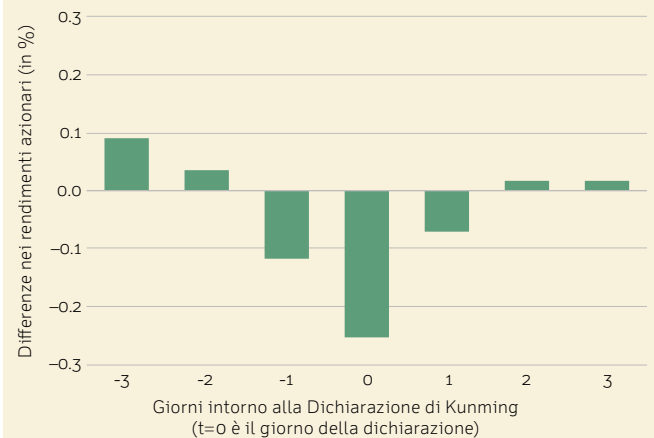
4) Alcuni studi mettono in discussione questa conclusione. Aswani et al. (2024) sostengono che il legame tra rendimenti ed emissioni deriva principalmente dalle emissioni stimate dal venditore, che sono calcolate sulla base dei fondamentali dell'azienda (ovvero, il premio per il rischio carbonio potrebbe riflettere indirettamente un legame tra fondamentali e rendimenti). Inoltre, non rilevano un premio per il rischio per le emissioni ridimensionate (o l'intensità delle emissioni), ovvero il rapporto tra emissioni e vendite nette. Atilgan et al. (2023) dimostrano che i rendimenti più elevati dei grandi emittitori di carbonio possono riflettere una valutazione errata dei titoli, per cui le imprese con elevate emissioni di carbonio "cavalcano" l'esternalità del carbonio non valutata e, a loro volta, generano rendimenti inaspettatamente più elevati. Sono necessari ulteriori studi per fare luce sul premio per il rischio carbonio, sulla sua stabilità e sulle sue cause.

di biodiversità aziendale (Corporate Biodiversity Footprint – "CBF") e dimostrano che gli investitori hanno recentemente iniziato a valutare questa impronta nei rendimenti azionari. Il CBF aggrega la perdita di biodiversità causata dalle attività annuali di un'azienda relative all'uso del suolo, alle emissioni di carbonio, all'inquinamento idrico e all'inquinamento atmosferico. Garel et al. (2024) trovano una relazione positiva tra il CBF e i rendimenti azionari nei mesi successivi a un importante evento politico recente, legato alla biodiversità, svoltosi nell'ottobre 2021. Questo evento, la prima parte della *UN Biodiversity Conference* (Conferenza delle Nazioni Unite sulla biodiversità – COP15), si è concluso con la *Kunming Declaration* (Dichiarazione di Kunming), che invita i Paesi a proteggere urgentemente la biodiversità allineando i flussi finanziari. I dati indicano che gli investitori hanno iniziato ad anticipare nuove normative o controversie legali che riguardano le grandi aziende di CBF. Pertanto, l'aumento dell'incertezza politica porta gli investitori a richiedere un *premio per il rischio di biodiversità*, ovvero rendimenti azionari attesi più elevati per le aziende con un CBF più grande.

Garel et al. (2024) hanno inoltre condotto un *event study* per esaminare se e come gli investitori abbiano rivisto le loro valutazioni dei titoli CBF di grandi dimensioni riguardo alla Dichiarazione di Kunming. Se la dichiarazione ha aumentato la consapevolezza degli investitori sui problemi della biodiversità e sulla prospettiva di una regolamentazione, ci si aspetterebbe che essi rivedano al ribasso la loro valutazione dei titoli CBF di grandi dimensioni. Come illustrato nella Figura 2, il giorno della Dichiarazione di Kunming (t=0) si è verificato un calo

significativo dei prezzi relativi delle aziende CBF di grandi dimensioni, mentre non si sono registrate differenze significative nei rendimenti azionari prima o dopo la dichiarazione.

Figura 2: Differenze di rendimento tra i titoli con impronta di biodiversità aziendale (CBF) grande e piccola intorno alla Dichiarazione di Kunming



Nota: Questa figura riporta le differenze medie giornaliere dei rendimenti azionari anomali intorno alla Dichiarazione di Kunming tra le aziende con impronta di biodiversità aziendale (CBF) di grandi e piccole dimensioni. Il giorno della Dichiarazione di Kunming è il giorno t=0. I rendimenti anomali di ciascun titolo sono calcolati in eccesso rispetto ai rendimenti di tutti gli altri titoli dello stesso Paese e settore. Le aziende CBF di grandi dimensioni (aziende CBF di piccole dimensioni) hanno un valore CBF superiore (inferiore) alla mediana alla fine del 2020. Il CBF riflette la perdita della biodiversità causata dalle attività annuali dell'azienda.

