

Swiss Finance Institute Roundups

Investire per l'impatto

Editoriale



Un numero crescente di investitori considera l'impatto, insieme al rendimento e al rischio, una dimensione rilevante nelle decisioni di allocazione del capitale. Questo Roundup SFI riunisce gli approfondimenti di professori SFI e di esperti del settore su questo tema in continua evoluzione. Lo scambio che ne deriva è particolarmente avvincente quando emergono punti di vista contrastanti. Tra le principali domande esplorate vi sono le seguenti: Come possiamo quantificare l'impatto? I gestori di fondi possono essere incentivati efficacemente mediante l'uso di metriche di impatto? Esiste un compromesso tra rendimenti finanziari e impatto? Gli investitori sono veramente motivati dall'impatto o inseguono una sensazione di "warm glow"?

Vi auguriamo una piacevole lettura.

A handwritten signature in blue ink, consisting of the letters 'F.' followed by a stylized, cursive 'D' and a horizontal line underneath.

Prof. François Degeorge
Managing Director

Collaboratori

**Guido Bolliger**

Guido Bolliger è CEO e CIO di Asteria Investment Managers e membro del comitato consultivo di AxessImpact, che utilizza l'intelligenza collettiva per generare impatto. Negli ultimi 20 anni ha dedicato la sua carriera alla gestione dei portafogli. Prima di entrare in Asteria, ha lavorato per SYZ Asset Management, Olympia Capital Management e Julius Bär, ed è stato professore associato all'Università di Neuchâtel. Ha conseguito un dottorato di ricerca in Finanza presso l'Università di Neuchâtel e lo Swiss Finance Institute.

**Philipp Krüger**

Philipp Krüger è Senior Chair SFI e professore di Finanza responsabile all'Università di Ginevra. Fa parte del consiglio di esperti di Inrate, un'agenzia di *rating* ESG indipendente, con sede in Svizzera. I suoi principali interessi di ricerca sono la finanza sostenibile e responsabile, la finanza aziendale, la *corporate governance* e la finanza comportamentale. Ha conseguito un dottorato di ricerca in Economia presso la Toulouse School of Economics.

**Laurent Frésard**

Laurent Frésard è Senior Chair SFI e professore di Finanza presso l'Università della Svizzera Italiana. In precedenza è stato membro della facoltà di HEC Paris e dell'Università del Maryland. Fa parte del consiglio di fondazione della Fondazione Ticinese per il secondo pilastro, un fondo pensione ticinese. I suoi interessi di ricerca riguardano i *big data* e le FinTech, la finanza sostenibile, la finanza aziendale e i mercati privati. Ha conseguito un dottorato di ricerca in Finanza presso l'Università di Neuchâtel.

**Norbert Rucker**

Norbert Rucker è responsabile del settore Economia e Ricerca di nuova generazione di Julius Bär e presidente di energie-cluster.ch, un'associazione che promuove l'innovazione, l'efficienza energetica e le energie rinnovabili. Ha inoltre creato la Fondazione SwissAfrican, che sostiene progetti per la salvaguardia delle specie africane in via di estinzione e di altri animali selvatici. Ha conseguito un master in Management ed Economia presso l'Università di Zurigo.

**Julian Kölbl**

Julian Kölbl è membro della Facoltà SFI, professore assistente di Finanza sostenibile all'Università di San Gallo e ricercatore affiliato all'MIT Sloan, dove è cofondatore dell'Aggregate Confusion Project. Oltre all'attività accademica, fa parte del comitato di investimento del fondo pensione svizzero Abendrot. Ha conseguito un dottorato di ricerca in Management e Finanza presso il Politecnico di Zurigo.

**Rosa Sangiorgio**

Rosa Sangiorgio è Head of Responsible Investing di Pictet Wealth Management e vanta oltre 20 anni di esperienza nel settore bancario e finanziario. È la fondatrice di RSg Impact Investing, un'iniziativa che offre consulenza a *startup* innovative. È inoltre vicepresidente della Commissione di esperti sulla finanza sostenibile dell'Associazione svizzera dei banchieri (ASB) e relatrice a TEDx. Ha conseguito un master in Economia presso l'Università Luiss Guido Carli di Roma.

Fatti e cifre

Oltre al rendimento e al rischio, l'impatto sta per diventare una delle caratteristiche principali per definire un investimento. Quali sono le iniziative di riferimento per avere un impatto positivo sul pianeta, cioè per rendere il mondo un posto migliore in cui vivere?

► **G. Bolliger:** Considero i 17 Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (Sustainable Development Goals – SDG) delle Nazioni Unite come la più grande iniziativa per ottenere un impatto positivo mai lanciata finora. Gli SDG, pubblicati nel 2015, contengono 169 obiettivi diversi, con importanti indicatori chiari e misurabili in ambito sia sociale sia ambientale. Essi consentono a ogni nazione, così come a ciascuno di noi, di avere un impatto positivo in un modo o nell'altro.

► **J. Kölbl:** Gli SDG e la Dichiarazione universale dei diritti dell'uomo, pubblicata originariamente nel 1948, sono spesso considerati come le iniziative fondamentali per avere un impatto positivo. Sebbene essi svolgano chiaramente un ruolo importante nel rendere il mondo un posto migliore, sono "solo" risoluzioni politiche, che riflettono le ambizioni delle nazioni. Ritengo invece che la Banca Mondiale, fondata nel 1944, sia stata la prima vera iniziativa d'impatto, in quanto sono stati stanziati ingenti mezzi finanziari per garantire il rispetto degli impegni presi.

► **P. Krüger:** Per quanto riguarda l'ambiente, Climate Action 100+ si distingue chiaramente. Questa iniziativa, guidata dagli investitori e fondata nel 2017, si concentra sull'obiettivo di indurre le società che emettono la maggior quantità di gas a effetto serra (GHG)

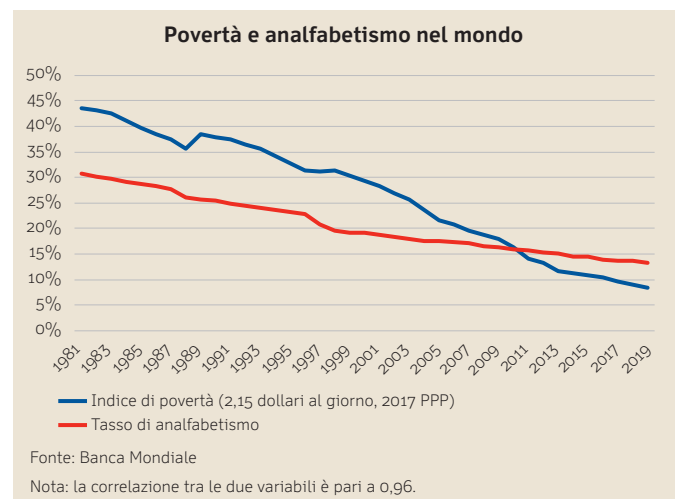
al mondo, le quali rappresentano più di 170 aziende e una capitalizzazione di mercato di diverse migliaia di miliardi di dollari USA, a intraprendere le azioni necessarie per contrastare i cambiamenti climatici, in linea con l'Accordo di Parigi. Anche se c'è ancora molto da fare, il 75% delle aziende coinvolte ha assunto impegni *net zero* rispetto al 50% dello scorso anno.

► **R. Sangiorgio:** La costruzione del mondo di domani richiede multiple azioni da parte di multipli attori. Nessuna iniziativa del singolo sarà in grado di rispondere a tutti i nostri numerosi livelli di sfide. L'educazione è sempre al centro del processo che sta alla base di tutte le decisioni. Tuttavia il problema dell'educazione, come di molte altre misure, è che ci vuole tempo prima che il suo impatto si concretizzi.

Quanto successo hanno avuto queste iniziative d'impatto?

► **J. Kölbl:** Non è facile rispondere a questa domanda, poiché non esiste un Pianeta B che funga da paragone. Idealmente, vorremmo confrontare lo stato del mondo con un'iniziativa d'impatto, con lo stato del mondo senza di essa. In pratica, dobbiamo valutare l'impatto, considerando tutte le spiegazioni alternative per i risultati che vediamo. Ci sono esempi molto chiari di iniziative di successo, come l'impatto della vaccinazione sull'eradicazione del vaiolo. In altri casi, abbiamo meno certezze sull'impatto di un'iniziativa. In generale, queste iniziative sono migliori quando si basano su una forte "teoria del cambiamento", cioè su una spiegazione coerente e scientificamente sostenuta del perché un'attività dovrebbe avere un risultato desiderato.

