I quaderni della ricerca ◆ Investimento responsabile

#1

marzo 2021

SRI & PERFORMANCE

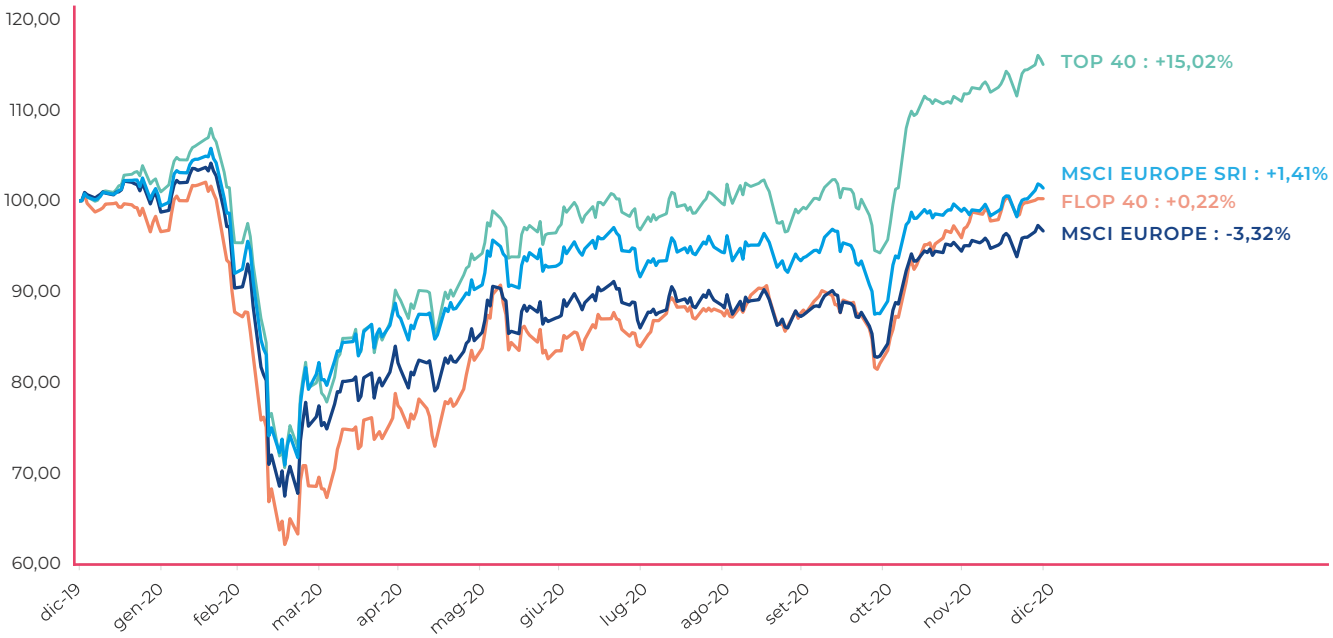
RASSEGNA 2020

LA FINANCIÈRE DE L'ÉCHIQUIER

Quale bilancio per un 2020 del tutto singolare?

Il 2020 rimarrà negli annali dei mercati finanziari che, con la crisi sanitaria globale scoppiata nel primo trimestre, sono andati incontro a uno degli storni più rapidi della storia. Una flessione che è stata, tuttavia, riassorbita molto rapidamente. Il 2020 si rivela però altrettanto atipico nella storia del nostro studio sulla compatibilità tra SRI e performance in quanto ci permette di osservare i risultati borsistici dei nostri portafogli in tempi di crisi e di alta volatilità. I risultati empirici ottenuti ci rafforzano nella nostra convinzione circa la rilevanza dei criteri ESG nella valutazione delle aziende.

Raffronto tra performance dei portafogli composti dai profili ESG migliori e peggiori nel 2020.



1a osservazione

I criteri ESG si confermano essere un fattore di sovraperformance

Nel corso di quest'anno atipico, il portafoglio composto dai migliori punteggi ESG (Top 40) ha registrato una performance del 15% rispetto allo 0,2% del portafoglio con i peggiori punteggi (Flop 40), maggiore quindi di ben 68 volte! Da osservare che anche l'MSCI Europe SRI (+1,4%) ha addirittura sovraperformato il Flop 40 (0,2%) e l'MSCI Europe (-3,32%).

2a osservazione

I criteri ESG sono un fattore di resilienza

Per analizzare la resilienza dei portafogli abbiamo approfondito la performance e il *maximum drawdown*[1] nel 2020. Durante lo storno spettacolare intervenuto nel primo trimestre[2], il Top 40 ha opposto maggiore resistenza con una performance pari a -19,1% e un *maximum drawdown* di -34,6%, mentre il Flop 40 registrava una performance di -30,5% e un *maximum drawdown* di -39,1%. In questo studio, i criteri ESG si rivelano essere un fattore di resilienza per le aziende in periodi di ribassi estremi sui mercati.

