



**POLITECNICO
DI MILANO**

SRI & VALORE

ASPETTI TEORICI ED EVIDENZE EMPIRICHE

MARCO GIORGINO

Professore Ordinario di Finanza Aziendale
Politecnico di Milano e MIP, School of Management

6 Novembre 2013

AGENDA



UN PO' DI STORIA...

RESPONSIBLE INVESTMENT

- Overview
- Stato dell'Arte
- Selezione del Portafoglio
- Principali Categorie
- Principles for Responsible Investment

SRI & VALORE

- Aspetti Teorici
- Evidenze Empiriche

PRINCIPALI CONCLUSIONI

AGENDA



UN PO' DI STORIA...

RESPONSIBLE INVESTMENT

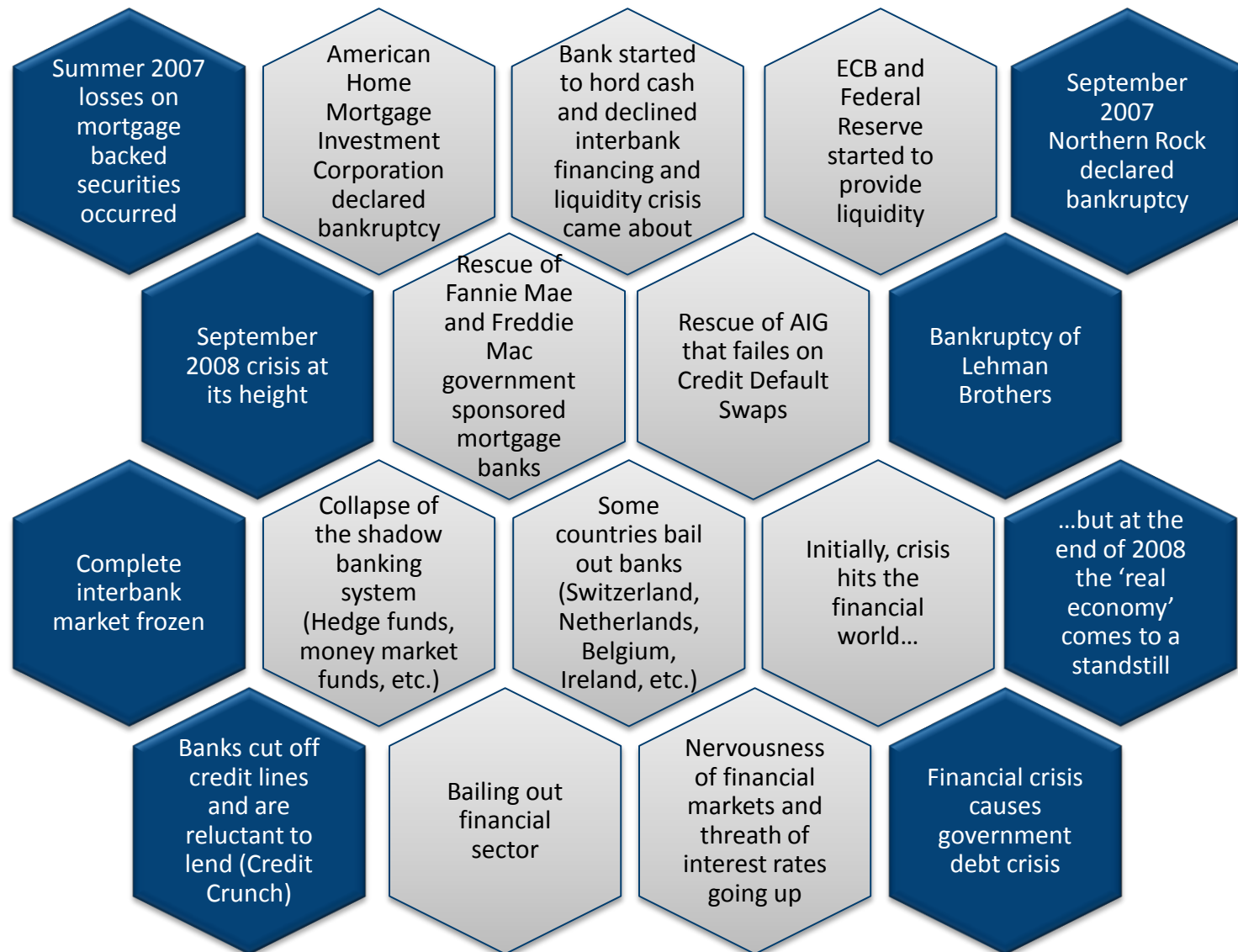
- Overview
- Stato dell'Arte
- Selezione del Portafoglio
- Principali Categorie
- Principles for Responsible Investment