► **N. Rücker:** Tali iniziative hanno in genere successo a ondate, sia nel tempo sia nelle diverse regioni. La povertà, per esempio, un tempo era molto diffusa in Cina, mentre oggi è prossima all'eliminazione, grazie all'intenso intervento del governo. Purtroppo, la stessa tendenza non si osserva nella maggior parte dei Paesi subsahariani. Se ci concentriamo sull'ambiente, la (controversa) transizione dal carbone al gas naturale negli Stati Uniti ha contribuito a limitare in modo significativo l'aumento delle emissioni di gas serra. Allo stesso modo, i sussidi governativi in Cina e Germania hanno dato il via al boom del solare, che oggi sta trasformando i sistemi energetici di questi Paesi a velocità folle.



Quali sono i fatti più eclatanti per quanto riguarda l'impatto positivo?

► **L. Frésard:** Sebbene gli SDG siano stati fondamentali per aumentare la consapevolezza globale su alcuni dei problemi che stiamo affrontando, in particolare per quanto riguarda il rischio climatico, la maggior parte dei 17 obiettivi non sarà raggiunta entro la scadenza del 2030. Una delle cause principali è la mancanza di fondi, comunemente chiamata "deficit di finanziamento degli SDG". Secondo l'OCSE, nel 2030 questo deficit ammonterà all'incredibile cifra di 4,3 bilioni di dollari USA. Ciò rappresenta circa il 25% del patrimonio totale gestito dai mercati privati o il 3% della capitalizzazione totale del mercato azionario quotato.

► **P. Krüger:** A livello ambientale, la concentrazione industriale di emittenti di gas serra è sorprendente. Le 100 maggiori aziende produttrici di combustibili fossili – ignominiosamente denominate *Carbon Majors* – sono responsabili di quasi tre quarti di tutte le emissioni industriali di gas serra. Molte di queste aziende sono di proprietà statale o privata, il che significa che gli investitori hanno un'influenza limitata.

► **N. Rücker:** Per avere un impatto positivo, è necessario rivolgersi agli utilizzatori finali: sono loro, in ultima analisi, a fare le scelte di consumo e a votare. Per esempio, la tecnologia ci ha fornito auto elettriche che sono superiori alle auto tradizionali sotto molti aspetti. Questo risultato dimostra che l'innovazione può innescare impatti positivi. E che spetta sia ai governi sia alle aziende incoraggiare e sviluppare prodotti e servizi migliori, che saranno poi adottati dagli utilizzatori finali.

Imprese, governi e nuclei familiari hanno tutti un impatto. Quale di questi è in grado di fare la differenza maggiore e chi dovrebbe essere responsabile per assicurarne l'attuazione?

► **G. Bolliger:** Tutto deve partire dall'azione dei governi. I governi devono adattare i loro quadri normativi e investire nelle infrastrutture necessarie per consentire ai loro Paesi di raggiungere gli SDG. Una volta fatto ciò, sia i consumatori sia la finanza possono intervenire e contribuire a generare impatti positivi. Il modo in cui prodotti e servizi forniscono contributi dimostrabili e misurabili all'agenda globale della sostenibilità può essere valutato attraverso la lente degli SDG.

► **L. Frésard:** I governi dovrebbero essere chiaramente responsabili, in quanto hanno la capacità di stabilire le regole del gioco attraverso l'uso di leggi, tasse e sussidi. Tuttavia, a causa dei ben noti limiti del processo democratico, sono i nuclei familiari a decidere in ultima analisi il corso e la velocità dei cambiamenti.

► **N. Rücker:** Sebbene i governi abbiano chiaramente un ruolo importante da svolgere, è troppo facile incolparli per tutti i problemi di oggi. Sebbene i governi abbiano la capacità di far progredire le cose, il vero slancio deve venire dai cittadini. Gli elettori e i consumatori, tuttavia, tendono a comportarsi in modo incoerente. L'elettore medio svizzero si dimostra abbastanza "sostenibile" alle urne. Ma le abitudini di consumo e gli stili di vita svizzeri hanno ancora un'impronta totalmente fuori dalle classifiche di "sostenibilità".

► **J. Kölbl:** Credo che le sfide che dobbiamo affrontare siano sufficientemente grandi perché tutti gli attori prendano posizione e cerchino di rendere il mondo un posto migliore. Trovo che i governi siano nella posizione migliore per quanto riguarda l'internalizzazione delle esternalità negative e la garanzia che i produttori paghino il vero costo di produzione, mentre le imprese sono in vantaggio per quanto riguarda i miglioramenti tecnologici. Infine, le comunità e le singole persone sono quelle che possono contribuire al meglio per sviluppare valori migliori.

La necessità di un impatto positivo dimostra che le norme attuali sono insufficienti?

► **L. Frésard:** La regolamentazione governativa è, ovviamente, uno degli strumenti più potenti a disposizione per internalizzare la maggior parte delle esternalità negative, ma nella sua attuale versione la regolamentazione è insufficiente. Di chi è la colpa? Migliorare il mondo è costoso e, ad oggi, gli elettori delle democrazie non sono ancora pronti a pagare per questo. Questa riluttanza a pagare spiega in parte la mancanza di sostegno democratico a molte iniziative governative e la mancanza di coordinamento internazionale. Ogni Paese ha una lunga lista di ragioni per cui dovrebbero essere gli altri Paesi a sostenere il costo di rendere il mondo più sostenibile.

► **R. Sangiorgio:** La regolamentazione è solo una parte della risposta. Noi – governi, imprese e consumatori – siamo tutti parti interessate quando si parla di sostenibilità e di avere un impatto positivo sul pianeta. Il nocciolo del problema risiede nel fatto che decenni di normative mal concepite hanno distorto il potere della "mano invisibile" di un'economia di libero mercato, e che le aspettative odierne su ciò che il "mercato" può raggiungere sono eccessive. Abbiamo bisogno di un dialogo costruttivo tra legislatori e imprese, che porti a un governo più competente e ad azioni più coerenti da parte delle imprese.

Il sistema capitalistico è difettoso?

► **J. Kölbl:** Credo che il sistema capitalistico, a prescindere dalla sua forma, abbia molti difetti, il più visibile dei quali è l'attuale livello record di disuguaglianza globale. Tuttavia, non immagino un sistema migliore di quello attuale, quindi dobbiamo continuare a sfidarlo in modo positivo e costruttivo.

► **P. Krüger:** Non vedo alcuna ragione valida per sostenere che il sistema capitalistico in sé sia difettoso, in quanto ha accesso a tutti gli strumenti necessari per individuare e internalizzare le esternalità negative. Nel caso delle emissioni di anidride carbonica, per esempio, ciò che manca è la volontà politica e normativa di allineare una tassa o una sanzione finanziaria al danno causato.





Impact Investing: la teoria

Che cos'è l'impact investing? E come si differenzia dall'ESG?

► **L. Frésard:** La visione tradizionale, almeno in ambito accademico, è che l'*impact investing* è l'atto di effettuare un investimento finanziario che soddisfi due obiettivi: guadagnare un rendimento finanziario e contribuire al raggiungimento di un impatto positivo, come quello misurato dagli SDG. Le tre parole chiave alla base dell'*impact investing* sono intenzionalità, misurabilità e rendimento finanziario. L'aspettativa di un rendimento finanziario, anche se potenzialmente minore rispetto ad altri investimenti, è ciò che segna la separazione tra l'*impact investing* e la filantropia.

► **G. Bolliger:** In pratica, l'impatto riguarda "che cosa" l'azienda fa al mondo esterno, mentre l'ESG riguarda "come" l'azienda opera al suo interno. L'*impact investing* si concentra sul modo in cui i prodotti e i servizi forniti dall'azienda contribuiscono agli SDG; l'ESG si concentra su come l'azienda tratta i suoi *stakeholder* e su come allinea gli interessi del management e degli azionisti attraverso una *governance* adeguata. Alcune aziende hanno punteggi ESG stellari ma hanno un impatto negativo, come le aziende produttrici di alcolici e tabacco; Tesla, per esempio, ha chiaramente ottenuto un impatto positivo, ma ha punteggi ESG mediocri.

► **N. Rücker:** Il concetto di impatto ha un posto speciale nel più ampio mondo ESG. Sebbene l'ESG sia stato fondamentale nel fornire una serie di strumenti per l'etichettatura di azioni e obbligazioni, tali investimenti sono indiretti; gli investitori ESG sono seduti in coda al carrozzone dell'azienda e non hanno alcun controllo su dove sia diretto. L'*impact investing* è generalmente più "interattivo", in quanto gli investitori forniscono capitale direttamente all'azienda, oppure si impegnano e vengono coinvolti nel processo decisionale dell'azienda. L'*impact investing* richiede quindi un livello di competenza e di impegno significativamente più elevato rispetto all'investimento ESG. Potremmo dire che gli investitori d'impatto si assumono le responsabilità di un vero investitore.

Qual è il modo migliore per misurare l'impatto?

