



SUL RATING ESG OGNUNO VA IN ORDINE SPARSO

Quando si tratta di investimenti sostenibili, le valutazioni di rischio oscillano tra estremi opposti. Perché in mancanza di uno standard ogni agenzia adotta criteri diversi. Lo studio di Aegon Am e AllianceBernstein

di Margherita Ceci

La sostenibilità è un imperativo anche nella finanza. E che gli investimenti Esg siano il nuovo Eldorado lo dimostrano i numeri: nel 2020, in piena pandemia, gli afflussi nei fondi sostenibili sono cresciuti del 73%, arrivando a 71,1 miliardi di dollari. Ma siamo così sicuri che un investimento targato "sostenibile" lo sia davvero? O meglio: il rating Esg, rispecchia davvero il livello di sostenibilità dell'investimento?

In teoria - ma appunto, si tratta di teoria - la valutazione Esg dovrebbe servire ad assicurare la posizione di un'impresa in ambito sociale, ambientale e di governance. In pratica, trattandosi di un settore non ancora standardizzato, la valutazione presenta non poche criticità. Anche perché ogni valutatore, ogni agenzia di rating, ragiona con la propria testa e assume un modello di analisi differente. Il risultato? Alla medesima impresa - e allo stesso strumento di investimento - è possibile assegnare rating diversi, se non addirittura contraddittori. «Le agenzie di rating non stanno valutando aspetti cruciali dell'analisi Esg, e adottano un approccio dall'alto verso il basso, che porta a risultati incoerenti», spiega Euan Ker, Sustainable investment analyst di Aegon Am. Così può capitare che aziende di tabacco «ottengano un punteggio elevato nei fattori Esg. [...] Ad esempio, Msci ha assegnato una A in rating Esg a Imperial Brands». Questo accade perché nel valutare la sostenibilità di un'impresa capita spesso che le agenzie di rating considerino unicamente il processo produttivo, tralasciando il bene prodotto. Scelta poco felice, perché ad oggi il successo nel lungo termine di un'azienda risiede non solo nella sostenibilità dei suoi processi, ma anche in quella dei suoi prodotti o servizi, in un'ottica a lungo termine di

impatto sociale e ambientale. Così, Aegon Am si è schierata per un approccio "bottom-up", dal basso verso l'alto, in grado di catturare l'impatto concreto - e non quello apparente - di un'impresa. «Il pericolo di utilizzare semplicemente delle valutazioni Esg standard», continua Ker, «è quello di ritrovarsi a far affidamento su una miriade di prodotti Esg basici e tutti uguali tra loro. Il nostro focus sui 'miglioratori' di sostenibilità a media capitalizzazione

**NELLA COMPOSIZIONE DEI MODELLI
 DI ANALISI ESG L'ANARCHIA
 REGNA SOVRANA PERCHÉ VARIANO
 I PARAMETRI DI VALUTAZIONE**

crea un portafoglio differenziato e ci permette di allocare il capitale alle aziende che crediamo stiano davvero avendo un impatto». Aegon è in buona compagnia: anche AllianceBernstein, nel tentativo di implementare un'analisi degli scenari per i propri investimenti e operazioni, si è accorta delle falle nel sistema. Collaborando con l'Earth Institute della Columbia University, ha infatti formato i propri

investitori interni e stakeholder al fine di produrre una dichiarazione sul clima che fosse allineata con la Taskforce on Climate-Related Financial Disclosure (che dal 2015 fornisce le linee guida per analizzare i rischi legati al cambiamento climatico). AB ha fatto la prova del nove chiedendo a diverse agenzie di rating di valutare gli stessi investimenti. Il risultato? Ogni agenzia è andata per la sua strada. Non solo, tutti i modelli hanno presentato lacune nella copertura di mercato e delle asset class, occupandosi solo di una o alcune fette di mercato, e misurando i fattori di rischio in modi diversi.

C'è per esempio il caso di First Quantum, società di Toronto che gestisce miniere di rame e oro nel mondo con asset significativi in Zambia. Ebbene, nel valutare i rischi fisici per First Quantum derivanti dal cambiamento climatico, un'agenzia di rating ha preso in esame 12 siti dell'azienda, stimando che questa trarrebbe un beneficio dello 0,22% in caso di freddo estremo, ma sarebbe penalizzata nella misura del 2,21% in caso di caldo estremo, per un va-