SRI & VALORE

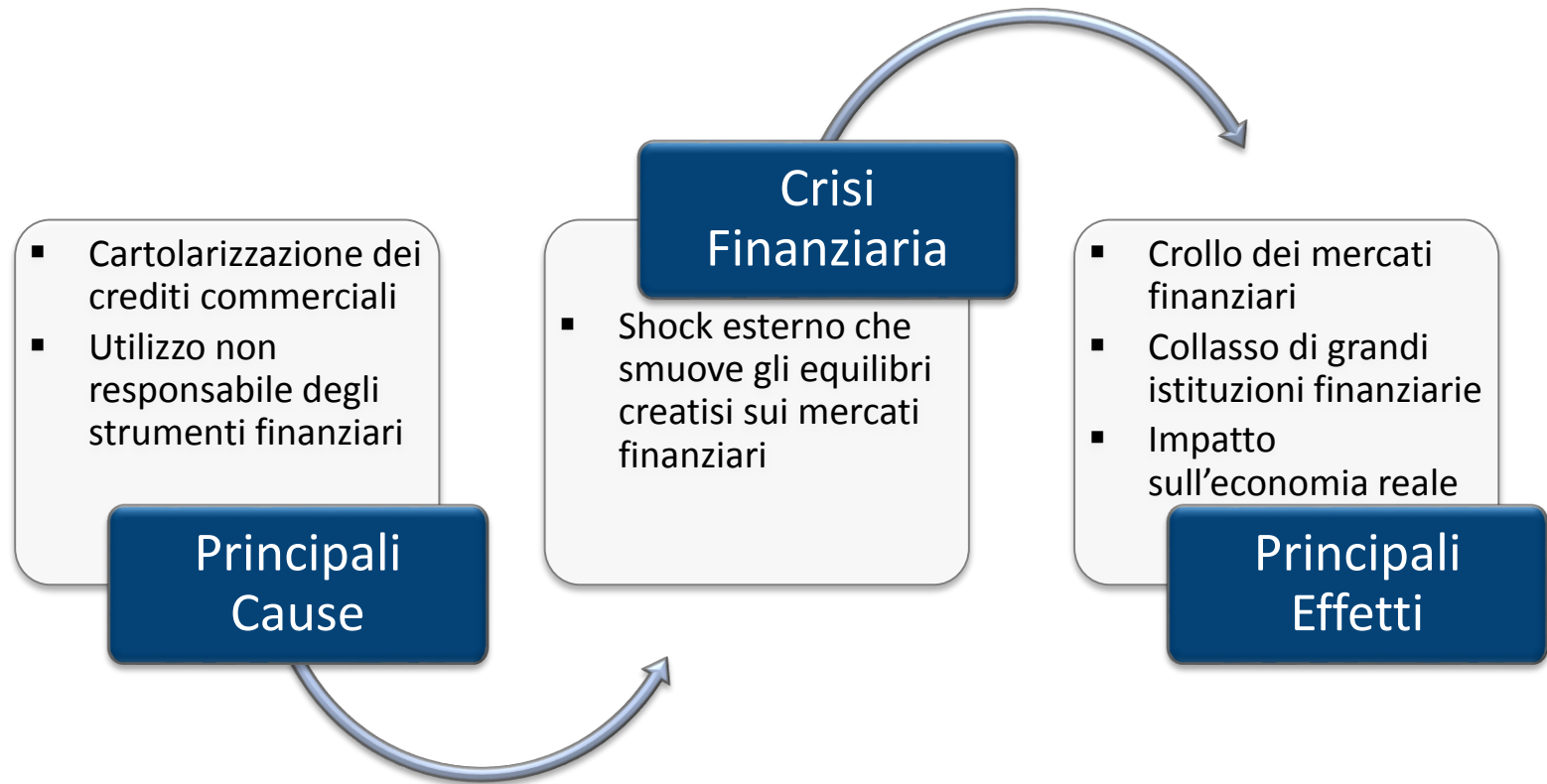
- Aspetti Teorici
- Evidenze Empiriche

PRINCIPALI CONCLUSIONI

UN PO' DI STORIA...