► **R. Sangiorgio:** La gestione delle aspettative è fondamentale in questo caso. Da un lato, le persone amano i risultati quantitativi, perché sono utili per confrontare i progetti. Dall'altro, le variabili in gioco sono così tante che, in molti casi, è difficile garantire qualsiasi cosa, almeno da un punto di vista scientifico, che vada oltre un cambiamento qualitativo. Per rendere le cose più complesse,

dobbiamo anche includere le diverse forme di impatto che si verificano man mano che ci muoviamo lungo la catena del valore. Per esempio, le emissioni di gas serra sono chiaramente un'ottima misura dell'impatto positivo o negativo, in quanto non solo sono semplici da misurare, ma sono anche accompagnate da una metodologia di "scope" molto sviluppata che copre la catena del valore dal fornitore fino al consumatore. Le emissioni di *scope* 1, 2 e 3 riflettono rispettivamente le emissioni dirette legate a ciò che un'azienda consuma, le emissioni indirette legate all'energia acquistata e tutto ciò che va oltre, sia a monte che a valle. Tuttavia, nonostante questo quadro elaborato, esistono enormi divergenze nella misurazione delle emissioni di gas serra.

► **G. Bolliger:** Nel caso delle imprese private, è abbastanza facile misurare l'impatto, poiché gli investitori hanno accesso diretto a informazioni e dati. Nel caso dei *green bond*, l'emittente fornisce generalmente i dati relativi all'impatto. Ma nel caso delle azioni quotate in borsa, le cose si fanno più oscure. Nella mia società di *impact investing*, insieme al laboratorio di economia ambientale dell'EPFL, abbiamo sviluppato una metodologia quantitativa basata su tabelle di *input* e *output*. Tali tabelle riportano le informazioni dell'intera catena di approvvigionamento dell'economia, nonché le esternalità di ogni specifico settore, come il consumo di acqua, la produzione di rifiuti e le emissioni di CO₂. Questa metodologia è molto dettagliata e consente a investitori e clienti di valutare gli impatti positivi e negativi di ogni attività finanziaria.

Come si realizza l'impact investing?

► **G. Bolliger:** L'*impact investing* può essere attivato attraverso qualsiasi *asset class*, dove ogni strumento ha le sue caratteristiche. Gli investimenti privati, per esempio, tendono a essere più adatti a raggiungere un impatto, ma la scalabilità a un certo punto diventa un limite. Quando si indirizzano i capitali verso aziende ad alto impatto o verdi, pubblicamente quotate in borsa, gli investitori possono aspettarsi di ridurre il costo complessivo del capitale dell'azienda nonché di sostenere lo sviluppo delle sue operazioni. Allo stesso modo, quando si vendono le azioni e le obbligazioni delle imprese "brown", quelle che hanno un impatto negativo sul pianeta, gli investitori possono sperare di aumentare il costo del capitale dell'impresa, nonché il livello di rischio per gli altri detentori di capitale.

► **J. Kölbel:** Sebbene l'*impact investing* sia considerato più efficace se effettuato nei mercati privati, non lo considero un investimento di nicchia, come per esempio il sostegno agli investimenti di microfinanza nei Paesi in via di sviluppo. Credo che l'impatto diventerà presto una delle tante caratteristiche, come il rendimento o il rischio, che definiscono qualsiasi tipo di investimento. Gli investitori devono essere consapevoli che esistono differenze significative tra i vari settori, per quanto riguarda creare impatto. La sfida consiste nel sapere quale soluzione di investimento è più efficiente per raggiungere i propri obiettivi. Pensate a quanto può essere complesso persino a livello familiare, quando cerchiamo di decidere se acquistare una nuova e-bike, sostituire una vecchia auto ad alto consumo di benzina o investire in pannelli solari!

► **R. Sangiorgio:** Anche se siamo tutti d'accordo sul fatto che tutto ciò che facciamo ha un impatto, positivo o negativo che sia, al momento non siamo in grado di quantificarlo. È qui che accademici e professionisti devono concentrare i loro sforzi. Solo quando saremo in grado di misurare con precisione l'impatto, potremo creare consapevolezza su di esso e fornire agli investitori le informazioni necessarie per decidere come assegnare il loro capitale. Sebbene l'investimento nei mercati privati offra chiaramente alcuni vantaggi, in termini di addizionalità e di iniziative più visibili, l'attivismo degli azionisti nei mercati pubblici si è dimostrato sempre più fruttuoso. Infine gli investitori devono fare una chiara distinzione tra l'impatto che desiderano avere, e l'impatto che l'impresa da essi finanziata è in grado di raggiungere e vuole raggiungere.

Ci si aspetta che le strategie basate sull'*impact investing* sovraperformino o sottoperformino il mercato?

► **P. Krüger:** Il consenso generale è il seguente: se gli investitori considerano l'impatto come un attributo positivo, come sempre più spesso accade, allora dovrebbero essere disposti a "pagare" per ottenerlo, e quindi dovrebbe l'*impact investing* sottoperformare il mercato. Per credere il contrario, bisognerebbe trovarsi in un mondo in cui possiamo risolvere i problemi gratuitamente o essere pagati per farlo. Ciononostante, negli ultimi anni le strategie di investimento sostenibile, in particolare quelle statunitensi, hanno ottenuto risultati straordinari. L'attuale ricerca accademica suggerisce che questi rendimenti positivi sono anormali e potrebbero essere guidati dalla continua pressione dei prezzi verso i fondi sostenibili, e non da rendimenti attesi più elevati. Se questo è il caso, allora è un segnale di allarme importante. Considero comunque sospette le promesse di un forte impatto positivo e di una significativa *sovraperformance*.

► **N. Rücker:** La risposta dipende essenzialmente dalla strategia di investimento che si intende perseguire. Se il vostro obiettivo è semplicemente quello di impegnarvi, dovrete essere in grado di ottenere un rapporto rischio-rendimento simile a quello dei mercati azionari e obbligazionari tradizionali, a patto di detenere *asset* ben diversificati e liquidi. L'unico costo aggiuntivo per voi sarebbe legato all'investimento del vostro tempo per interagire con il management e votare all'assemblea generale. In ultima analisi, il vostro impegno dovrebbe trasformarsi in un vantaggio finanziario, poiché la vostra voce viene ascoltata. Se scegliete la strada dell'approvvigionamento di capitale, il vostro investimento sarà meno diversificato e meno liquido. Il vostro *benchmark* dovrebbe essere allora il mercato privato, con rischi più elevati, rendimenti più alti e un orizzonte di investimento molto lungo. La relativa novità dell'*impact investing* e dei suoi strumenti, come i *green bond*, significa che il *track record* è breve e quindi meno convincente.

Impact Investing: successi e fallimenti apparenti

Quali sono state le iniziative di maggior successo nell'impact investing?

► **J. Kölbel:** Da un lato, le iniziative di microfinanza e di inclusione finanziaria, come quelle condotte dalla Grameen Bank, hanno avuto un impatto significativo e positivo sulla vita di milioni di persone. Dall'altro, si è assistito a uno spostamento più sottile, ma più globale, in tutta l'economia, dalla sicurezza dei lavoratori alla consapevolezza sulle sostanze chimiche, fino alla prevenzione della corruzione aziendale.

► **R. Sangiorgio:** Sebbene sia ancora agli inizi, credo che la *blended finance* abbia la capacità di fare una considerevole differenza. Il suo approccio, attraverso il quale i fondi privati sono mescolati con altri tipi di fonti di finanziamento, quali il sostegno del governo, i finanziamenti allo sviluppo o il capitale filantropico, ha già iniziato a diffondersi nel settore privato. Questo quadro ibrido fornisce l'elemento innovativo che manca al settore pubblico, ma che il settore privato può fornire. Inoltre, spinge il rapporto rendimento/rischio a un livello nel quale il capitale privato è disposto a essere coinvolto e, in definitiva, il progetto può decollare. Da ultimo, ma non per questo meno importante, la *blended finance* colma il divario tra le esigenze a breve termine degli investitori privati orientati verso il mercato e l'agenda a lungo termine necessaria per generare un impatto duraturo.

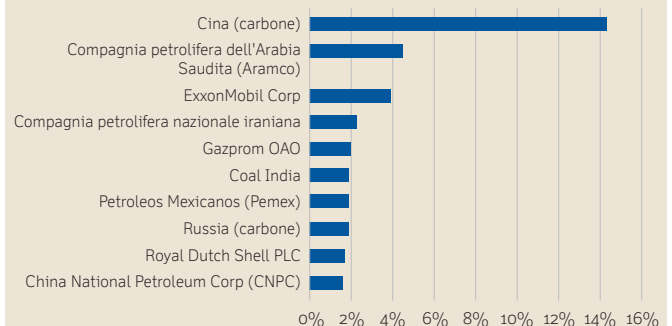
► **N. Rücker:** È difficile rispondere a questa domanda, data la grande varietà delle iniziative. L'investitore attivista Engine 1 è riuscito a far entrare tre consiglieri favorevoli all'ambiente nel consiglio di amministrazione della ExxonMobil nel 2021, con solo alcuni dipendenti e un investimento marginale. Ma la presenza di questi amministratori è stata efficace, nel fare pressione sulla ExxonMobil per intraprendere un percorso *net zero*? Diversi investitori hanno proclamato la loro uscita dalle aziende di combustibili fossili, ripulendo i loro portafogli e liberandosi degli *asset* che inquinano il clima. Ma la loro uscita ha ridotto le emissioni? Chiaramente no. Finché qualcuno comprerà carbone, ci sarà un minatore che lo estrarrà dal terreno. Le aziende produttrici di combustibili fossili possono sopravvivere in mani private, ben al di fuori dei mercati dei capitali, grazie ai flussi di cassa forniti dalla domanda dei consumatori. Il successo si verifica continuamente, passo dopo passo, grazie alla determinazione degli investitori d'impatto e degli imprenditori innovativi che stanno sviluppando soluzioni per un mondo più sostenibile.