3a osservazione

La resilienza non esclude la possibilità di un rimbalzo rapido

Mentre ci sono voluti 323 giorni perché i titoli Flop 40 ritornassero ai livelli precrisi, ne sono occorsi 264 soltanto perché i titoli Top 40 facessero altrettanto, e quindi 59 giorni in meno! I migliori profili ESG hanno anche mostrato una maggiore capacità di ripresa rispetto ai profili peggiori.

[1] Il *maximum drawdown* è un indicatore di gestione del rischio espresso in % sul capitale investito, teso a valutare la perdita massima storica cui un investitore sarebbe andato incontro se avesse comperato al massimo e rivenduto al minimo durante un determinato periodo.

[2] Dallo 01/01/2020 al 31/03/2020

Come si spiegano queste osservazioni?

Osserviamo che i migliori profili ESG sono prevalentemente aziende di qualità con bilanci sani. Questa solidità finanziaria è ancor più ricercata dagli investitori in tempi di crisi onde limitare il rischio di liquidità.

Le aziende più responsabili dimostrano una migliore capacità di individuazione e gestione dei rischi extra-finanziari. Sono spesso più attente alla tutela dei loro dipendenti e al loro livello di *engagement*. Qualcuna aveva già implementato il telelavoro prima della crisi, fornendo in questo modo ai dipendenti un buon ambiente di lavoro e un migliore equilibrio tra vita lavorativa e privata. Queste *best practice* messe in atto a monte, in risposta ai rischi identificati nella gestione dei talenti ma anche nelle relazioni con i clienti o fornitori, hanno consentito loro di essere più agili e di adattarsi al contesto di crisi.

Inoltre, i titoli con i profili ESG migliori attirano sempre più sottoscrizioni mentre cresce la portata dell'investimento responsabile. Secondo Morningstar, i fondi europei ESG hanno raccolto 233 miliardi di euro nel 2020, pari al doppio circa della raccolta del 2019, per raggiungere un AuM complessivo di 1.100 miliardi di euro[1]. Questi dati dimostrano il sempre maggior interesse dei clienti istituzionali e finali, i cui capitali vanno a sostenere le quotazioni delle aziende responsabili.

Infine, a fronte di questi flussi in acquisto anche i riscatti sono piuttosto rari. Infatti, gli investitori che danno importanza ai criteri ESG sono più propensi a un investimento di lungo termine, essenziale per sostenere le aziende nella realizzazione dei loro progetti nel lungo periodo[2].

---

[1] https://www.morningstar.fr/fr/news/209278/investissement-durable--forte-croissance-de-la-collecte.aspx

[2] *Taking the long view, A toolkit for long-term, sustainable investment mandates* – University of Cambridge

I migliori contributori alla performance del TOP 40

Anche se hanno chiuso esercizi molto diversi, ASML e SARTORIUS STEDIM BIOTECH rimangono, come nel 2019, tra i migliori contributori alla performance. Sono aziende di qualità che confermano la loro performance nel tempo così come la loro resilienza durante le varie fasi di mercato. Spiccano anche THULE GROUP e LONZA.

ASML

Punteggio 8,1/10

Il produttore di macchine litografiche per l'industria dei semiconduttori vanta contropoteri forti grazie a un consiglio composto da amministratori indipendenti dotati di competenze tecniche rilevanti: semiconduttori, elettronica, ambito universitario... La cultura aziendale è molto forte e la politica ambientale del gruppo comprende obiettivi quantificati e ambiziosi a lungo termine. Il ciclo di vita dei prodotti è perfettamente gestito poiché il 98% delle macchine prodotte dall'inizio, nel 1984, sono ancora in funzione.

Performance nel 2020 : +51,9%
Performance nel 2019 : +95,3%

sartorius stedim biotech

Punteggio 7,6/10

Il produttore di prodotti destinati alla produzione di biomedicine - filtri, membrane, sacchetti monouso - ha una buona governance. Si distingue per i suoi eccellenti risultati sulle metriche ambientali chiave, in particolare il consumo di acqua, e gestisce perfettamente l'attrattiva e la ritenzione dei dipendenti, due grandi sfide in questo settore in rapida crescita. Il gruppo sta anche lavorando per sviluppare prodotti a base di bioplastica per compensare l'aumento dei rifiuti generati dalla sua attività.