Fonte: Garel et al. (2024).



4. Generazione di valore correlata agli ESG

Shareholder Engagement (Coinvolgimento degli azionisti)

In un recente sondaggio condotto tra accademici, politici e professionisti, la pressione degli investitori istituzionali o "Shareholder Engagement" (Coinvolgimento degli azionisti) è percepita come uno dei meccanismi più efficaci per ridurre i rischi climatici e le emissioni di carbonio delle aziende (Stroebe & Wurgler, 2021).⁵ Un numero sempre maggiore di studi sostiene l'intuizione rilevata in questo sondaggio. Per dimostrare che l'engagement degli azionisti produce risultati positivi in termini di rischio, Hoepner et al. (2024) si chiedono se le misure del rischio al ribasso diminuiscano dopo l'engagement in ambito ESG da parte di un importante investitore istituzionale con sede nel Regno Unito. Il risultato è che l'engagement dell'investitore è associato a una successiva riduzione del rischio al ribasso delle aziende. La variabile di interesse che cattura il rischio al ribasso è il valore a rischio (VaR), misurato su una finestra di 24 mesi intorno all'inizio dell'engagement.⁶

Tabella 2

Le pietre miliari di uno Shareholder Engagement di successo

Pietra miliare M1	Pietra miliare M2	Pietra miliare M3	Pietra miliare M4
L'investitore solleva un problema con un'azienda target	L'azienda target riconosce che il problema è stato sollevato	L'azienda target affronta il problema	L'investitore completa con successo l'engagement

Fonte: Hoepner et al. (2024).

Nel loro studio, Hoepner et al. (2024) classificano gli engagement in base alla pietra miliare raggiunta dall'investitore (cfr. tabella 2). In tutti gli engagement, le aziende a cui si rivolge l'investitore subiscono solo una lieve riduzione del rischio al ribasso. Tuttavia, l'engagement riduce sostanzialmente tale rischio, se ha successo. Prendendo la Pietra miliare M2 come misura del successo, le aziende che riconoscono una questione ESG sollevata dall'investitore sperimentano già una riduzione del rischio al ribasso, rispetto al gruppo di controllo.

5) Questa intuizione emerge sullo sfondo di un massiccio aumento della proprietà degli investitori istituzionali nelle aziende quotate in borsa in un'ampia gamma di Paesi.

6) Il VaR in questo studio è costruito prendendo i rendimenti giornalieri classificati nel quinto percentile inferiore (5% VaR), che corrispondono essenzialmente al peggior rendimento giornaliero in un mese.

7) Un limite di Hoepner et al. (2024) è che è difficile generalizzare e applicare i loro risultati a un ampio campione di istituzioni. Ci sono buone ragioni per credere che l'investitore istituzionale medio non produca gli stessi risultati di engagement che producono gli investitori in questo studio. Lowry et al. (2024) hanno fornito alcuni dati recenti basati su un ampio campione di investitori in materia di engagement ESG.

La diminuzione del rischio al ribasso è ancora maggiore se il successo dell'engagement viene misurato solo tra le aziende che intraprendono azioni per rispondere alle preoccupazioni dell'investitore (M3 o superiore). È importante notare che non vi è alcun effetto sul rischio al ribasso quando l'engagement dell'investitore è classificato come infruttuoso (M1). Hoepner et al. (2024) documentano inoltre che l'engagement ha maggior successo se vengono affrontati temi ambientali (le preoccupazioni per il clima costituiscono una parte importante di questi engagement).

Gli effetti dell'engagement dell'investitore non si limitano al valore finanziario. Hoepner et al. (2024) dimostrano che la riduzione del rischio indotta dall'engagement deriva da un'effettiva diminuzione degli incidenti ambientali. Questo fatto dimostra che i risultati finanziariamente vantaggiosi degli investimenti ESG possono portare anche a risultati socialmente vantaggiosi.⁷

In un altro studio incentrato sulla divulgazione del rischio climatico, Ilhan et al. (2023) dimostrano che gli investitori istituzionali "attenti al clima" influenzano positivamente tale divulgazione. Essi considerano tre gruppi di investitori attenti al clima: (i) investitori provenienti da Paesi in cui ci si aspetta che gli investitori istituzionali seguano i codici di gestione (questi codici sono progettati per incoraggiare gli investitori a promuovere le questioni ESG attraverso il processo di investimento); (ii) investitori provenienti da Paesi con norme sociali più attente al clima; e (iii) proprietari universali che affrontano le esternalità legate al clima nei loro portafogli perché le loro partecipazioni sono molto ampie e, quindi, esposte ai cambiamenti climatici. Il risultato principale dello studio è che una proprietà istituzionale più consapevole del clima rende più probabile la divulgazione delle emissioni di carbonio da parte delle aziende in portafoglio. Si tratta di un risultato importante, poiché altre ricerche dimostrano che le aziende che rendono note le proprie emissioni di carbonio sentono una maggiore pressione a ridurle successivamente. Inoltre, maggiori informazioni sulle emissioni di carbonio di un'azienda consentono ai mercati finanziari di valutare e calcolare meglio i rischi legati alla transizione climatica.