I firmatari delle iniziative d'impatto mantengono le loro promesse?

► **P. Krüger:** La ricerca empirica fornisce una risposta ambigua a questa domanda. Per esempio, i firmatari dei *Principles for Responsible Investing* (PRI), che dichiarano di incorporare l'ESG nelle loro partecipazioni, hanno punteggi ESG migliori rispetto ai non firmatari dei PRI, ma solo per le istituzioni con sede al di fuori degli Stati Uniti. Negli Stati Uniti c'è un apparente scollegamento tra ciò che gli investitori dichiarano di fare, in termini di ESG, e ciò che fanno realmente. Questa disparità dimostra che non si può dare nulla per scontato e sottolinea la necessità di norme ben mirate per contrastare il *greenwashing*.

► **L. Frésard:** Sebbene tali iniziative siano un ottimo modo per progredire, la ricerca ha dimostrato che i firmatari sono in genere imprese che hanno sia la capacità sia la volontà di essere più sostenibili. Non sorprende che i maggiori inquinatori siano sostanzialmente assenti dal dibattito. Come se non bastasse, la maggior parte di queste aziende è di proprietà statale o privata, come i colossi del petrolio e del gas Gazprom o Saudi Aramco, o le compagnie di navigazione globali CMA CGM e MSC, la qual cosa le pone al di fuori dello sguardo del pubblico e rende difficile per gli investitori spingerle nella giusta direzione.

Quota complessiva delle emissioni industriali globali di gas serra di ambito 1+3, 1988-2015



Fonte: CDP

Nota: la produzione di carbone in Cina e Russia è rappresentata a livello nazionale a causa di limitazioni dei dati.

In questo caso, le misure di divulgazione obbligatoria sull'ESG sono state efficaci?

► **P. Krüger:** È stato dimostrato che la divulgazione obbligatoria di informazioni ESG comporta benefici diretti e chiari per le società quotate in borsa e per l'ambiente. Da un lato, la regolamentazione migliora la qualità delle informazioni aziendali condivise, con un netto aumento della liquidità dei titoli. Dall'altro, è stato dimostrato che le imprese, in particolare quelle ad alta intensità di carbonio, riducono le loro emissioni di gas serra grazie a modifiche operative. Questi risultati suggeriscono chiaramente che una regolamentazione ben calibrata è efficace.

Quanto successo hanno i green bond e le obbligazioni legate alla sostenibilità?

► **P. Krüger:** L'importo cumulativo delle obbligazioni orientate alla sostenibilità emesse nel 2022 è stato di quasi 4.000 miliardi di dollari USA, di cui la maggior parte verdi. Si tratta di una cifra impressionante. Tuttavia, il premio delle obbligazioni verdi rispetto a quelle convenzionali è modesto, in quanto è il rischio di credito dell'impresa a definire la cedola, e tale rischio rimane lo stesso sia che l'obbligazione sia verde o meno. Nel caso di obbligazioni legate alla sostenibilità (*Sustainability Linked Bonds* – SLB), la cedola è condizionata al raggiungimento da parte del mutuatario di un obiettivo predeterminato di *performance* della sostenibilità. I dati dimostrano che in questo caso esiste un premio, ma di modesta entità. Stranamente, la penalità potenziale massima (media) per il mancato raggiungimento dell'obiettivo è inferiore al risparmio sulle spese per la cedola legate alle SLB. Ciò suggerisce che gli emittenti di SLB stanno attualmente ricevendo un "pranzo gratis". Si spera che il mercato maturi nei prossimi anni, la qual cosa dovrebbe migliorare la divulgazione di misure sostenibili e di impatto. Per il momento, considero i *green bond* e le SLB come strumenti di segnalazione per le imprese e gli investitori.

► **G. Bolliger:** Il mercato delle SLB è ancora agli albori; i suoi obiettivi di fondo non sono ambiziosi e le sanzioni sono marginali. La ricerca in corso mostra che circa un quarto delle emissioni di SLB sono sopravvalutate. Questa sopravvalutazione porta a un calo dei prezzi delle SLB nel mercato secondario e a un aumento dei prezzi delle azioni, un movimento coerente con un trasferimento della ricchezza dai detentori di obbligazioni agli azionisti. Per migliorare l'efficienza del mercato, è evidente la necessità di una maggiore trasparenza nel prospetto e nel processo di certificazione delle obbligazioni, nonché di un mezzo per ottenere informazioni sui costi sostenuti dall'impresa per rendere effettive le infrastrutture necessarie a raggiungere i propri obiettivi. In fin dei conti, gli

investitori in obbligazioni devono essere adeguatamente ricompensati per i rischi da loro assunti. Infine, le SLB dovrebbero puntare al raggiungimento dell'impatto, non solo ai punteggi ESG.

Quali prove abbiamo sulla performance finanziaria dell'impact investing?

► **P. Krüger:** È troppo presto per dare una risposta certa, ma sempre più prove dimostrano che le aziende soggette a un impegno attivo degli azionisti hanno rendimenti anomali positivi. Un altro filone di ricerca dimostra che le aziende in cui l'impegno degli azionisti ha successo tendono anche a essere meno rischiose. Mentre questi risultati indicano un "lato positivo", ci sono tuttavia studi che dimostrano che l'*impact investing* non porta al successo finanziario.

► **R. Sangiorgio:** Sono convinto che l'*impact investing* sia redditizio oggi e lo diventerà ancora di più quando i rendimenti calcolati includeranno i veri costi di produzione. Il problema del mondo finanziario odierno è che la performance è stimata in modo improprio, poiché il costo delle esternalità negative non è valutato e incorporato correttamente. A lungo termine vedremo che investire in soluzioni è più redditizio che investire in problemi. Per esempio, il settore del petrolio e del gas dovrà presto affrontare ingenti investimenti e vedrà che alcuni dei suoi giacimenti di combustibili fossili diventeranno *stranded assets* (attivi non recuperabili). Quello che abbiamo osservato in termini di profitti lo scorso anno non è stata una vera e propria creazione di valore.

Gli investitori sono disposti a pagare per gli impact investments?

► **L. Frésard:** Alcuni investitori lo sono. Sono davvero animati da buone intenzioni. Recenti ricerche indicano che ciò che motiva la maggior parte delle persone che investono in prodotti a impatto è il desiderio di generare un impatto positivo sul pianeta. Tuttavia, l'entità dell'impatto sembra avere meno valore per loro. Pertanto gli investitori destinano il denaro agli *impact investments* per provare una sensazione di piacevole soddisfazione (*warm-glow feeling*). Non c'è nulla di sbagliato in questa motivazione, ma temo che molte istituzioni finanziarie stiano sfruttando questa sensazione senza necessariamente generare un vero impatto. Per esempio, attualmente si assiste a un'intensa attività di ri-etichettatura nel settore dei fondi, con molti fondi esistenti che improvvisamente aggiungono un'etichetta di impatto ai loro nomi e alle loro comunicazioni. Gli investitori devono essere cauti sull'impatto reale che il loro denaro genera. Generare false speranze potrebbe a lungo andare costare caro al pianeta.

