

## Il rating ESG. Trasparenza e eticità alla base del processo di investimento

Michele Calcaterra

L'attuale situazione di mercato testimonia l'importanza di affiancare all'analisi tradizionale degli emittenti basata su indicatori finanziari, una ricerca basata su indicatori alternativi non finanziari e votata a individuare e premiare elementi distintivi nella gestione delle politiche sociali, ambientali e nel funzionamento della struttura di governance societaria.

Questo processo di determinazione di un rating «non tradizionale» e comunque complementare a quello più comunemente adottato per l'assegnazione del merito di credito, esiste già da tempo ed è conosciuto come rating ESG, acronimo che individua i driver principali di analisi aziendale e conseguente giudizio: Environmental, Social and Governance, ovvero appunto le politiche ambientali, sociali e di *governance* societarie.

Questo genere di analisi si è sviluppata come evoluzione dell'approccio agli investimenti socialmente responsabili e assiste investimenti per oltre 2700 miliardi di dollari negli Stati Uniti e per quasi 1000 miliardi di euro nei paesi europei (dati a maggio 2008).

La ricerca e il rating ESG consente di valutare elementi di rischio alternativi e scarsamente correlati con quelli esaminati dall'analisi finanziaria, concentrandosi su aspetti intangibili e ampliando la gamma di informazioni disponibili a supporto della selezione degli investimenti finali.

L'attuale crisi dei mercati finanziari è stata favorita da un insieme complesso e articolato di fattori, alcuni dei quali avrebbero potuto essere colti e anticipati grazie all'analisi ESG.

In particolare aspetti legati alla struttura di *governance* quali la solidità delle strutture e dei processi di *risk management* adottati, il livello di efficacia e indipendenza degli organismi di controllo interno e la coerenza delle politiche commerciali e remunerative aziendali.

Andando al cuore del problema e, quindi, al caso dei mutui subprime, questo strumento finanziario può essere considerato quale elemento a elevato contenuto sociale dato che consente alla fascia di clientela con basso reddito, scarse garanzie e una storia creditizia problematica la possibilità di acquistare una casa; la «trasfigurazione» del mutuo subprime in prodotto cartoralizzato e, quindi, in strumento investibile scollegato dalla sua natura originaria, configura quell'area di rischio che un'analisi ESG applicata agli emittenti è in grado di intercettare.

L'adozione di politiche commerciali aggressive e sistemi di incentivo e remunerazione eccessivamente sbilanciati su prodotti senza un sottostante solido e con obiettivi di breve periodo, insieme al manifestarsi di problemi nelle aree della gestione del personale o dei rapporti con la clientela o di episodi di corruzione o abuso del potere di mercato, sono alcuni degli aspetti considerati dalla ricerca ESG come sintomi della presenza di una strategia di management non sostenibile nel lungo periodo fino a determinare, nei casi più gravi, l'esclusione dall'universo investibile.

L'utilizzo di un'analisi indipendente basata su queste tematiche può consentire di individuare elementi di rischio ulteriori e meno facilmente rintracciabili rispetto a quelli riscontrabili dai dati di bilancio, elementi legati a fattori più «soft», come il tipo di cultura aziendale presente nella struttura di management e il livello di trasparenza societario, su cui si basa la legittimazione sociale presso il pubblico.

Una ricerca effettuata da ECPI, società indipendente attiva dal 1997 nella ricerca ESG e nello sviluppo di indici sostenibili, dimostra come l'applicazione di un rating ESG a un portafoglio di società nordamericane del settore finanziario, rappresentato dalla composizione dell'indice *S&P 500 – Financial* del luglio del 2007, all'alba del periodo più turbolento della crisi dei mercati, avrebbe consentito di ridurre di oltre l'8 per cento le perdite.

Questo grazie all'esclusione, per motivi legati non alle poste di bilancio ma a una valutazione della sostenibilità dei meccanismi di gestione societaria, di società quali Bear Stearns, AIG, Citigroup e Fannie Mae.

Per fare un esempio, il colosso assicurativo AIG, coerentemente con le analisi ESG, è stato escluso fin dal luglio del 2005 a causa di rilevanti violazioni delle pratiche di mercato in relazione a episodi di corruzione che si sono ripetuti durante il 2006 e il 2007 (nel luglio del 2007 AIG ha patteggiato con il governo federale statunitense il pagamento di 163 milioni di dollari in relazione ad accuse di aver speculato sulla concessione di mutui, caricando costi eccessivi sui propri clienti e non considerando adeguatamente il loro rating creditizio).

La ricerca mostra inoltre come, nell'ambito delle circa 400 società finanziarie analizzate con analisi ESG, il sottogruppo delle società escluse dall'universo investibile, costituito da oltre il 5 per cento delle società, abbia ottenuto da luglio del 2007 una performance di quasi il 10 per cento inferiore a quella dell'indice di riferimento, rappresentato dall'indice *MSCI World Financial*.

Anche in questo caso il filtro dell'analisi ESG ha consentito di escludere un gruppo di società con andamento peggiore rispetto al mercato di riferimento.

Pur non rappresentando la soluzione di tutti i problemi, la ricerca ESG si è dimostrata un utile supporto per la scelta degli investimenti nella fase più turbolenta dei mercati, provando nei fatti come le società più sostenibili siano in grado di reagire meglio alle fasi più critiche dei mercati.

L'utilizzo di questo tipo di ricerca, a complemento e integrazione di quella tradizionale, può risultare uno strumento utile per la costruzione di un portafoglio più efficiente e meno rischioso.

Tanto più che proprio l'approccio basato sulla sostenibilità di lungo periodo appare particolarmente congeniale con quello di attori quali i fondi pensione e i fondi sovrani, che stanno assumendo un ruolo rilevante nel determinare i

rapporti proprietari nel mondo e che possono beneficiare della ricerca ESG e stimolarne lo sviluppo, svolgendo nel contempo un ruolo propulsivo per l'adozione di pratiche di gestione più sostenibili a livello societario.

*(Michele Calcaterra, CEO di ECPI e professore presso il Dipartimento di Corporate Finance e di Real Estate della SDA - Bocconi School of Management di Milano)*