UN PO' DI STORIA...



Lo shock esterno può essere considerato un fattore abilitante del cambiamento che si concretizza nel fenomeno noto come

Responsible Investment (RI)

AGENDA



UN PO' DI STORIA...

RESPONSIBLE INVESTMENT

- Overview
- Stato dell'Arte
- Selezione del Portafoglio
- Principali Categorie
- Principles for Responsible Investment

SRI & VALORE

- Aspetti Teorici
- Evidenze Empiriche

PRINCIPALI CONCLUSIONI

RESPONSIBLE INVESTMENT

OVERVIEW



- È possibile definire il RI come una serie di considerazioni all'interno del processo di investimento concernenti gli attuali temi
 - **Ambientali**
 - **Sociali**
 - di **Governance**
- Il principale obiettivo delle pratiche di RI è allocare il capitale allineando sia gli interessi di breve sia di lungo periodo degli investitori
- Le condizioni necessarie per mettere in atto pratiche di RI sono
 - Assumere una prospettiva non miope
 - Valutare attentamente e in maniera completa i rischi e le opportunità



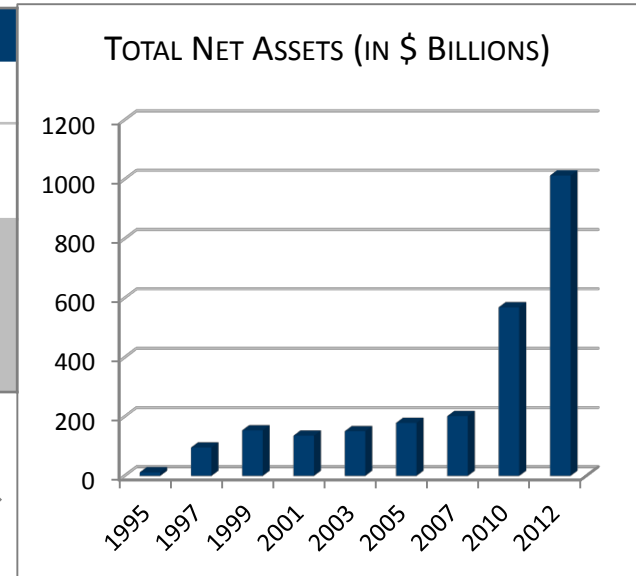
Il **Responsible Investment** è un processo che dovrebbe essere costruito *ad hoc* per la strategia di investimento di una determinata organizzazione

RESPONSIBLE INVESTMENT

STATO DELL'ARTE



FONDI DI INVESTIMENTO CHE CONSIDERANO I FATTORI ESG 1995-2012									
Anno	1995	1997	1999	2001	2003	2005	2007	2010	2012
Numero di Fondi	55	144	168	181	200	201	260	493	720
Total Net Assets (in \$ Billions)	12	96	154	136	151	179	202	569	1,013



- Mercato del RI in USA nel 2012
 - \$ **3.74 trillion in assets under management**
 - \$3.31 trillion in asset under management
- **443 institutional investors**
 - **272 money managers**




Gli investitori hanno selezionato il portafoglio adottando i criteri ESG

US SIF, 2012

RESPONSIBLE INVESTMENT

SELEZIONE DEL PORTAFOGLIO



- Il criterio di composizione del portafoglio di investimento è storicamente associato al criterio **ESG Exclusion**. L'applicazione di questo criterio
 - Si basa sull'esclusione dal portafoglio dei titoli che hanno un peggior rating basato sui fattori ESG
 - Può essere una fonte di inefficienza nel raggiungimento di performance di breve periodo e disincentivare gli investitori
- 
- Esistono altri criteri di costruzione del portafoglio al fine di migliorare la performance finanziaria
 - **ESG Tilt**
 - L'applicazione di questo criterio non prevede l'esclusione dei titoli dal portafoglio ma attribuisce un peso maggiore/minore ai titoli con un miglior/peggiore rating basato sui fattori ESG
 - **ESG Momentum**
 - Questo criterio si basa sui cambiamenti del rating basato sui fattori ESG. Un peso maggiore/minore viene attribuito ai titoli che registrano un costante miglioramento/peggiore rating