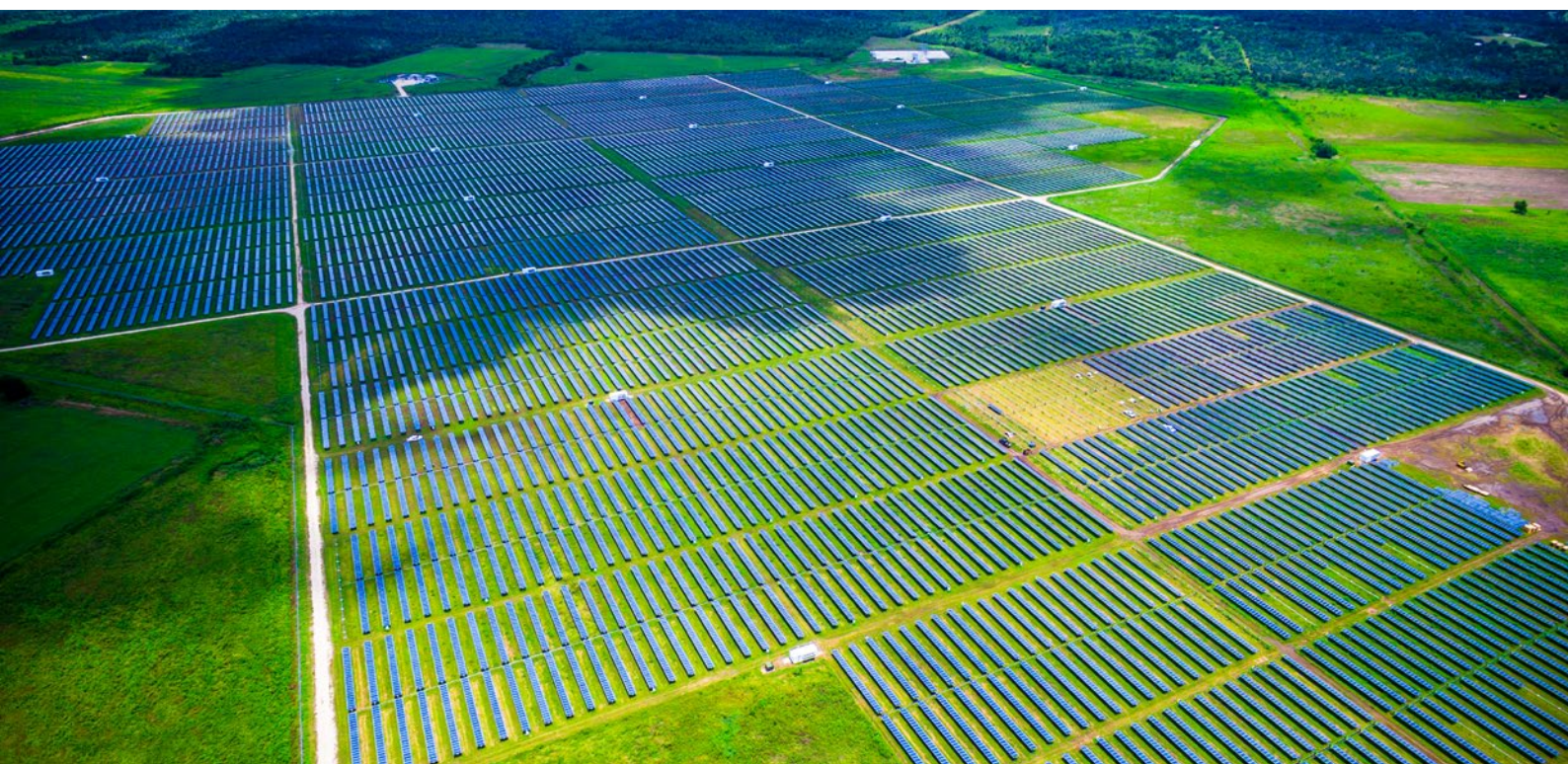
► **R. Sangiorgio:** I clienti che incontro, siano essi istituzionali o privati, sono sempre più interessati a ottenere un impatto positivo. Si rendono conto che i loro investimenti sono più che semplici rendimenti: sono il nostro contributo positivo o negativo all'economia reale del prossimo futuro. Ma esistono delle sfumature. Alcuni sono disposti a sacrificare i rendimenti per avere un impatto, mentre altri credono che un impatto positivo possa essere raggiunto senza ridurre i loro rendimenti finanziari, ma piuttosto estendendo il loro orizzonte di investimento. Alcuni collegano l'impatto positivo all'innovazione e ai rendimenti, altri considerano l'impatto negativo come una fonte di rischio.

Molti investitori istituzionali scelgono di ridurre le emissioni di gas serra del loro portafoglio finanziario per dimostrare che si impegnano ad avere un impatto. Quanto sono efficaci queste misure?

► **P. Krüger:** La ricerca fornisce una risposta deludente a questa domanda. Sebbene gli investitori istituzionali dichiarino di impegnarsi per avere un impatto positivo attraverso la de-carbonizzazione dei loro portafogli, la maggior parte di questo sforzo viene fatto riponderando le loro partecipazioni verso le aziende a basse emissioni, invece di impegnarsi con le aziende ad alte emissioni e chiedere loro di ridurre le proprie emissioni. Di

conseguenza, i problemi ambientali vengono sempre più spinti verso le parti meno visibili del mercato e probabilmente anche verso i gruppi di investitori che sono meno motivati ad affrontare le emissioni di carbonio delle imprese. In modo simile, per apparire più "verdi", molte aziende quotate in borsa hanno venduto le parti "brown" delle loro attività a investitori privati. L'impatto negativo e le emissioni continuano a verificarsi, solo in modo meno visibile. Dobbiamo essere consapevoli che l'eccessiva pressione sugli investitori e sulle aziende per apparire verdi è in realtà controproducente, in quanto spinge l'attività inquinante fuori dalla vista.

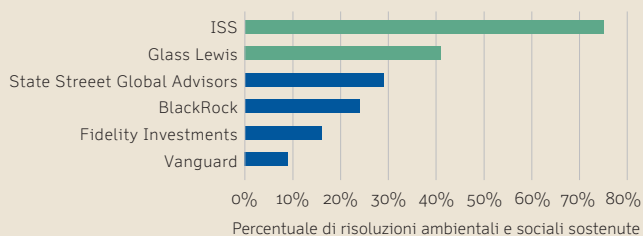
► **N. Rücker:** Un portafoglio è semplicemente uno specchio dell'economia che le società e i governi rappresentano. Detenere un determinato portafoglio vi espone a quella "determinata" economia, ma non vi dà la possibilità di influenzarla. Ridurre le emissioni di gas serra del vostro portafoglio potrebbe ridurre la vostra esposizione ai prezzi dei combustibili fossili e ai costi del CO₂, ma non cambia molto in termini di emissioni dell'economia "reale". Il mantra degli anni passati sulla riduzione dell'impronta del portafoglio a volte mi mette a disagio. Come investitori di successo, i nostri portafogli dovrebbero rappresentare l'economia di domani, non quella di oggi.



Qual è la linea d'azione giusta per gli investitori che cercano di creare un impatto reale?

► **G. Bolliger:** L'attivismo degli azionisti è uno strumento potente se, e solo se, la quota di partecipazione degli attivisti nella società è sufficientemente alta e questi investitori sono pronti a disinvestire se la società non cambia le sue pratiche d'affari. L'esperienza dimostra che gli investitori di medie dimensioni sono talvolta molto ingenui sugli effetti reali del coinvolgimento. Per alcune aziende, rendere più ecologica la propria attività comporta un cambiamento a 360° del modello di business e un'ingente spesa di capitale. In genere è molto più complesso e dispendioso in termini di tempo di molte questioni di *corporate governance*. È vero che, quando gli investitori sostenibili vendono le azioni o le obbligazioni di un'azienda *brown*, qualcun altro le compra. Ma se molti investitori vendono, la base azionaria della società *brown* diventa più concentrata, la qual cosa significa una minore condivisione del rischio e quindi costi di capitale più elevati. Inoltre, le statistiche indicano chiaramente che i maggiori investitori istituzionali, quali BlackRock e Vanguard, non svolgono il ruolo che potrebbero. Se si guardano le statistiche di ShareAction, si vedrà che durante le assemblee generali hanno approvato solo pochissimi argomenti volti a ridurre l'impronta ambientale delle aziende.

Raccomandazioni dei *proxy advisors* e voto efficace dei gestori patrimoniali, 2022



Fonte: ShareAction

Nota: ISS e Glass Lewis sono i due maggiori *proxy advisors* del mondo; BlackRock, Fidelity Investments, State Street Global Advisors e Vanguard sono i quattro maggiori gestori patrimoniali del mondo.

Molti proprietari di capitale non sono in grado di esprimere il proprio punto di vista e di impegnarsi con le imprese. Come mai?

► **L. Frésard:** Siamo tutti convinti che il voto sia troppo complicato e quindi lo deleghiamo. Questa convinzione spiega perché il *proxy advising* sia diventato così popolare dopo l'inizio del secolo. Tuttavia, con la tecnologia digitale oggi disponibile, mi lascia perplesso il fatto che sia ancora così complesso per i proprietari effettivi delle aziende esprimere le proprie opinioni. Usiamo la tecnologia per esprimere le nostre opinioni su quasi tutto, dai ristoranti, agli alberghi, ai film, ai professori universitari. Non dovrebbe essere così complicato esprimere le nostre opinioni sui beni di cui in fin dei conti siamo proprietari, direttamente o indirettamente.