Selezione ESG/Screening positivo

Un approccio alternativo attraverso il quale gli investitori istituzionali possono sfruttare gli investimenti ESG per creare valore finanziario consiste nell'individuare i titoli con qualità ESG non ancora riconosciute e valutate dai mercati finanziari.

Sebbene non sia ovvio che un determinato investitore abbia un vantaggio informativo rispetto al mercato, è dimostrato che i fattori ESG sono talvolta valutati in modo errato e che gli investitori possono esplorare questo errore di valutazione per generare valore finanziario.

Edmans (2011) illustra questa strategia analizzando la relazione tra i rendimenti azionari e la soddisfazione dei dipendenti, una dimensione della S (*Social*) di ESG. Edmans rileva che un portafoglio delle "100 migliori aziende per cui lavorare in America" ha ottenuto una sovraperformance annuale (o alfa) del 3,5%. Questa sovraperformance non riflette un premio per il rischio,

in quanto l'autore rileva anche che le "Migliori aziende" hanno registrato un numero significativamente maggiore di sorprese positive sugli utili e di rendimenti positivi sugli annunci.

In questo esempio, il mercato azionario non valuta pienamente una certa qualità ESG, il che implica che lo screening ESG può migliorare i rendimenti degli investimenti. Come in questo studio, tutte le strategie di screening dovranno probabilmente andare oltre l'attenzione alle metriche ESG aggregate e concentrarsi invece sulle sottodimensioni della qualità ESG che non sono ancora state valutate appieno dal mercato azionario.

Selezione ESG/Screening positivo presso la Zürcher Kantonalbank

Per illustrare come la selezione ESG o lo screening positivo possano essere concepiti per generare valore finanziario, riportiamo alcuni estratti dell'approccio della Zürcher Kantonalbank (ZKB) all'integrazione della sostenibilità nelle decisioni di investimento. Gli estratti evidenziano l'importanza di individuare precocemente le aziende con elevate qualità ESG. Le soluzioni proprietarie, basate sulla selezione dei fattori e sugli schemi di ponderazione del settore, aiutano a identificare le opportunità che potrebbero non essere pienamente riflesse nei mercati finanziari. ZKB adotta un approccio globale alla sostenibilità, che include non solo i punteggi ESG ma anche l'allineamento di prodotti e servizi con gli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (Sustainable Development Goals – SDG) per valutare il livello di sostenibilità di un emittente. Il corsivo nel testo sottostante è stato aggiunto da noi. Il seguente testo, inizialmente in inglese, è stato tradotto dall'SFI.

"Il punteggio ESG è importante per la nostra analisi olistica della sostenibilità. Grazie ai *criteri ESG*, otteniamo una visione approfondita e possiamo *analizzare meglio gli asset intangibili*: quanto è davvero innovativa un'azienda, quanto vale il marchio, quanto è forte l'impegno degli stakeholder e come vengono trattati i dipendenti? Per questo motivo, l'analisi della sostenibilità completa l'analisi finanziaria nella nostra gestione attiva degli investimenti tradizionali. ...

Nel caso delle azioni, le società che beneficiano del trend della sostenibilità possono essere *identificate precocemente*. Siamo convinti che questo abbia un *effetto positivo sul rendimento corretto per il rischio*. ...

Abbiamo sviluppato ulteriormente l'analisi ESG tradizionale in modo da poter garantire un elevato livello di informazione tra le diverse classi e tipologie di asset. Per tenere conto di tutte le particolarità, utilizziamo *set di dati adattati* per ogni classe di asset. Le analisi ESG convenzionali rilevano principalmente gli sforzi di sostenibilità operativa di un'azienda o di uno Stato, ossia il modo in cui un'azienda o uno Stato sono gestiti in modo sostenibile. Per ottenere un quadro differenziato, *integriamo la nostra analisi* con aspetti importanti come le conseguenze ambientali e sociali dell'attività aziendale, gli effetti dei prodotti e dei servizi o gli aspetti controversi. ...