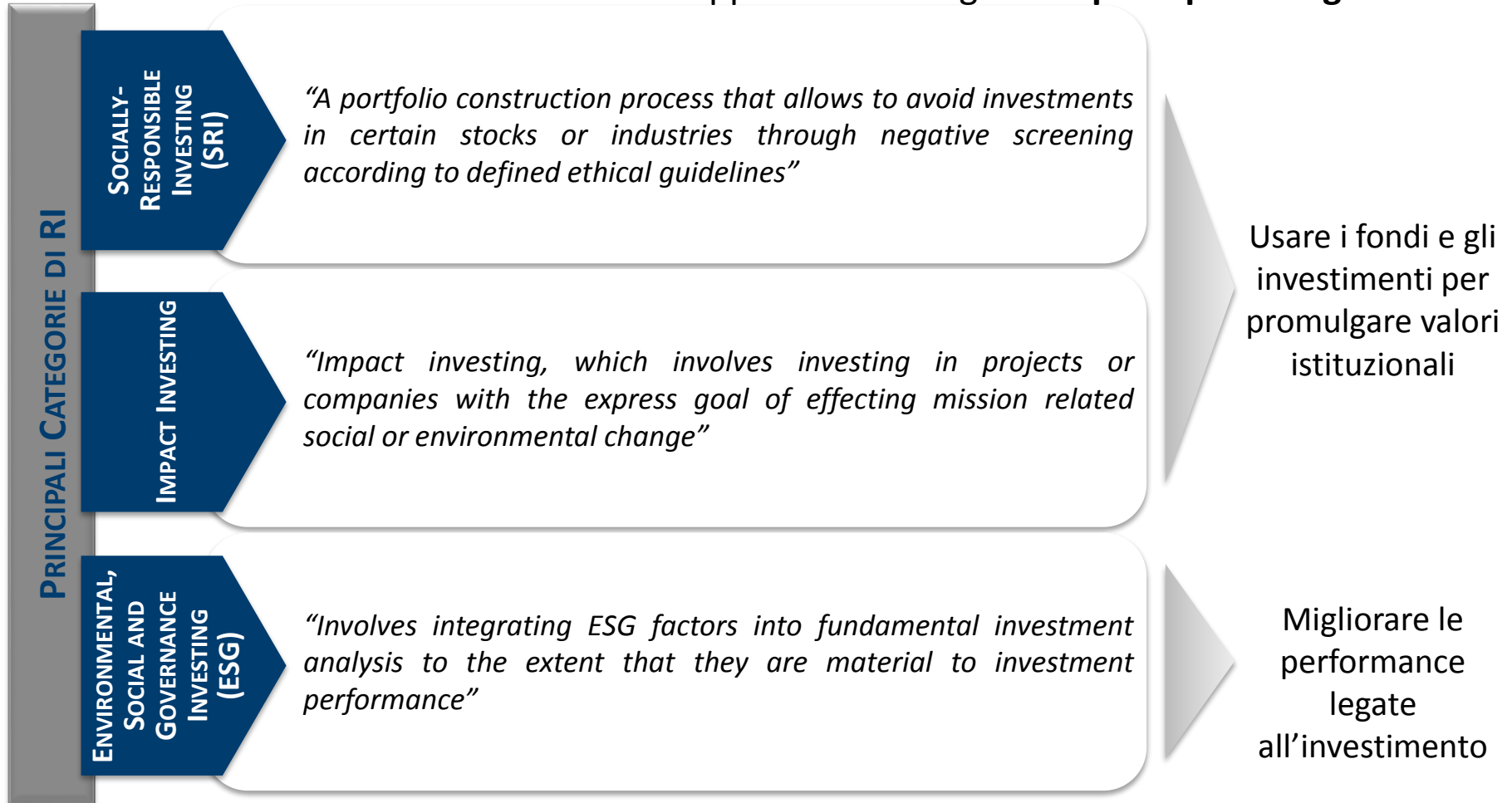
RESPONSIBLE INVESTMENT

PRINCIPALI CATEGORIE



Il termine RI racchiude socially-responsible investing, mission-related investing, impact investing and environmental, social and governance investing...