► **N. Rücker:** Il sistema attuale limita chiaramente la capacità degli investitori di impegnarsi, per quanto riguarda l'*impact investing*. Purtroppo non nutro grandi aspettative, anche se un nuovo sistema consente ai possessori di capitale di votare direttamente. Attualmente disponiamo di tutta la tecnologia necessaria per consentirlo, ma sarà comunque necessario molto lavoro e molto tempo per esprimere un voto consapevole. Ho l'impressione che continueremo a vedere investitori istituzionali che votano secondo il parere dei loro *proxy advisors*, e non sapremo mai veramente quali sono le reali preferenze dei proprietari di capitale.

► **R. Sangiorgio:** Siamo chiaramente di fronte a un sistema datato e ci vorrà del tempo prima di vedere ogni singolo proprietario di capitale decidere se votare direttamente o delegare il voto. Per quanto riguarda la mole di lavoro e di analisi che il voto comporta, ritengo che l'intelligenza artificiale (IA) abbia un ruolo chiave da svolgere. Se adeguatamente addestrata, l'IA è già in grado di elaborare dati e documenti e di fornire il primo livello di raccomandazioni di voto, in linea con i valori dei proprietari del capitale. Prevedo che presto l'intelligenza artificiale faciliterà le attività complessive di voto per gli investitori che vorrebbero votare, ma che attualmente non hanno le risorse per farlo.

Impact Investing – L'eredità dell'ESG e le sfide e i limiti futuri

I rating ESG sono noti per le loro divergenze. È un problema?

► **J. Kölbl:** Le valutazioni ESG delle varie agenzie di *rating* sono effettivamente divergenti. Se si scompone questa divergenza negli elementi di portata, peso e misurazione, i dati mostrano che più della metà della confusione è legata alla misurazione, che si verifica quando svariate agenzie di *rating* misurano lo stesso attributo utilizzando indicatori diversi. Per esempio, le pratiche lavorative di un'azienda potrebbero essere valutate in base alla rotazione del personale, o al numero di cause giudiziarie legate al lavoro, intentate contro l'azienda. La divergenza è un problema fondamentale all'interno del dibattito sulla sostenibilità e sull'impatto. La mia raccomandazione è che i gestori di fondi scelgano il *rating* la cui metodologia è più in linea con i loro obiettivi oppure che creino un proprio sistema di *rating* basato su dati grezzi.

► **G. Bolliger:** I *rating* ESG sono in disaccordo, e allora? Anche i *rating* degli analisti sulle aziende sono in disaccordo, ma nessuno se ne preoccupa. Si tende a paragonare i *rating* ESG con quelli del credito. Ma l'ESG valuta gli aspetti intangibili di un'azienda, la qual cosa non è affatto simile alla valutazione del rischio di credito. Alcuni investitori, tuttavia, sono disturbati dal disaccordo tra i *rating* ESG. Ho avuto diverse discussioni con i membri dei consigli di amministrazione dei fondi pensione che non capivano perché avessero ricevuto *rating* ESG diversi per i loro portafogli da fornitori differenti. È compito dei gestori patrimoniali e dei consulenti comprendere le differenze tra i fornitori di *rating* ESG e spiegare agli investitori cosa misurano e cosa non misurano.

► **L. Frésard:** Molti considerano questo disaccordo come un difetto. Io lo vedo come una caratteristica fondamentale dei *rating* ESG. I vari *rating* ESG riflettono valori diversi e i loro elementi basilari sono molto difficili da misurare, quindi è normale che non raggiungano un consenso. Quando si parla di valori o di gusti, è normale essere in disaccordo. Non votiamo tutti per gli stessi partiti politici né amiamo gli stessi vini. Dobbiamo superare questo dibattito, andare avanti e concentrarci sull'impatto che il capitale degli investitori ha sulle imprese, sulle nostre società e sul pianeta. Rispondere a queste domande con indicatori validi, come quelli contenuti negli SDG, è dove abbiamo bisogno di mettere le nostre risorse.

► **N. Rücker:** I dati ESG sono in gran parte dati qualitativi, soggetti a quadri individuali. L'aspetto quantitativo di un *rating* ESG ci fa trascurare la sua natura essenzialmente soggettiva. Per affrontare questo problema, nella mia banca non ci concentriamo sui punteggi generali dei vari fornitori di dati ESG, ma sui dati granulari sottostanti che utilizzano per generare questi punteggi. Poi analizziamo i vari valori in gioco, li modifichiamo se necessario e li integriamo con i contributi dei nostri esperti interni. Alla fine del processo, costruiamo un'analisi intorno a quattro temi – clima, capitale naturale, capitale umano e *governance* – in cui ogni tema riceve un punteggio, che può essere negativo o positivo. Questo approccio offre una profondità di gran lunga superiore a quella di un singolo punteggio ESG, oltre a garantire che noi, in qualità di gestori finanziari, controlliamo l'intero sistema di punteggio e siamo quindi in grado di spiegarlo.

Il concetto di raggruppare E, S, e G è obsoleto ed eccessivamente semplicistico?

► **L. Frésard:** Il concetto di ESG ha reso gli investitori consapevoli del fatto che un investimento non si limita al rendimento finanziario e al rischio. È un modo semplice per racchiudere svariati importanti elementi. Tuttavia, si riconosce sempre di più la necessità di maggiori sfumature e personalizzazioni nelle analisi ESG, nonché di proseguire i tentativi in corso per affinare gli standard e le pratiche di *reporting*. La cosa più importante è che gli investitori e le organizzazioni trovino un equilibrio tra la semplificazione e la necessità di affrontare le sfide e le opportunità ESG rilevanti per il loro contesto specifico.

► **R. Sangiorgio:** Gli esseri umani hanno sempre cercato di semplificare eccessivamente le cose e di riassumerle in un'unica cifra. Il successo dei punteggi del QI, dell'indice di massa corporea (BMI) e della crescita del PIL sono altri esempi di questa tendenza. Dobbiamo riconoscere che la sostenibilità e l'impatto sono complessi e multidimensionali e che non è possibile attribuire un punteggio alle emissioni di gas serra, alla biodiversità, alla sicurezza dei dipendenti e alla composizione dei consigli di amministrazione con un'unica cifra. L'uso eccessivo di numeri per semplificare il processo di analisi delle imprese e degli investimenti ha generato una notevole opacità. Credo che le parole siano più adatte dei numeri per descrivere la portata sostenibile di un'impresa e l'impatto di un investimento.

Si stima che la deforestazione e i cambiamenti nell'uso del suolo contribuiscano fino al 20% del riscaldamento globale totale. Quali sono i limiti della soluzione apparentemente ovvia di piantare alberi?

► **N. Rücker:** Piantare alberi è chiaramente un atto onorevole. Piantando alberi non solo si cattura il carbonio e si sostiene la biodiversità, ma si creano anche posti di lavoro e si riduce l'erosione del terreno. Ma c'è un notevole lasso di tempo tra il momento in cui l'albero viene piantato e quando inizia a svolgere il suo compito di catturare il carbonio. Soprattutto è una grande sfida ripristinare gli ecosistemi originali, poiché la biodiversità è multidimensionale. Le compensazioni di carbonio potrebbero incentivare finanziariamente la riforestazione, ma solo per quanto riguarda il sequestro del carbonio, la qual cosa implica che le molte altre misure necessarie per ripristinare un ecosistema potrebbero non essere compensate e quindi non essere perseguite. Si può quindi notare che c'è un alto grado di ambiguità intorno al semplice atto di piantare un albero.

Gli obiettivi fissati dalle aziende e dai governi sono generalmente poco ambiziosi, mentre per raggiungere il net zero entro il 2050 sarà necessaria una riduzione delle emissioni del 10% all'anno, più o meno quanto ci ha imposto la pandemia del COVID-19. Riprodurre lo stile di vita globale del 2020 sembra irrealistico. Cosa bisogna fare?

► **G. Bolliger:** I dati rivelano tre diversi tipi di comportamento da parte delle imprese: le imprese che si pongono obiettivi non abbastanza ambiziosi; le imprese che si pongono obiettivi ambiziosi, ma non saranno mai in grado di raggiungerli; infine, le imprese che si pongono obiettivi ambiziosi e sono sulla buona strada per raggiungerli. Gli investitori dovrebbero dare priorità a questo terzo gruppo di imprese, fornendo loro più capitale. Nel complesso, l'unico modo per mettere tutte le imprese sulla strada giusta è quello di fissare un prezzo adeguato per il carbonio. Tuttavia, un'errata determinazione dei prezzi del carbonio, unita a un numero incompleto di settori coperti dagli attuali sistemi di scambio di emissioni, scoraggia l'economia dal muoversi rapidamente nella giusta direzione.

► **P. Krüger:** Il metodo attuale è in effetti eccessivamente permissivo, in quanto le imprese hanno anche la possibilità di scegliere l'anno di riferimento e di concentrarsi sugli obiettivi di intensità del carbonio che misurano le emissioni per unità di *output*. Questo sistema è estremamente fuorviante. I produttori di petrolio, per esempio, sembrano migliorare la loro intensità di carbonio quando i prezzi del petrolio salgono. C'è urgente bisogno di una regolamentazione più severa, basata su obiettivi assoluti.

