



**Key Findings** | CROSS ASSET Investment Strategy

# Gli investimenti ESG e il processo di definizione del prezzo degli asset azionari: i principali risultati

La fiducia  
va meritata

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

Materiale riservato unicamente agli investitori professionali

---

## Gli investimenti responsabili e la performance: i risultati del nostro studio del 2018

---

L'universo degli investimenti responsabili si sta evolvendo con grandissima rapidità perché sempre più investitori integrano i criteri ESG nei loro processi e nuove iniziative rimodellano il quadro degli investimenti, con le autorità di regolamentazione che intervengono sempre più di frequente per cementare il ruolo dei criteri ambientali, sociali e di governance. In un breve lasso di tempo, gli ESG sono passati dall'essere dei criteri "nice to have" a dei criteri "must have".

Tra gli impegni chiave di Amundi e tra i cardini della sua filosofia vi è quello di essere un'istituzione finanziaria che agisce in modo responsabile. Questo impegno si riflette nei processi d'investimento responsabile e trova espressione nella gamma di soluzioni messe a punto per gli investitori.

Per offrire ai clienti il miglior servizio possibile in un contesto in rapida evoluzione è indispensabile conoscere in modo approfondito i diversi aspetti degli investimenti ESG, ed è per questo che essi hanno un'importanza prioritaria per i team di ricerca di Amundi. Nel 2018 abbiamo pubblicato uno dei primissimi documenti sull'impatto degli investimenti ESG sul pricing degli asset nei mercati azionari nel periodo 2010-2017.

Sono emerse le seguenti evidenze:

(i) tra il 2010 e il 2013 gli investimenti ESG hanno

penalizzato gli investitori sia passivi che attivi.

(ii) tra il 2014 e il 2017, gli investimenti ESG sono stati invece una fonte di sovraperformance sia in Europa, sia in Nord America, al punto da diventare una strategia beta nel Vecchio Continente.

(iii) da notare in particolare le ottime performance del fattore ambientale in Nord America e del fattore governance nella zona Euro.

Vista la rapidità con la quale i criteri ESG stanno ridefinendo l'universo degli investimenti, abbiamo deciso di aggiornare i nostri risultati con i dati relativi al periodo gennaio 2018-giugno 2019; hanno trovato conferma molti dei risultati del periodo precedente, ma sono emersi alcuni nuovi trend interessanti che riflettono la crescente complessità e diversità degli investimenti responsabili.



*“In qualità di investitori responsabili, monitoriamo continuamente le dinamiche di investimento ESG in modo da assicurarci di essere sempre all'avanguardia in questo settore. I risultati ottenuti dimostrano infatti che il processo d'investimento in ottica ESG è complesso ma dà anche grandi soddisfazioni.”*

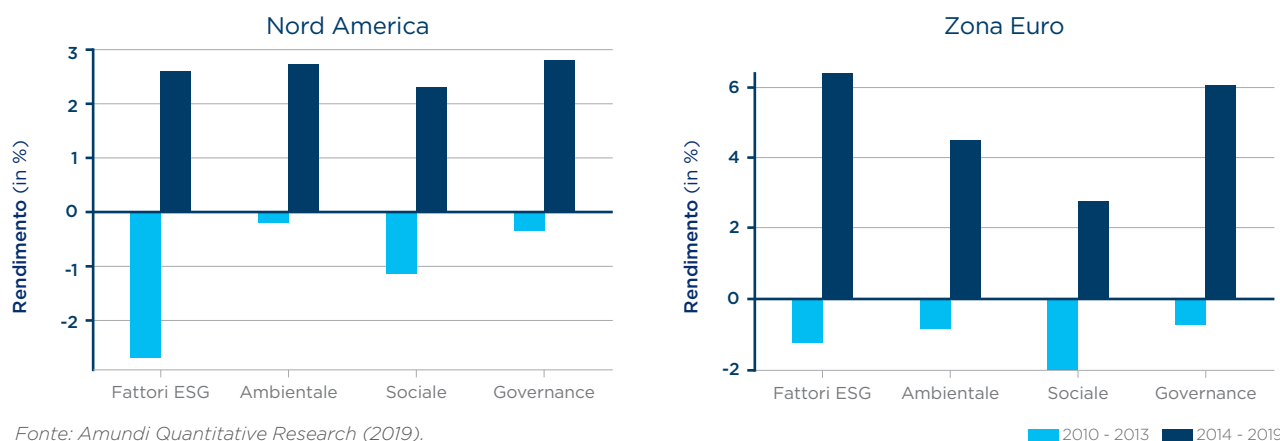
Vincent Mortier, Group Deputy CIO

---

## La svolta del 2014

Se prendiamo in considerazione una strategia long-short con azioni “best-class” e “worst-in-class” tra il 2010 e il 2013, vediamo che i rendimenti degli investimenti ESG in Nord America e nella zona Euro sono stati negativi per ogni categoria, mentre sono stati positivi tra il 2014 e il 2019. Notiamo inoltre che c'è stata una maggiore generazione di alpha nella zona Euro rispetto al Nord America.