...ma è opportuno distinguere **3 principali categorie di RI**



RESPONSIBLE INVESTMENT

PRINCIPLES FOR RESPONSIBLE INVESTMENT



Per diffondere il RI nel 2005 un gruppo costituito dai più grandi e importanti investitori istituzionali ha dato origine ai cosiddetti principi di investimento responsabile

6 PRINCIPLES FOR RESPONSIBLE INVESTMENT (PRI)

- 1. We will incorporate ESG issues into investment analysis and decision-making processes*
- 2. We will be active owners and incorporate ESG issues into our ownership policies and practices*
- 3. We will seek appropriate disclosure on ESG issues by the entities in which we invest*
- 4. We will promote acceptance and implementation of the Principles within the investment industry*
- 5. We will work together to enhance our effectiveness in implementing the Principles*
- 6. We will each report on our activities and progress towards implementing the Principles*

RESPONSIBLE INVESTMENT

PRINCIPLES FOR RESPONSIBLE INVESTMENT



Principle	Potential Action
We will incorporate ESG issues into investment analysis and decision-making processes	Address ESG issues in investment policy statements
	Support development of ESG-related tools, metrics, and analysis
	Assess the capabilities of internal investment managers to incorporate ESG issues
We will be active owners and incorporate ESG issues into our ownership policies and practices	Develop and disclose an active policy consistent with the Principles
	Exercise voting rights or monitor compliance with voting policy (if outsources)
	Participate in collaborative engagement initiatives
We will seek appropriate disclosure on ESG issues by the entities in which we invest	Ask for standardised reporting on ESG issues (e.g. Global Reporting Initiative)
	Ask for ESG issues to be integrated within annual financial reports
	Support shareholder initiatives and resolutions promoting ESG disclosure
We will promote acceptance and implementation of the Principles within the Investment Industry	Include Principles-related requirements in requests for proposals
	Communicate ESG expectations to investment service providers
	Support the development of tools for benchmarking ESG integration
We will work together to enhance our effectiveness in implementing the Principles	Support/participate in networks and information platforms to share tools and information
	Collectively address relevant emerging issues
	Develop or support appropriate collaborative initiatives
We will each report on our activities and progress towards implementing the Principles	Disclose how ESG issues are integrated within investment practices
	Disclose active ownership activities
	Seek to determine the impact of the Principles

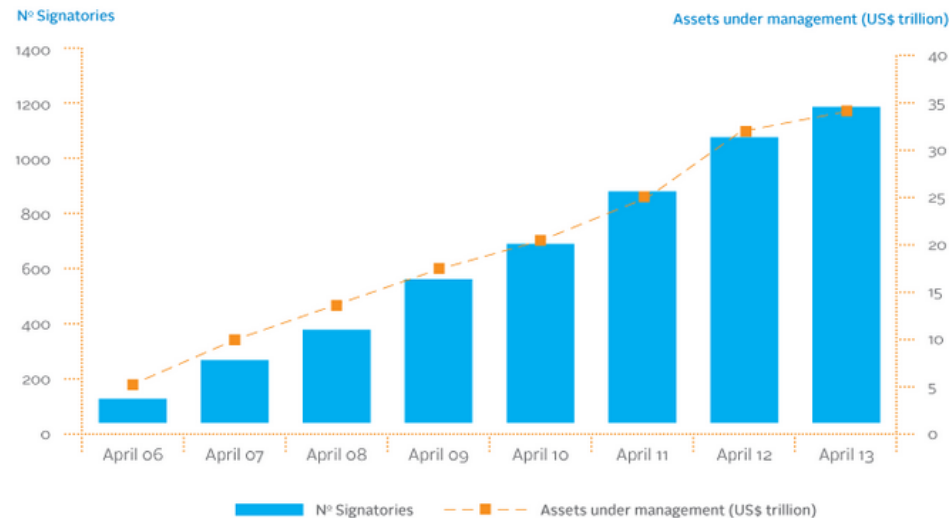
RESPONSIBLE INVESTMENT

PRINCIPLES FOR RESPONSIBLE INVESTMENT



- L'adozione dei 6 principi può costituire una opportunità per gli investitori che
 - Possono dimostrare in maniera trasparente il loro impegno nell'attuazione delle pratiche di RI
 - Possono collaborare e apprendere gli impatti del RI entrando a far parte di un network
 - Possono incorporare il RI nel processo decisionale e nella strategia di investimento

L'ADOZIONE DEI PRI SEMBRA ESSERE UN FENOMENO CHE STA ASSUMENDO UN RILIEVO CRESCENTE



- L'implementazione dei 6 PRI dovrebbe contribuire allo sviluppo di un sistema finanziario maggiormente sostenibile

AGENDA



UN PO' DI STORIA...