Nutro grandi aspettative per i prossimi standard europei, che non solo saranno obbligatori, ma inoltre guarderanno al di là delle aziende pubbliche e quindi alle aziende private e alle filiali.

L'insufficienza dei finanziamenti è spesso indicata come il principale ostacolo al raggiungimento di impatti più positivi. È vero?

► **G. Bolliger:** Sì, è così. Da un lato, le esigenze di finanziamento sono aumentate in modo sostanziale dopo la crisi del COVID, soprattutto per gli SDG legati ai temi sociali. Dall'altro, il mercato dell'*impact investing*, pur essendo ancora piccolo, sta crescendo rapidamente. Trovare i miliardi di dollari necessari per colmare questo divario non sarà un'impresa facile, poiché i portafogli d'impatto quotati in borsa sono in gran parte concentrati e presentano significative distorsioni di settore, il che comporta un aumento dei *tracking error* rispetto ai *benchmark* tradizionali, impedendo così ad alcuni investitori istituzionali di allocare fondi. Un altro punto interrogativo riguarda la potenziale violazione dei doveri fiduciari quando i gestori degli investimenti considerano l'impatto insieme alla *performance* finanziaria. Le autorità di regolamentazione devono intervenire e richiedere che l'impatto sia una componente esplicita di tutti i portafogli gestiti dalle istituzioni.

► **N. Rücker:** Non vedo una carenza di finanziamenti. Le soluzioni d'impatto, come i pannelli solari, le auto elettriche e l'agricoltura di precisione, non sono solo potenti, ma anche disponibili in commercio ed economicamente sostenibili. Vedo la carenza di finanziamenti come uno strumento politico, perché le cifre da capogiro impediscono di agire. Le informazioni incomplete e la pigrizia, così come le barriere istituzionali, quali la rigidità del mercato o le diverse strutture sociali, sono i principali freni. Il settore delle energie rinnovabili, per esempio, non ha bisogno di sovvenzioni per essere redditizio. È invece necessario porre fine ai sussidi di cui beneficia l'industria dei combustibili fossili, che l'anno scorso hanno raggiunto il massimo storico di 7.000 miliardi di dollari USA!

► **R. Sangiorgio:** Sebbene il settore finanziario sia spesso visto come un ponte tra operatori con liquidità eccessiva e operatori con liquidità insufficiente, esso ha la capacità di influenzare l'assegnazione del capitale in base alle considerazioni sul rischio. A mio avviso, il settore finanziario oggi è eccessivamente restrittivo. Il concetto di rischio deve essere rivisto e aggiornato non solo per includere il rischio climatico in modo più diffuso e rigoroso, ma anche per consentire di includere aspetti di mitigazione del rischio. Inoltre, si dovrebbe facilitare l'accesso ai mercati privati e agli

investimenti illiquidi. Questo approccio consentirebbe di destinare il denaro verso investimenti a impatto positivo, che sono anche i settori in cui i rendimenti finanziari più elevati e il rischio complessivo più basso (nel senso più ampio del termine) saranno presenti in futuro.

A causa dei compromessi tra il raggiungimento dei risultati finanziari e la realizzazione dell'impatto, come dovrebbe essere ricompensato l'impatto?

► **P. Krüger:** Premiare i gestori di fondi sia per i profitti monetari sia per l'impatto positivo è una sfida importante. I dati relativi al settore finanziario statunitense mostrano che i compensi sono principalmente legati ai risultati economici e quasi per nulla ai risultati di impatto. È interessante notare che, a livello aziendale, la maggioranza dei CEO dell'S&P 500 vede ora i propri bonus legati ai risultati ESG o di impatto. Questo sistema duale ha portato a grandi bonus basati sui miglioramenti ESG e sull'impatto positivo, nonostante risultati finanziari negativi. Prevedo che nei prossimi anni si terranno animate assemblee degli azionisti e che si procederà a una revisione approfondita di ciò che comporta il dovere fiduciario.

► **N. Rücker:** Siamo più a nostro agio nel valutare la *performance* finanziaria che la *performance* d'impatto, perché tendiamo a privilegiare le misure quantitative rispetto a quelle qualitative. Tuttavia, non vedo necessariamente un disallineamento tra i due obiettivi. Per esempio, nel caso dei gestori di fondi che operano nel mercato della liquidità, potremmo facilmente includere una metrica relativa al loro impegno aziendale. Non vedo come questo possa pregiudicare la loro *performance* finanziaria. I responsabili delle decisioni in ambito aziendale e politico sono sempre stati valutati in base a vari e molteplici obiettivi. Non capisco perché aggiungere l'impatto come obiettivo aggiuntivo sia impossibile o innovativo.

► **G. Bolliger:** Un percorso promettente è la creazione di un mercato per i permessi SDG e la monetizzazione dei risultati SDG, simile a quello che è stato fatto per le quote di carbonio. Questo mercato consentirebbe alle imprese e ai progetti che producono un impatto positivo di ottenere crediti per averlo fatto, e chiederebbe a quelli che producono un impatto negativo di dover acquistare tali crediti. Di conseguenza, gli investitori d'impatto otterrebbero crediti SDG monetizzabili, creando una situazione vantaggiosa per far progredire tutti.





Oltre l'Impact Investing

Le organizzazioni non governative (ONG) e le filantropie sono spesso citate per avere più successo nel generare un impatto positivo, persino più successo dei governi e dei grandi fondi d'impatto. Come mai?

► **L. Frésard:** Le ONG e le filantropie tendono ad avere mandati molto semplici e a ricevere fondi per realizzarli trovando i migliori progetti disponibili. Questi fatti li portano naturalmente a specializzarsi e ad acquisire una notevole esperienza ed efficienza. Per i governi è difficile avere simili livelli di specializzazione, attenzione e competenza, perché devono raggiungere molti obiettivi diversi. Non dimentichiamo che i governi svolgono un ruolo indiretto nella dimensione e nel successo del settore filantropico. Infatti, una grande quantità di fondi viene convogliata verso questo settore per motivi fiscali, garantiti dalle norme governative. Se questo denaro sarebbe meglio utilizzato dai governi o da altre entità private, come i fondi d'impatto, è un dibattito aperto. Tuttavia, le ONG e gli attori filantropici sono stati indubbiamente efficaci in molti settori, e altri attori nello spazio dell'impatto potrebbero voler prestare maggiore attenzione alle loro pratiche e alla loro organizzazione.

Cosa pensa della quantità di denaro che le ONG e le filantropie raccolgono in tutto il mondo?

► **J. Kölbel:** Le radici della carità risalgono a migliaia di anni fa e sono una pietra miliare di ogni società e religione. Donare denaro offre molti vantaggi, che vanno dal sostegno a una causa positiva, al sentirsi bene per la donazione, all'essere socialmente ben visti, all'ottenere uno sconto fiscale. Quando si riconosce che anche il tempo, la cura e le risorse materiali possono avere un impatto positivo, si scopre che i flussi di capitale all'interno del mercato finanziario non sono l'unico mezzo per generare impatto. Il successo delle ONG e delle filantropie nel mondo di oggi dimostra che molte persone hanno a cuore le questioni sociali e ambientali e sostengono la società civile per ottenere progressi che vanno al di là delle competenze delle imprese e delle normative.

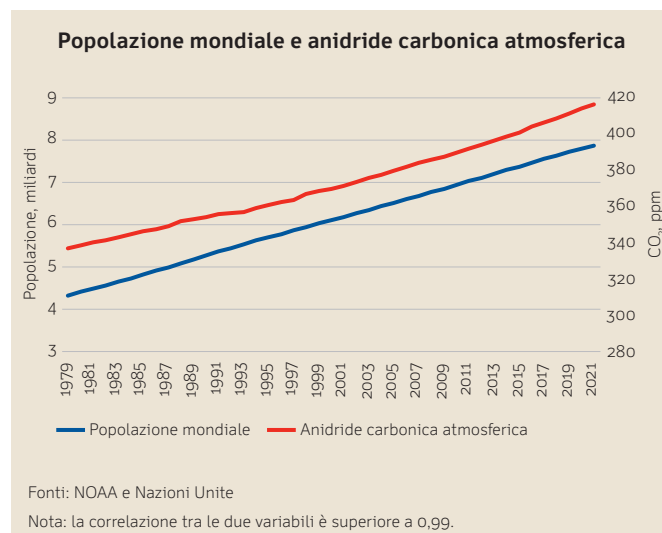
► **R. Sangiorgio:** Anche se è difficile stabilire il numero effettivo di persone che donano annualmente alle ONG e alle filantropie, il patrimonio che queste ultime possiedono è stimato in qualche migliaio di miliardi di dollari USA. Questa cifra dimostra che, da un lato, molte persone sono disposte a sacrificare risorse finanziarie per ottenere impatti positivi, mentre dall'altro, c'è una chiara necessità di tali iniziative. Ciò che affascina è la flessibilità e la velocità con cui le ONG e le filantropie possono operare, quando si tratta di colmare il divario nella *blended finance*, puntare il dito contro le parti sporche

della nostra economia e anche mostrare agli investitori dove possono annidarsi i rischi di reputazione nascosti. Personalmente, ritengo che i gestori di fondi debbano accettare apertamente lo scambio attivo con le ONG ed esaminare i dati spesso molto validi, anche se non tradizionali, che esse raccolgono.