**Fig. 1: Rendimenti annualizzati dei portafogli “best-in-class” rispetto ai portafogli “worst-in-class” (strategia long/short).**



Fonte: Amundi Quantitative Research (2019).

Come si può spiegare questa svolta? C'è stata una massiccia mobilitazione degli investitori istituzionali riguardo agli investimenti ESG e ciò ha avuto un impatto sul meccanismo di domanda/offerta, con inevitabili ripercussioni sui prezzi delle azioni. Anche se tale fenomeno riguarda più gli investitori europei che quelli americani, anche le azioni del Nord America hanno beneficiato della crescita della domanda per via della forte esposizione di alcuni investitori istituzionali europei al Nord America.

## Gli investimenti ESG negli ultimi anni: il divario transatlantico

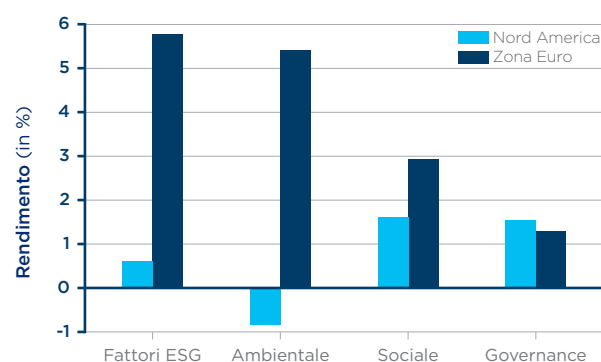
Il periodo 2018-2019 non sembra essere una fase a sé stante, bensì in continuità con il periodo 2014-2017. Infatti, se integriamo il 2018-2019 nell'analisi precedente vediamo che i rendimenti rimangono positivi nelle due regioni, fatta eccezione per il fattore ambientale che ha registrato una performance negativa in Nord America. Tuttavia, il divario tra il Nord America e la zona Euro si è ampliato.

La massiccia mobilitazione degli investitori istituzionali, soprattutto in Europa, non sempre è garanzia di successo.

Infatti gli investimenti sostenibili si collocano al crocevia tra il mondo degli investimenti e le decisioni politiche. Gli investitori incidono sulla domanda e sull'offerta dei titoli, ma i governi possono modificare i risultati finanziari regolamentando i settori relativi agli investimenti ESG. Di conseguenza, il ritiro degli USA dall'Accordo di Parigi sul clima potrebbe aver influenzato l'asset pricing regionale del fattore ambientale.

Inoltre, manca finora all'appello la mobilitazione massiccia degli investitori istituzionali americani. Anche se Europa ed America hanno beneficiato della svolta del 2014, alla luce degli ultimissimi sviluppi ci sembra di poter dire che nell'area degli investimenti sostenibili si stia delineando un divario transatlantico.

**Fig. 3: rendimenti annualizzati dei portafogli “best-in-class” rispetto ai portafogli “worst-in-class” (strategie long-short) nel 2018-2019**



Fonte: Amundi Quantitative Research (2019).

---

## Riflettori puntati sul fattore S

---

Mentre tra il 2010 e il 2017 l'integrazione del fattore sociale è stata inferiore a quella del fattore ambientale e del fattore della governance, dal 2018 in poi ha fatto la parte del leone. Ad esempio, un portafoglio con una posizione lunga sul 20% dei titoli azionari "best-in-class" e di una posizione corta sul 20% delle azioni "worst-in-class" avrebbe generato un rendimento annualizzato del 2,9% nella zona Euro e dell'1,6% in Nord America. Analogamente, l'ottimizzazione degli indici MSCI ponderati per la capitalizzazione di mercato avrebbe creato un extra-rendimento rispettivamente di 60 e 40 pb nell'UME e in Nord America a fronte di un tracking error di 50 pb. Al momento possiamo solo fare delle ipotesi sul perché la componente sociale stia avendo un tale successo, ma potrebbe aver beneficiato del modo in cui viene presentata e dell'interesse suscitato tra gli investitori sostenibili che stanno esplorando le ultimissime frontiere degli ESG.