Otteniamo i nostri dati ESG da diversi fornitori. Alcuni dati sono per noi più rilevanti di altri. La sfida più grande deriva dal *reporting gap*: ci sono più dati sulle società a grande capitalizzazione dei Paesi sviluppati che sulle società a piccola capitalizzazione dei Paesi in via di sviluppo. ... Per tenerne conto, lavoriamo con *rating ESG proprietari*, che calcoliamo con dati grezzi provenienti da diversi fornitori. Ci concentriamo su ciò che è importante e rimuoviamo qualsiasi distorsione. In questo modo, possiamo interpretare in modo significativo le informazioni sugli asset intangibili e utilizzarle in modo mirato per gestire opportunità e rischi" Zürcher Kantonalbank (2024).

Screening di disinvestimento/esclusione

Concettualmente, le strategie di disinvestimento basate sui principi ESG (o screening di esclusione) possono ridurre i rischi ESG e avere un impatto positivo sui risultati legati ai principi ESG per i seguenti motivi. Poiché queste strategie dovrebbero abbassare il prezzo delle sue azioni, un'azienda che subisce disinvestimenti sostanziali o screening negativi dovrebbe registrare un aumento del proprio costo del capitale. In linea di principio, un costo del capitale più elevato dovrebbe rendere meno attraente per l'azienda il portare avanti progetti "sporchi".

Tuttavia, una critica comune ai disinvestimenti è che essi sostituiscono gli investitori che si preoccupano delle questioni ESG (ed eventualmente si impegnano su di esse) con quelli che

non lo fanno. Inoltre, come dimostrato da Berk e van Binsbergen (2021), gli effetti dei disinvestimenti sul costo del capitale sono troppo limitati per avere un impatto sul comportamento delle aziende. Per avere un impatto finanziariamente rilevante, molti investitori devono disinvestire da un'azienda, cosa che attualmente non avviene.⁸⁾

Sebbene questi dati siano deludenti per i sostenitori del canale del disinvestimento, è troppo presto per concludere che non può funzionare. Alcuni studi recenti indicano che è necessario guardare oltre le aziende disinvestite o escluse. Becht et al. (2023), per esempio, dimostrano che le promesse di disinvestimento legate al clima, che sono diventate virali, hanno abbassato i prezzi delle azioni di tutti gli emittenti di alto contenuto di carbonio, compresi quelli che non hanno subito disinvestimenti significativi. Dimostrano inoltre che il disinvestimento induce gli investitori a decarbonizzare i loro portafogli.

8) Krueger et al. (2020) mostrano che solo un modesto numero di investitori istituzionali prende in considerazione strategie di disinvestimento per motivi legati al clima.



5. Sfide legate all'ESG

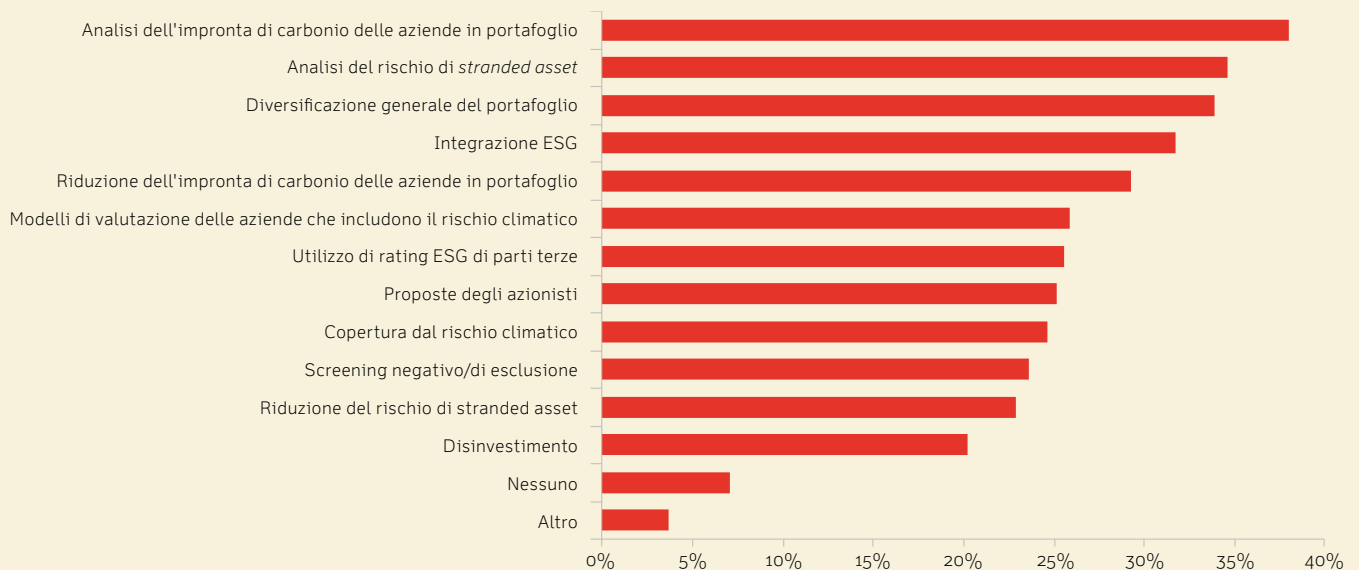
I dati riportati nella sezione precedente, soprattutto quelli relativi all'engagement, sono incoraggianti: gli investitori istituzionali hanno il potenziale per affrontare positivamente le questioni legate all'ESG nel processo di investimento, sia per generare valore finanziario sia per aiutare la società. Questa sezione evidenzia alcune sfide per gli investimenti ESG, con l'obiettivo di individuare i modi per migliorarne ulteriormente l'efficacia.