RESPONSIBLE INVESTMENT

- Overview
- Stato dell'Arte
- Selezione del Portafoglio
- Principali Categorie
- Principles for Responsible Investment

SRI & VALORE

- Aspetti Teorici
- Evidenze Empiriche


PRINCIPALI CONCLUSIONI

SRI & VALORE

ASPETTI TEORICI



- Trend positivo dei fondi SRI
 - Il numero dei Social Responsible Investment Fund è quasi raddoppiato nel 2009 rispetto al 2002

 - Principali motivazioni che spiegano la diffusione
 - Adozione di pratiche di Responsible Investment per sostenere una finanza più etica
 - Per raccogliere un maggior consenso da parte degli stakeholder sempre più attenti ad aspetti socio-ambientali
 - Ruolo che le pratiche di Responsible Investment giocano nella gestione dei rischi
 - Le conseguenze generate da una non corretta valutazione dei rischi si ripercuotono sulle performance economico-finanziarie delle imprese
- 
- Porre l'enfasi su investimenti responsabili può avere una duplice finalità
 - Rispondere all'esigenza di una **finanza più etica**
 - Cercare di mitigare i rischi finanziari, quindi come **strumento di risk management**

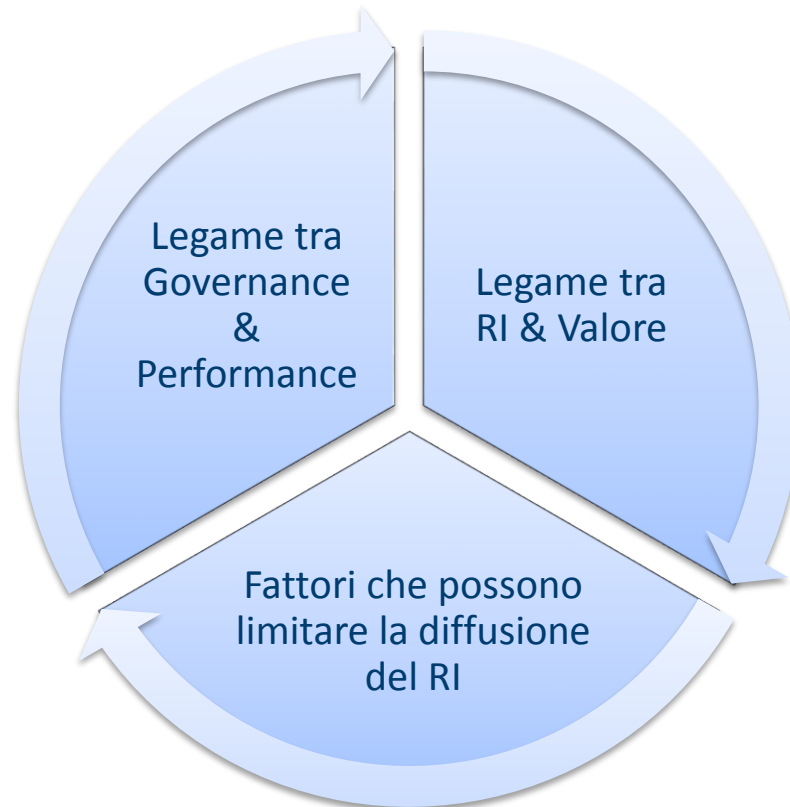
SRI & VALORE

ASPETTI TEORICI



I principali aspetti teorici meritevoli di attenzione e indagati attraverso una serie di studi condotti a livello internazionale nel corso dell'ultimo biennio riguardano

3 aspetti principali





SRI & VALORE



PRINCIPALI EVIDENZE EMPIRICHE

Le pratiche di RI possono essere strumentalizzate. È importante attuare dei meccanismi di governance per mitigare il rischio di comportamenti opportunistici



Nello **studio del legame tra SRI & Valore** è quindi opportuno analizzare il **ruolo delle pratiche di governance**