---

## Investimenti ESG: sempre più complessi

---

**Sarebbe sbagliato credere che gli investimenti ESG stiano seguendo una traiettoria univoca. Stanno infatti diventando più complessi perché sono prodotti più maturi e perché vengono inclusi in portafoglio da tipologie diverse di investitori.**

In primo luogo notiamo trend divergenti per aree geografiche; se in Europa attori e regolatori stanno procedendo a tutto gas, in America l'entusiasmo per gli investimenti ESG è decisamente tiepido. In secondo luogo, mentre negli ultimi cinque anni l'agenda degli investimenti responsabili è stata dominata dal tema del cambiamento climatico, ora si stanno affacciando rapidamente nuovi temi, tra i quali le questioni sociali. Stiamo quindi assistendo a dei cicli, a conferma che non appena il mercato incorpora nei prezzi in misura crescente alcuni criteri ESG, questi smettono di sovraperformare e vengono sostituiti da altri criteri non ancora pienamente espressi nei prezzi. I risultati passati non sono indicativi di quelli futuri e ciò vale anche per l'universo degli investimenti responsabili. Pertanto è importante individuare il processo di scoperta del prezzo "adattivo" basato sulle retroazioni del mercato così da catturare il valore offerto dall'inclusione dei criteri ESG. Infine, gli investimenti ESG non si limitano

a escludere le azioni "worst-in-class". Lo screening ESG viene ormai applicato all'intero processo della selezione titoli. In particolare, abbiamo notato che la correlazione sempre più stringente tra la classifica degli ESG e la performance non sempre è corretta, e che anche le azioni "second-to-worst in class" possono dare delle soddisfazioni. Pensiamo che la performance apparentemente anomala di queste ultime sia dovuta alla presenza di strategie previsionali, con alcuni investitori che scommettono sulle società in via di miglioramento invece che sulle società già ben classificate. L'emergere di strategie momentum ESG e lo spostamento in direzione di una view dinamica dei rating rappresentano uno sviluppo positivo perché la crescente complessità dell'integrazione dei criteri ESG potrebbe indurre gli investitori sostenibili a comprendere meglio le tematiche di fondo e ad andare oltre una visione binaria delle aziende, del tipo "tutto bianco o tutto nero".



*“In alcune aree, agli approcci “best-in-class” e “worst-in-class” vengono ancora applicati i fondamentali tradizionali dei criteri ESG. Tuttavia, gli investitori ESG hanno incluso anche gli approcci dinamici per ottenere del valore aggiunto. L’inclusione dei criteri ESG è quindi diventata più complessa e diversificata”*

Thierry Roncalli, Head of Quantitative Research

---

1. Azioni second-to-worst in class: Questa ricerca suddivide le azioni in cinque quintili in base al loro punteggio ESG. Quelle della categoria worst-in-class - o nel quinto quintile, sono il 20% con il punteggio ESG più basso. Le azioni second-to-worst in class sono quelle nel quarto quintile.

---

# Risultati chiave

---

*Utilizzando gli stessi metodi della nostra precedente ricerca, abbiamo esaminato il periodo da gennaio 2018 a giugno 2019, scoprendo alcuni nuovi trend interessanti rispetto al periodo 2014-2017. Alcuni di questi trend erano prevedibili, mentre altri sono decisamente più sorprendenti.*

## 1 Il divario transatlantico

Dopo otto anni di sviluppo parallelo, a partire dal 2018 gli investimenti ESG tra Nord America e zona Euro hanno iniziato a evidenziare un trend divergente. Nel Nord America abbiamo riscontrato una diminuzione nella generazione di alpha in tutte le dimensioni e persino una perdita nell'ambito del fattore ambientale, mentre nella zona Euro è ancora in atto la medesima dinamica positiva e c'è stata una sovraperformance del fattore ambientale e del fattore sociale. Notiamo un rallentamento del fattore governance, ma è naturale visto che nell'ultimo periodo è stato il fattore più dinamico.