Gestione del rischio ESG

I rischi climatici costituiscono *il* principale rischio ESG che gli investitori devono affrontare, quindi ci si aspetterebbe che essi ricevano la massima attenzione. Ma purtroppo non è ancora

così. Come illustrato nella Figura 3, sono troppo pochi gli investitori istituzionali che affrontano i rischi climatici nei loro processi di investimento. Tra i principali responsabili delle decisioni di 439 investitori istituzionali intervistati da Krueger et al. (2020),⁹⁾ solo il 38% analizza le impronte di carbonio delle aziende, solo il 35% identifica i rischi di *stranded asset* (attivi non recuperabili), solo il 29% riduce le impronte di carbonio delle aziende in portafoglio e solo il 25% si copre dai rischi climatici. Un'indagine simile, volta a chiedere agli investitori istituzionali se affrontino i rischi di mercato, di tasso d'interesse o di credito, in confronto, probabilmente darebbe quasi il 100% di risposte positive.

Figura 3: Percentuale di investitori istituzionali che includono i rischi climatici nel processo di investimento



Nota: Questa figura mostra la percentuale di investitori istituzionali che negli ultimi cinque anni hanno adottato un determinato approccio per includere i rischi climatici nel loro processo di investimento. Le risposte non si escludono a vicenda. I risultati sono classificati in base alla loro frequenza relativa.

Fonte: Krueger et al. (2020).

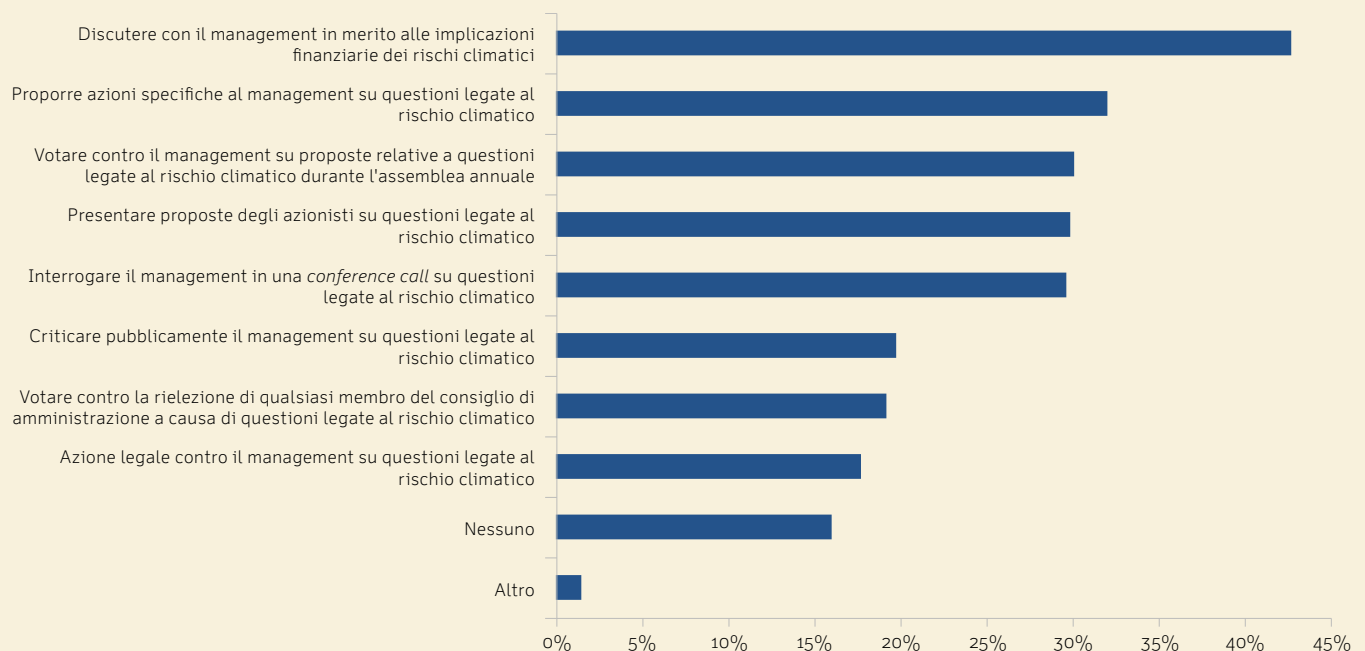
9) Le persone intervistate occupano posizioni che hanno una visione dei processi decisionali e dei rischi di investimento, tra cui Chief Investment Officers (CIO), esperti ESG e gestori di fondi. Il campione comprende 48 intervistati provenienti da istituzioni che hanno ciascuna oltre 100 miliardi di dollari di asset in gestione.