Performance nel 2020 : +97,3%
Performance nel 2019 : +69,9%

Thule Group

Punteggio 7,8/10

Il leader mondiale nelle soluzioni di trasporto - bauli e portapacchi, portabici, passeggini, ecc. – vanta una governance di grande qualità, con una squadra manageriale dalle comprovate competenze nel tempo e un buon livello di contropoteri all'interno di un consiglio di amministrazione indipendente e qualificato. Il gruppo si distingue anche per il suo impegno nella progettazione di prodotti sostenibili e per l'eccellente analisi dei suoi rischi extra-finanziari, accompagnata da un chiaro piano d'azione per limitare ogni rischio individuato. L'azienda, ad esempio, ha fissato degli standard di qualità e sostenibilità elevati per le operazioni sue e dei fornitori, che monitora regolarmente. Mette anche in atto un piano di formazione continua dei dipendenti onde trattenere i talenti e garantire un loro elevato livello di competenza sul mercato.

Performance nel 2020 : +41%
Performance nel 2019 : +38,1%

Lonza

Punteggio 7,7/10

Il gruppo progetta prodotti chimici destinati al settore sanitario per la produzione di farmaci e all'industria agroalimentare per consentire, ad esempio, un uso ridotto dei pesticidi. L'azienda si distingue per un buon allineamento di interessi con i suoi azionisti ed elevate esigenze alla base della remunerazione variabile dell'amministratore delegato. Il gruppo svizzero dedica particolare attenzione alla riduzione della sua impronta ambientale oltre alla soddisfazione e all'engagement dei suoi dipendenti, che si riflette in un tasso di turnover del personale ben al di sotto della media del settore.

Performance nel 2020 : +60,1%
Performance nel 2019 : +36,4%

Si rafforza il nesso tra investimento responsabile e performance

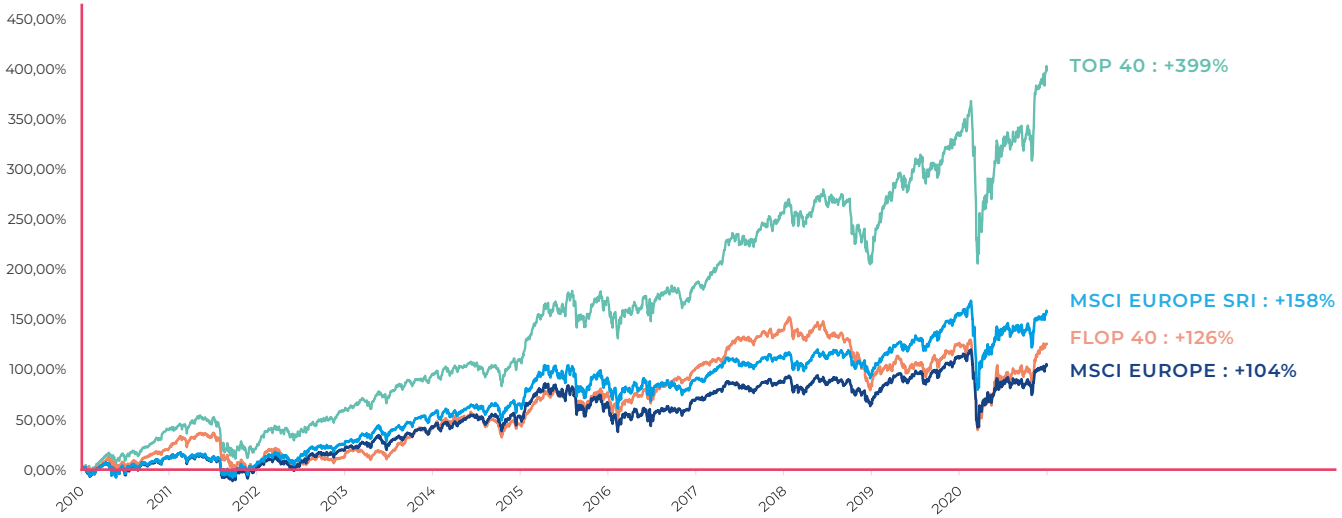
La prima versione dello studio SRI & Performance *by* LFDE, pubblicata all'inizio del 2019, ha evidenziato il legame tra l'integrazione dei criteri Ambientali, Sociali e di Governance (ESG) e la performance finanziaria a lungo termine. Oggi, lo studio spegne una nuova candelina e dimostra ancora una volta la sovraperformance dei migliori profili ESG rispetto ai peggiori. Su un periodo di 11 anni, il portafoglio composto dai migliori rating ESG del nostro universo (Top 40) ha generato una performance pari a 3,2 volte quella del portafoglio composto dai peggiori punteggi ESG (Flop 40). Si accentua, anche quest'anno, la sovraperformance che era pari a 2,3 volte in 9 anni[1] e a 2,6 volte in 10 anni[2].