## 2 Passaggio da un approccio statico a un approccio dinamico

Notiamo un nuovo sviluppo nell'inclusione degli investimenti ESG, con risultati sorprendenti per alcuni dei fattori. Il penultimo quintile dei nostri portafogli (con i punteggi ESG nel quarto quintile) ha messo a segno un'eccellente performance, a riprova che dietro agli investimenti ESG c'è ben di più di un approccio lineare. Secondo noi un simile risultato è dovuto al passaggio alle strategie previsionali, con gli investitori che stanno scommettendo sia sulle società in via di miglioramento, sia su quelle che sono già ben classificate. Ciò significa che gli investitori ESG sono andati oltre le politiche di esclusione delle azioni "worst-in-class" o di selezione delle azioni "best-in-class" e che hanno implementato strategie più attive integrando un approccio dinamico ai punteggi ESG.

## 3 Strategie passive: diversi approcci, diverse sfide

Le tradizionali strategie passive ESG basate sull'esclusione continuano a sovraperformare. Per i portafogli ottimizzati secondo specifiche tematiche ESG, lo studio evidenzia delle discrepanze con una complessiva diminuzione dell'extrarendimento. Ciò nonostante, i portafogli che mostrano un tracking error inferiore a 50 pb - il risk budget più comunemente accettato dagli investitori istituzionali - continuano a mostrare risultati positivi.

## 4 Fattore sociale: da fanalino di coda a leader

Dal 2014 al 2017 abbiamo notato che l'integrazione della componente "S" era quella che lasciava maggiormente a desiderare e quella più in ritardo rispetto alle altre componenti. Adesso la situazione è mutata: nel 2018-2019 c'è stata un'ottima performance degli investimenti sia attivi, sia passivi, probabilmente grazie alla maggior sensibilità degli investitori per i temi sociali come quello delle crescenti diseguaglianze.

## 5 Tutto tranquillo sul fronte dei fattori

Infine, la nostra analisi dei fattori è invariata: l'approccio ESG rimane una strategia alpha nel Nord America, mentre nella zona Euro è il fattore che spiega meglio i rendimenti azionari. Anche se l'approccio ESG offre alcune informazioni nel Nord America, presenta comunque pochi benefici in termine di diversificazione in un contesto multi-fattoriale, mentre nella zona Euro migliora la diversificazione in un portafoglio già ben diversificato.

## Avvertenze

Nell'Unione Europea, questo documento è rivolto ai soli investitori "professionali", come definiti nella Direttiva 2004/39/CE del 21 aprile 2004 relativa ai mercati degli strumenti finanziari ("MiFID"), ai prestatori di servizi di investimento e di qualsiasi altro professionista del settore finanziario, e se del caso in ogni regolamentazione locale e, per quanto riguarda l'offerta in Svizzera, un "investitore qualificato" ai sensi delle disposizioni della legge svizzera sugli investimenti collettivi del 23 giugno 2006 (CISA), dell'ordinanza svizzera sugli investimenti collettivi del 22 novembre 2006 (CISO) e della circolare FINMA 08/08 sulla pubblicità ai sensi della legislazione sugli investimenti collettivi del 20 novembre 2008. In nessun caso questo materiale può essere distribuito nell'Unione Europea a investitori non "professionali", come definiti nella MiFID o in ogni regolamentazione locale, o in Svizzera a investitori che non rispettino la definizione di "investitori qualificati", come definiti nella legislazione applicabile e la regolamentazione. Il presente documento non è rivolto ai cittadini o residenti degli Stati Uniti d'America o a qualsiasi «U.S. Person» come definita nel SEC Regulation S ai sensi del US Securities Act of 1933. Il presente documento non costituisce un'offerta di acquisto o una sollecitazione a vendere un prodotto, e non deve essere considerato come una sollecitazione illegittima o una consulenza d'investimento. Amundi SGR declina ogni responsabilità, diretta o indiretta, che possa derivare dall'uso delle informazioni contenute in questo materiale. Amundi non può in alcun modo essere ritenuta responsabile per qualsiasi decisione o investimento effettuati sulla base delle informazioni contenute in questo materiale. Le informazioni contenute in questo documento sono divulgate su base confidenziale e non possono essere copiate, riprodotte, modificate, tradotte o distribuite senza la previa autorizzazione scritta di Amundi, a qualsiasi terza persona o entità in qualsiasi paese o giurisdizione che potrebbe sottoporre Amundi o uno qualsiasi dei "Fondi" a requisiti di iscrizione all'interno di suddette giurisdizioni o dove potrebbe essere considerato illegittimo. Di conseguenza, questo materiale è destinato alla distribuzione solo in giurisdizioni ove permesso e alle persone che possano riceverlo senza violare requisiti di legge o regolamentari applicabili. Le informazioni contenute in questo documento sono ritenute accurate alla data di pubblicazione. 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.