Una conclusione simile emerge dalla Figura 4, che si concentra più specificamente sull'engagement. La figura mostra che solo il 43% degli investitori istituzionali intervistati da Krueger et al. (2020) ha discusso le questioni legate al clima con le aziende in portafoglio e solo il 30% ha votato contro un'azienda per questioni legate al clima durante l'assemblea annuale. Le cifre sono ancora più basse se si considerano azioni più autoritarie, come votare contro la rielezione di un amministratore per motivi legati al rischio climatico. Nel complesso, le cifre che riportiamo sono probabilmente influenzate dagli investitori istituzionali che considerano importanti i rischi climatici e sono proattivi, rispetto agli investitori medi.

I dati evidenziano inoltre che non è ancora emerso un approccio dominante per affrontare i rischi climatici, la qual cosa indica che non è ancora chiaro come gestire questi rischi in modo

efficace. Le cifre riportate risalgono a qualche anno fa e da allora sono stati fatti dei progressi, con un numero sempre maggiore di istituzioni che affrontano attivamente i rischi climatici. Tuttavia, c'è ancora molto da fare, soprattutto tra gli investitori istituzionali più piccoli. Per loro le coalizioni di investitori possono fornire una piattaforma efficace con la quale possono influenzare congiuntamente le aziende in portafoglio; in alternativa, gli investitori più piccoli possono affidare l'engagement ad agenti specializzati. Un'ulteriore sfida è rappresentata dal fatto che i quadri normativi per gli investitori istituzionali si concentrano per lo più sui requisiti di divulgazione, piuttosto che sullo specificare gli obiettivi o sul facilitare le azioni per rendere conto dei rischi climatici (per esempio, per quanto riguarda l'engagement degli azionisti). Questa ambiguità può lasciare gli investitori incerti su come integrare efficacemente i rischi climatici nelle loro strategie di investimento.

Figura 4: Percentuale di investitori istituzionali che si impegnano direttamente su questioni legate al clima con le aziende in portafoglio



Nota: Questa figura riporta la percentuale di intervistati che hanno adottato un particolare approccio di engagement diretto su questioni legate al rischio climatico negli ultimi cinque anni. Le risposte non si escludono a vicenda. I risultati sono classificati in base alla loro frequenza relativa.

Fonte: Krueger et al. (2020).

Coalizioni di investitori in ambito ESG

Come già menzionato, alcuni investitori istituzionali hanno creato coalizioni per affrontare collettivamente le questioni ESG con le loro aziende in portafoglio. Queste iniziative sono motivate dal maggiore effetto leva e dal più alto potenziale di minaccia che si può ottenere quando queste reti raggiungono le aziende in portafoglio per conto di molti investitori sostenitori. Un ulteriore vantaggio è che le coalizioni riducono i costi di raccolta delle informazioni e i problemi di *free-rider*.

Per esempio, Climate Action 100+ è un'iniziativa guidata dagli investitori che affronta i rischi climatici impegnandosi con 170 aziende responsabili di circa l'80% delle emissioni industriali di carbonio. I tre obiettivi di questa iniziativa, per quanto riguarda i target di engagement, sono: (i) ridurre le emissioni di carbonio in linea con l'Accordo di Parigi; (ii) rendere effettivo un quadro di *governance* che preveda la responsabilità e la supervisione dei rischi climatici da parte del consiglio di amministrazione; e (iii) migliorare la divulgazione, in linea con le raccomandazioni della *Task Force on Climate-related Financial Disclosures* (TCFD) (Climate Action 100+, 2024).