Obiettivo

VALUTARE L'ESISTENZA DI UN IMPATTO DELLE PRATICHE DI GOVERNANCE RELATIVE ALLA SOSTENIBILITÀ SULLA PERFORMANCE FINANZIARIA DEI FONDI

- **Campione di Analisi**
 - ❑ Asset management
 - ❑ Campione di fondi comuni europei socialmente responsabili
 - ❑ Arco temporale 2003-2012

- **Principali Evidenze Empiriche**
 - ❑ Lo studio ha rivelato che le **pratiche di governance** relative alla sostenibilità
 - Hanno un importante **impatto sulla performance**
 - Possono essere considerate come un **fattore abilitante** del RI

Ricerca interna su dati US SIF 2012



PRINCIPALI EVIDENZE EMPIRICHE

Obiettivo

STUDIARE IL LEGAME TRA GOVERNANCE E PERFORMANCE IN TERMINI DI ORIZZONTE TEMPORALE IN CUI SI MANIFESTANO I POTENZIALI BENEFICI

■ Campione di Analisi

- Analisi che confronta un campione di 180 imprese
 - 90 classificate come “high sustainability”
 - 90 classificate come “low sustainability”

■ Principali Evidenze Empiriche

- *“High sustainability firms dramatically outperformed the low sustainability ones in both stock market and accounting measures”*
- *“The results suggested, however, that this outperformance occurs only in the long term”*
- *“Managers and investors hoping to gain a competitive advantage by adding sustainability practices to an organization’s strategy appear unlikely to obtain short-term outperformance”*



SRI & VALORE



PRINCIPALI EVIDENZE EMPIRICHE

Obiettivo

VALUTARE L'IMPATTO DEL RI SUL VALORE

■ Campione di Analisi

- Oltre 100 report e studi sul tema del RI
- 56 articoli scientifici
- Analisi condotta distinguendo tra due differenti categorie di SRI
 - Corporate Social Responsibility (CSR)
 - Environmental, Social and Governance (ESG)

■ Principali Evidenze Empiriche

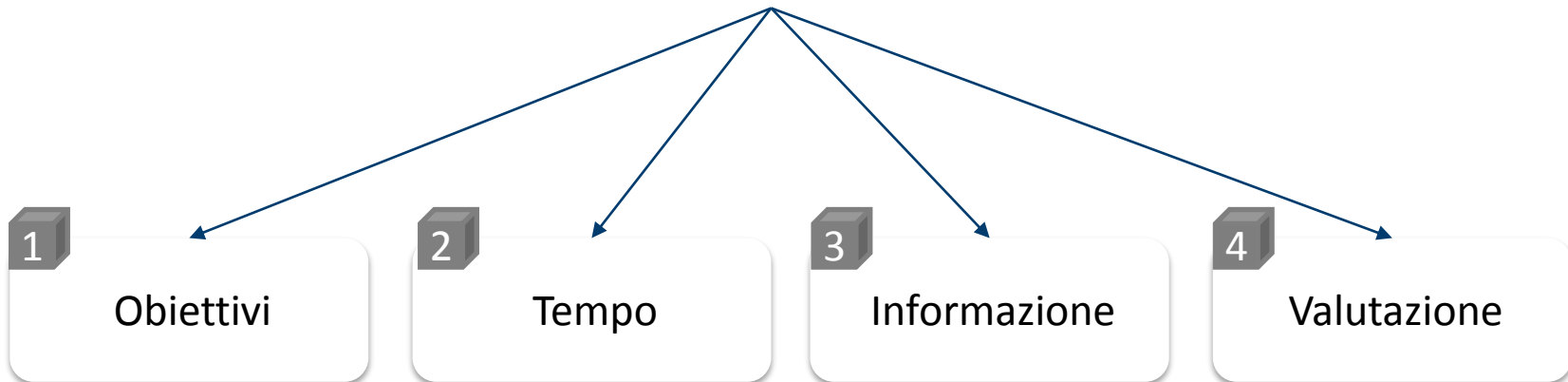
- *“CSR and most importantly, **ESG factors are correlated with superior risk-adjusted returns at a securities level**”*
- *“100 percent of the academic studies analyzed confirmed that corporations with high ratings for CSR and ESG factors have a **lower cost of capital** in terms of debt and equity”*
- *“89 percent of studies showed that **companies with high ratings for ESG factors exhibit market-based outperformance**”*