EUAN KER



**CATTURIAMO
 L'IMPATTO
 CONCRETO E NON
 QUELLO APPARENTE**

lore fisico netto a rischio di -1,96%. E non ha attribuito all'azienda alcun effetto derivante da precipitazioni estreme, pesanti nevicate, vento forte, inondazioni costiere o cicloni tropicali. Per contro, una seconda agenzia ha misurato i rischi fisici di inondazioni costiere (-1,13%), inondazioni fluviali (-0,70%) e impatti cronici (-0,28%). Questi ultimi sono impatti a insorgenza lenta, come i cambiamenti osservati nel costo e nella produttività del lavoro, ad esempio, in condizioni di maggiore stress da calore. L'analisi prevedeva anche un beneficio derivante dall'adattamento (+0,55%), per un valore fisico netto a rischio di -1,56%. Eppure, nessuna delle due agenzie ha tenuto conto della siccità in corso in Zambia: «Il 90% dell'elettricità del Paese proviene da impianti idroelettrici, ed è in atto un razionamento programmatico delle forniture destinato a peggiorare con il protrarsi della siccità», spiega Sara Rosner, direttrice Environmental Research and Engagement del team Responsible Investment di AllianceBernstein. «Questa è una minaccia importante e trascurata per le operazioni dell'azienda nello Zambia [...]. Un gestore attivo con una conoscenza fondamentale dell'impresa è probabilmente in grado di conciliare queste due valutazioni per formulare un giudizio più equilibrato».

Un altro esempio? Quello di Woolworths, brand australiano della Gdo. «Secondo le valutazioni del nostro team, i rischi fisici di interruzioni nella catena di fornitura saranno di gran lunga peggiori di quanto stimato dai modelli di analisi degli scenari di terzi», continua Sara Rosner. AB ha infatti assegnato al rischio fisico un rating Alto, contro il valore Basso attribuito da tutte e quattro le agenzie di rating interpellate. «Una delle nostre preoccupazioni, nello specifico, riguarda la possibilità che il cambiamento climatico influenzi l'offerta di cibo, causando un'inflazione sostenuta dei prezzi dei generi alimentari, il che, a sua volta, potrebbe indurre il governo a porre un limite alla redditività del capitale investito dei rivenditori al fine di proteggere i consumatori», spiega la direttrice di AllianceBernstein. Non

IL RISCHIO VARIA A SECONDA DELL'OSSERVATORE

	FORNITORE A	FORNITORE B	FORNITORE C	FORNITORE D
Copertura delle asset class	Alto/medio	Alto	Medio	Medio/basso
Rischio a livello di titoli	Alto	Medio	Alto/medio	Medio
Valutazione delle opportunità	Medio/basso	Basso	Basso	Basso
Analisi dei dati	Alto	Alto	Alto/medio	Alto/medio
Qualità della comunicazione	Alto	Alto	Alto/medio	Basso
Caso d'uso/accessibilità	Alto/medio	Alto/medio	Basso	Basso
Fattibilità della partnership	Alto/medio	Alto/medio	Medio/basso	Medio
Dinamiche di mercato/concorrenza	Basso	Basso	Medio	Basso
Punteggio complessivo	Alto	Alto	Medio	Basso

UN ESEMPIO DI AGENZIE DI RATING A CONFRONTO SULLA STESSA AZIENDA. FONTE: COLUMBIA EARTH INSTITUTE E ALLIANCEBERNSTEIN

solo: tutti i fornitori di analisi degli scenari hanno classificato il rischio di transizione per Woolworths da Medio ad Alto, ritenendo che il grosso dell'esposizione al carbonio provenga dalle emissioni Scope 3 (generate cioè nella filiera produttiva dell'azienda, dai clienti, ecc.). «Ciò che questi modelli non hanno incluso è l'opportunità rappresentata da consumatori più attenti all'ambiente che cercano prodotti, servizi e punti vendita più rispettosi del clima, il che ha spinto AB ad attribuire un punteggio Basso al rischio di transizione di Woolworths dovuto al cambiamento climatico».

Insomma, l'anarchia, nella composizione dei modelli di analisi Esg, regna sovrana. «Questa varietà di metriche riflette la natura ancora nascente dell'analisi degli scenari climatici destinata agli investitori, e probabilmente si evolverà nel tempo man mano che i fornito-

ri e i loro clienti acquisiranno una migliore comprensione e familiarità con i casi d'uso attraverso l'esperienza e le decisioni pratiche», commenta la Rosner.

Quel che è certo è che, nell'implementare i modelli di rating Esg, la capacità delle aziende di fornire i propri dati sarà cruciale. «I dati sono forniti dalle aziende analizzate e compilati dai fornitori di modelli di cambiamento climatico», spiega Sara Rosner. «Visto che in genere le imprese non sono tenute a fornire informazioni legate al clima, e data l'assenza di standard specifici, i set di dati sono incompleti e incoerenti fin dal principio». Un peccato originale sul quale le agenzie di rating scivolano, aggrappandosi a dati di terze parti, se non a ipotesi fatte sulla base delle tendenze locali, settoriali, o produttive. Le famose "stime" che si tirano in ballo quando non si hanno dati certi, insomma.



SARA ROSNER



**I SET DI DATI
 DELLE AZIENDE
 SONO INCOERENTI
 FIN DALL'INIZIO**