Sebbene le iniziative degli investitori abbiano un grande potenziale, devono anche affrontare delle sfide. Da un lato, tali piattaforme sono minacciate dal punto di vista legale, a causa dei timori di agire in concorso o di violare le norme *antitrust*. Inoltre, in molte giurisdizioni, le norme regolamentari sono ambigue o non facilitano un engagement coordinato. Dall'altro, alcuni grandi investitori hanno recentemente annunciato il ritiro totale o parziale da alcune coalizioni, minando eventualmente la loro credibilità ed efficacia.

Fornitori di dati ESG

La maggior parte degli investitori istituzionali non ha il tempo, le competenze o le risorse per costruire rating ESG o climatici per un ampio gruppo di aziende in portafoglio. Pertanto, si affidano a fornitori di dati ("agenzie di rating ESG") per far valutare la performance ESG di queste aziende. Come nel caso delle agenzie di rating del credito, gli investitori si trovano chiaramente meglio con le agenzie di rating ESG che non senza di esse. Tuttavia, alcuni dati emergenti meritano attenzione.

L'Autorità tedesca di controllo dei servizi finanziari (*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht – BaFin*) ha recentemente condotto un sondaggio tra gli investitori istituzionali per capire come utilizzano i rating ESG nel processo di investimento nonché le loro preoccupazioni nell'utilizzo di questi dati (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, 2024). Lo studio fornisce tre risultati significativi, che probabilmente si estendono anche al di fuori della Germania: (i) l'83% delle istituzioni intervistate si avvale di fornitori di dati ESG esterni, la maggior parte dei quali utilizza MSCI, seguito da ISS¹⁰; (ii) solo il 38% delle istituzioni intervistate ritiene che la qualità dei dati ESG acquistati sia "elevata"; e (iii) solo il 18% ritiene che il costo dei prodotti di dati ottenuti sia adeguato.

Apparentemente preoccupata per l'uso lassista e l'eccessivo affidamento sui dati ESG esterni da parte degli investitori istituzionali, la BaFin conclude che cercherà di definire degli standard minimi, a livello europeo, che gli investitori devono rispettare quando raccolgono e utilizzano i dati ESG.¹¹ Inoltre, la Commissione europea ha recentemente pubblicato delle proposte per la regolamentazione delle agenzie di rating ESG (European Commission, 2023). Le proposte prevedono, tra l'altro, che le agenzie di rating ESG debbano rivolgersi alla Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) per essere autorizzate, che debbano aderire alle regole per evitare i conflitti di interesse e che debbano aumentare la trasparenza (per esempio, rendere nota la loro metodologia di rating) (European Securities and Markets Authority, 2023).

10) Questi risultati sono coerenti con altri studi che indicano che MSCI e ISS, insieme a Sustainalytics, sono emersi come leader di mercato (Opimas, 2020).

11) Alcuni Paesi, come la Svizzera, hanno già dei requisiti per cui gli investitori devono verificare e controllare i dati ESG che utilizzano. Alcuni di questi requisiti si basano sull'autoregolamentazione.

6. Conclusioni

Come abbiamo dimostrato in questa nota, le critiche agli investimenti ESG derivano in gran parte da un'incomprensione dei loro obiettivi e da una scarsa conoscenza di come possano creare valore finanziario per gli investitori. I rischi ESG costituiscono rischi di investimento finanziariamente rilevanti che tutti gli investitori istituzionali devono affrontare nel processo di investimento.

Affrontando attivamente questi rischi con le aziende in portafoglio, gli investitori istituzionali possono sia creare valore finanziario sia contribuire alla società, aiutando ad affrontare alcune delle grandi sfide del nostro tempo. Questo ruolo è scevro da qualsiasi giudizio morale o di valore sugli investimenti

ESG. Dimostriamo inoltre che affrontare attivamente i rischi ESG attraverso l'engagement degli azionisti è particolarmente promettente. Se da un lato crea valore finanziario riducendo il rischio di investimento, dall'altro porta a risultati sociali positivi, per esempio, se l'engagement mira a ridurre le emissioni di un'azienda o il suo impatto negativo sulla biodiversità.

Come autori di questa Nota, ci auguriamo che gli investitori comprendano sempre più dove e perché l'ESG può creare valore finanziario, promuovendo così il valore sociale che il settore finanziario può fornire. In questo modo, la finanza può contribuire a un futuro più sostenibile.