Quale responsabilità hanno i nuclei familiari nel produrre impatti positivi attraverso scelte di consumo appropriate?

► **P. Krüger:** Negli ultimi 20 anni, il PIL *pro capite* mondiale è più che raddoppiato, la qual cosa è stata fondamentale per migliorare molti aspetti sociali della nostra vita e ci ha permesso di usufruire di una vasta gamma di nuovi prodotti e servizi. Nel frattempo, però, anche la popolazione mondiale è aumentata di oltre il 25%. L'effetto combinato di più ricchezza e più consumatori ha portato a una crescente pressione sull'ambiente. Scelte di consumo più informate, così come un impegno politico attivo come il voto, sono chiaramente responsabilità di tutti i nuclei familiari per quanto riguarda il raggiungimento dell'impatto.

► **R. Sangiorgio:** I nuclei familiari hanno molti modi per creare un impatto positivo. Se le scelte di consumo e il voto sono i due più ovvi, non bisogna sottovalutare il ruolo dell'educazione e dello scambio di conoscenze. L'impatto positivo, sotto forma di riduzione dei consumi, investimenti d'impatto o sostegno a un'economia circolare, deve essere tradotto in "belle storie di successo" e condiviso all'interno dei circoli sociali e professionali.



Siamo ancora in tempo per agire, per quanto riguarda l'impatto positivo sull'ambiente, o è già troppo tardi?

► **J. Kölbl:** I problemi di oggi sono stati causati dagli esseri umani, quindi spetta agli esseri umani risolverli. Nonostante ci sia un disperato senso di urgenza, gli esseri umani sono ingegnosi e adattabili. Nel corso della storia, la tecnologia ha spesso dimostrato di poter fornire soluzioni rapide. Ma devo sottolineare che il senso di urgenza non è lo stesso in tutti i Paesi. Per quanto riguarda il riscaldamento globale, per esempio, la situazione in Svizzera dovrebbe essere sopportabile fino alla fine del secolo, mentre non lo sarà per i Paesi pianeggianti o per quelli situati lungo l'equatore. Quindi la domanda in realtà è: troppo tardi per chi?

► **L. Frésard:** Il clima sta sicuramente cambiando e, a mio avviso, sta cambiando rapidamente, più rapidamente della nostra velocità di reazione per contenere questo cambiamento. I professionisti della finanza possono impegnarsi a trovare soluzioni per mitigare il cambiamento climatico e il rischio climatico, oltre a sviluppare incentivi per indirizzare la società verso un mondo più sostenibile. Ma la risposta per sapere quali sono le conseguenze di tutte le nostre attività economiche, e se è troppo tardi o meno, appartiene in ultima analisi alla comunità scientifica.

► **G. Bolliger:** Il tempo sta indubbiamente per scadere. In base alla tendenza attuale, molti SDG non saranno raggiunti entro il 2030, così come il *net zero* entro il 2050. Sebbene molti sostengano che la tecnologia abbia ancora molto da offrire, credo che riporre tutte le nostre speranze nelle soluzioni tecnologiche sia un po' ingenuo. Le soluzioni basate sulla natura dovrebbero avere la loro parte di attenzione e anche i nuclei familiari devono ammettere che possono fare la differenza ogni singolo giorno.

► **R. Sangiorgio:** Credo che siamo ancora in tempo, altrimenti non sarei qui a fare il mio attuale lavoro. Ma è ora o mai più. Siamo la prima generazione a sapere di essere la causa del riscaldamento globale e siamo anche l'ultima che può fare qualcosa. È una responsabilità enorme. L'innovazione potrebbe cambiare le carte in tavola. Per esempio, l'intelligenza artificiale ci permette di fare oggi ciò che non avremmo potuto nemmeno immaginare un paio di anni fa. La minaccia più grande che percepisco è il "*whataboutism*", ossia un metodo per fuorviare la discussione, che può potenzialmente minare ogni passo in una direzione positiva. Come sappiamo, la perfezione non è di questa terra.



Infine, come si può ottenere un impatto positivo in quanto individui?

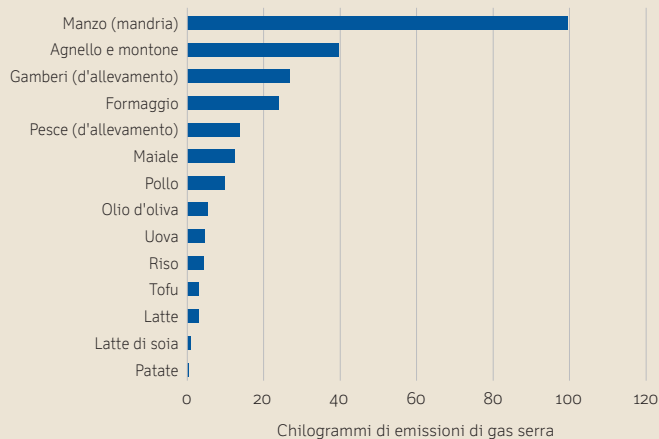
► **J. Kölbl:** Come consumatore, posso avere un impatto molto diretto, poiché le aziende sono molto sensibili al modo in cui vengono spesi i soldi. Faccio una distinzione tra i prodotti, per esempio acquistando caffè del commercio equo e solidale, e riduco il consumo di prodotti ad alto impatto negativo, come i viaggi aerei. In definitiva, credo che il voto sia la cosa più incisiva che un individuo possa fare.

► **N. Rücker:** Come famiglia, siamo attenti al clima e abbiamo monitorato la nostra impronta per anni, sviluppando al contempo la nostra consapevolezza. Attualmente la nostra impronta è superiore a 3 tonnellate per persona all'anno, oltrepassando quindi l'obiettivo di 2 tonnellate a zero emissioni, ma questa è solo una frazione della media svizzera di quasi 14 tonnellate. È interessante notare che non notiamo alcun sacrificio nel nostro stile di vita.

► **G. Bolliger:** Il lato positivo è che volo molto meno di prima, mi muovo con i mezzi pubblici, privilegio i prodotti locali e ho dotato la mia casa di pannelli solari. Tuttavia, continuo a mangiare carne di manzo e a sciare su neve (perlopiù) artificiale, il che sicuramente influisce negativamente sulla mia impronta di carbonio.

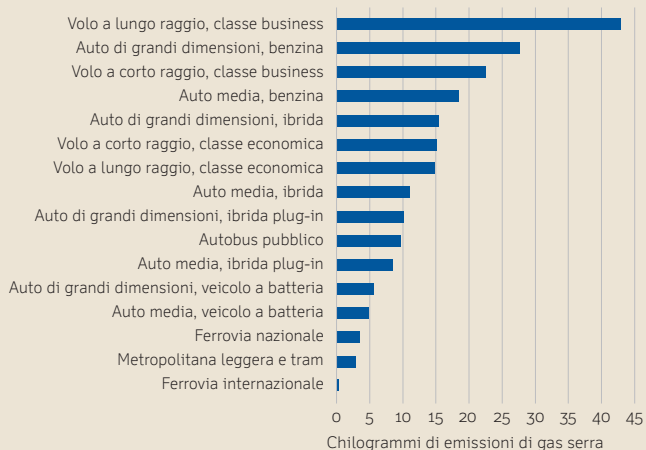
► **R. Sangiorgio:** Faccio domande a me stessa e agli altri e mi istruisco ulteriormente attraverso la lettura. In generale, mi propongo di essere curiosa. Genero impatto anche quando faccio la spesa, quando ceno con la mia famiglia e quando prenoto le mie vacanze. Non dobbiamo accontentarci di "Non è possibile", "È troppo complicato" o "Deve essere vero perché l'ha detto qualcuno".

Chilogrammi di emissioni di gas serra per chilogrammo di prodotto



Fonte: Poore, J., & Nemecek, T. (2018). Reducing food's environmental impacts through producers and consumers. *Science*.

Chilogrammi di emissioni di gas serra per 100 km percorsi



Fonte: Governo del Regno Unito

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.

Editor and contact

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

Questa pubblicazione è stata stampata su carta sostenibile "Refutura", certificata con l'Angelo Blu.

swiss:finance:institute

Walchestr. 9, CH-8006 Zurich, T +41 44 254 30 80
c/o University of Geneva, 42, Bd du Pont d'Arve, CH-1211 Geneva 4, T +41 22 379 84 71
www.sfi.ch