Deutsche Bank Group (2012) Sustainable Investing: Establishing Long-Term Value and Performance



PRINCIPALI EVIDENZE EMPIRICHE

- La crescente adozione dei principi di investimento responsabile si scontra tuttavia con una prospettiva meramente finanziaria
- Una serie di interviste ad importanti attori operanti nell'asset management ha rivelato alcuni **problemi di adozione delle pratiche di RI**



Elaborazione su dati interni



PRINCIPALI EVIDENZE EMPIRICHE

1

OBIETTIVI

Un primo problema di integrazione deriva dal perseguimento di obiettivi non esclusivamente finanziari come diretta conseguenza del Responsible Investment.

Gli intervistati hanno dichiarato che la divergenza di obiettivi 'finanziari *versus* non finanziari' si materializza in un maggiore sforzo promulgato da parte degli asset manager per il raggiungimento degli obiettivi di rendimento in accordo con i principi dell'investimento responsabile.

2

Tempo

3

Informazione

4

Valutazione



PRINCIPALI EVIDENZE EMPIRICHE

2

TEMPO

Gli asset manager sono soliti riportare le informazioni sulle performance conseguite con cadenza trimestrale. Tale frequenza crea un gap temporale con la diffusione delle informazioni che riguardano gli investimenti responsabili effettuati considerando gli aspetti legati alla sostenibilità che richiedono un maggior orientamento al lungo periodo.

Gli intervistati hanno dichiarato che perseguire esclusivamente obiettivi finanziari potrebbe indurre gli asset manager in una perdita di profitti generati dagli investimenti a breve termine.

1

Obiettivi

3

Informazione

4

Valutazione



PRINCIPALI EVIDENZE EMPIRICHE

3

INFORMAZIONE

Un terzo problema di integrazione è generato dalla qualità e standardizzazione dell'informazione.

La qualità vede il contrapporsi di informazioni finanziarie diffuse in accordo con criteri di trasparenza, periodicità e completezza con informazioni di sostenibilità diffuse ancora oggi in maniera non omogenea e completa.

La standardizzazione vede il contrapporsi di informazioni di tipo economico-finanziario in accordo con determinati schemi con quelle legate alle performance di sostenibilità che non sempre hanno l'obbligo di pubblicazione e sono difficili da rilevare attraverso indicatori spesso poco standardizzabili.

1

Obiettivi

2

Tempo

4

Valutazione



PRINCIPALI EVIDENZE EMPIRICHE

4

VALUTAZIONE

La valutazione di impresa costituisce un quarto problema di integrazione che secondo gli intervistati potrebbe limitare la diffusione del RI.

Contrariamente a ciò che accade utilizzando la sola logica finanziaria secondo cui, per esempio, un'impresa può essere valutata rilevando i flussi di cassa generati nei periodi futuri, gli intervistati hanno dichiarato che è difficile inserire nella valutazione di una impresa anche gli aspetti legati alla sostenibilità. Ciò è principalmente dovuto alla difficoltà sia di rilevare sia di quantificare tali performance.

1

Obiettivi

2

Tempo

3

Informazione

AGENDA



UN PO' DI STORIA...

RESPONSIBLE INVESTMENT

- Overview
- Stato dell'Arte
- Selezione del Portafoglio
- Principali Categorie
- Principles for Responsible Investment

SRI & VALORE

- Aspetti Teorici
- Evidenze Empiriche

PRINCIPALI CONCLUSIONI

PRINCIPALI CONCLUSIONI



PRINCIPALI CONCLUSIONI



- Nonostante l'esistenza di alcuni elementi che possono limitare la diffusione del RI
 - **Il numero dei Social Responsible Investment Funds è quasi raddoppiato nel 2009 rispetto al 2002**

- Nonostante gli studi dimostrino una correlazione positiva tra SRI & Valore
 - **Gli investitori si chiedono se realmente gli aspetti ambientali, sociali e di governance possono migliorare le performance di lungo periodo**

- Nonostante la crescente diffusione delle pratiche di RI
 - **Il dibattito relativo all'integrazione del RI nel processo di investimento è a tutt'oggi aperto**

IL RI SEMBRA ESSERE PIÙ DI UN SEMPLICE TREND