Bibliografia

- Aswani, J., Raghunandan, A., & Rajgopal, S. (2024). Are carbon emissions associated with stock returns? *Review of Finance*, 28(1), 75–106. <https://doi.org/10.1093/rof/rfado13>
- Atilgan, Y., Demirtas, K. O., Edmans, A., & Gunaydin, D. A. (2023). *Does the carbon premium reflect risk or mispricing?* European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4573622>
- Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. (2024). *BaFin Marktstudie – Durchführung einer Marktstudie zur Erhebung von und Umgang mit ESG-Daten und ESG-Ratingverfahren durch Kapitalverwaltungsgesellschaften* [Market Study]. https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/dl_ESG-Studie_PDF_20240214.html
- Becht, M., Pajuste, A., & Toniolo, A. (2023). *Voice through divestment*. European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4386469>
- Berk, J., & van Binsbergen, J. H. (2021). *The impact of impact investing*. Stanford University Graduate School of Business Research Paper. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3909166>
- Bolton, P., & Kacperczyk, M. (2021). Do investors care about carbon risk? *Journal of Financial Economics*, 142(2), 517–549. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.05.008>
- Busch, T., Bruce-Clark, P., Derwall, J., Eccles, R., Hebb, T., Hoepner, A., Klein, C., Krueger, P., Paetzold, F., Scholtens, B., & Weber, O. (2021). Impact investments: a call for (re)orientation. *SN Business & Economics*, 1(33). <https://doi.org/10.1007/s43546-020-00033-6>
- Climate Action 100+. (2024). *Climate Action 100+ reaction to recent departures* [Press Release]. <https://www.climateaction100.org/news/climate-action-100-reaction-to-recent-departures/>
- Edmans, A. (2011). Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices. *Journal of Financial Economics*, 101(9), 621–640. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.03.021>
- European Commission. (2023). *Communication of the European Commission on proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on the transparency and integrity of environmental, social and governance (ESG) rating activities* [Explanatory Memorandum]. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=COM:2023:0314:FIN>
- European Securities and Markets Authority. (2023). *Investment services and fund management* [News Release]. <https://www.esma.europa.eu/esmas-activities/sustainable-finance/investment-services-and-fund-management>
- Garel, A., Romec, A., Sautner, Z., & Wagner, A. F. (2024). Do investors care about biodiversity? *Review of Finance*, forthcoming. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4398110>
- Hoepner, A. G. F., Oikonomou, I., Sautner, Z., Starks, L. T., & Zhou, X. Y. (2024). ESG shareholder engagement and downside risk. *Review of Finance*, 28(2), 483–510. <https://doi.org/10.1093/rof/rfado34>
- Ilhan, E., Krueger, P., Sautner, Z., & Starks, L. T. (2023). Climate risk disclosure and institutional investors. *Review of Financial Studies*, 36(7), 2617–2650. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhda002>
- Ilhan, E., Sautner, Z., & Vilkov, G. (2021). Carbon tail risk. *Review of Financial Studies*, 34(3), 1540–1571. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhaa071>
- Krueger, P., Sautner, Z., & Starks, L. T. (2020). The importance of climate risks for institutional investors. *Review of Financial Studies*, 33(3), 1067–1111. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhz137>
- Lowry, M., Wang, P., & Wei, K. D. (2024). *Are all ESG funds created equal? Only some funds are committed*. European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4104700>
- Musk, E. [@elonmusk]. (2022, May 18). *ESG is a scam. It has been weaponized by phony social justice warriors*. [Post]. Twitter. <https://twitter.com/elonmusk/status/1526958110023245829>
- Opimas. (2020). *ESG data market: No stopping its rise now* [Report]. <https://www.opimas.com/research/547/detail/>
- Starks, L. T. (2023). Presidential address: Sustainable finance and ESG issues—Value versus values. *Journal of Finance*, 78(4), 1837–1872. <https://doi.org/10.1111/jofi.13255>
- Stroebel, J., & Wurgler, J. (2021). What do you think about climate finance? *Journal of Financial Economics*, 142(2), 487–498. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.08.004>
- Swiss Sustainable Finance. (2023). *Swiss sustainable investment market study 2023* [Report]. https://marketstudy2023.sustainablefinance.ch/wp-content/uploads/2023/06/SSF_2023_MarketStudy.pdf
- Zürcher Kantonalbank. (2024). *How we integrate ESG into investment decisions* [Report]. <https://www.zkb.ch/en/home/asset-management/sustainability/esg-integration.html>

Swiss Finance Institute

Con il sostegno dei suoi fondatori – il settore bancario svizzero, la Confederazione svizzera e le principali università svizzere – lo Swiss Finance Institute (SFI) promuove in modo competitivo la ricerca e l'insegnamento di prim'ordine in ambito bancario e finanziario in Svizzera. Unendo l'eccellenza accademica all'esperienza pratica, l'SFI contribuisce al potenziamento della piazza finanziaria svizzera.

Editori et contact

Dr. Cyril Pasche
Senior Director Publications and Topic Development
+41 22 379 88 25
cyril.pasche@sfi.ch

swiss:finance:institute

Walchestr. 9, CH-8006 Zurich, T +41 44 254 30 80
info@sfi.ch, www.sfi.ch