[1] Studio "SRI & Performance *by* LFDE" - 2019

[2] Studio "SRI & Performance *by* LFDE, un anno dopo..." - 2020

Su un periodo di 11 anni, il rapporto rischio/rendimento del portafoglio con i punteggi ESG migliori è 1,9 volte superiore a quello del portafoglio con i punteggi peggiori, contro 1,6 volte in 9 anni. L'accentuarsi della sovraperformance non è quindi andato di pari passo con una maggiore volatilità.

Raffronto tra performance dei portafogli composti dai profili ESG migliori e peggiori tra il 2010 e il 2020



Si confermano le conclusioni degli anni precedenti

Presi separatamente, i criteri ambientali, sociali e di governance sono fonte di performance a lungo termine. In 11 anni, infatti, le performance del portafoglio con i migliori punteggi Sociali (+362%), di quello con i migliori punteggi di Governance (+262%) e di quello con i migliori punteggi Ambientali (+233%) sono migliori di quelle dei portafogli con i peggiori punteggi Ambientali, Sociali e di Governance – dove quello migliore è pari a +185%.

Tuttavia, tra tutti i portafogli simulati, quello che genera più valore in 11 anni rimane il TOP 40 (+399%) ed è il portafoglio con i peggiori punteggi di Governance che genera la peggiore performance nel periodo (+120%).

La ponderazione unica di La Financière de l'Échiquier, che assegna il 60% circa del rating ESG alla Governance – mentre il 40% residuale è suddiviso tra Ambientale e Sociale – genera quindi molto valore a lungo termine, così come il tenersi a distanza dalle aziende con la governance peggiore.

Il fatto che una diversa metodologia riveli risultati simili rafforza la nostra convinzione in merito all'ESG: l'indice MSCI Europe SRI (154%) composto da titoli con i migliori profili ESG batte infatti l'MSCI Europe (112%).

Nel 2020, LFDE ha rafforzato il suo impegno a favore dell'investimento responsabile

A fine dicembre 2020, il 92% delle masse gestite integra dei criteri ESG.

Più della metà delle masse (51%) sono SRI o *Impact:* Altri 3 fondi hanno ottenuto il label di Stato SRI francese, portando la nostra offerta con questo marchio SRI a 9 fondi

Due nostri fondi SRI storici, Echiquier Major SRI Growth Europe ed Echiquier Positive Impact Europe, hanno nuovamente ottenuto il label di sostenibilità belga (Towards Sustainability) e quello tedesco (FNG, con tre stelle). Echiquier Agenor SRI Mid Cap Europe ha ottenuto per la prima volta, nel 2020, il marchio belga (Towards Sustainability).

- Un impegno che ha varcato le mura della nostra azienda:

L'Ecole de l'ISR by LFDE, novità didattica di LFDE che tiene anche conto dei risultati di questo studio, ha formato oltre 1.331 professionisti della finanza da quando è stata lanciata nel 2019.

Un pied devant l'autre, serie di podcast didattici dedicati all'Investimento responsabile e lanciati da LFDE nel settembre del 2020, ha totalizzato, ad oggi, oltre 3.000 ascolti.

Notebook ◆ Responsible Investment

#2

June 2021

SRI & PERFORMANCE

ESG SIGNAL

LA FINANCIÈRE DE L'ÉCHIQUIER

Research by La Financière de l'Échiquier (LFDE) is intended to constantly refine its understanding of extra-financial issues and how they influence businesses' financial performance.

In 2019, La Financière de l'Échiquier published its proprietary study "SRI & Performance by LFDE" for the first time. Its results show that portfolios made up of companies with the highest ESG ratings, using the methodology developed by LFDE, outperform portfolios made up of companies with the worst ESG ratings over the long term.

After three consecutive years of updating the study, and confirming the results over time, we have expanded its scope using a different methodology from the main study in order to confirm the validity of the results and test the impact of weighting companies in the portfolio based on their ESG rating.

Framework of the study

In addition to selecting securities, the portfolio's construction is an important factor in generating performance. Thus, within the context of this ad hoc study, we have evolved our methodology in two major ways:

1. The use of the Top 40 and Flop 40 portfolios entails an arbitrarily defined number of positions, limited to 40 securities (the average size of LFDE equity portfolios). Our methodology has a selection bias, in that companies with an LFDE rating have all seen prior interest from our managers, particularly for their strategic or financial profile. There is also the portfolio concentration effect to consider. These two features statistically limit the impact of the ESG quality criterion in explaining performance.
   In order to limit this bias, we have created a portfolio made up of all companies that have an ESG rating from LFDE. By expanding the sample analysed, we thereby strengthen the statistical relevance of our ESG quality criterion analysis.

2. The second way is to reconsider the equal weighting of the securities, which does not make it possible to differentiate securities within the portfolio by ESG rating. In this study, to strengthen the analysis of the ESG quality criterion, the weight of each security is determined by the value of its ESG rating.

Methodology

We use the ESG rating's Z-score to determine the weighting of the values in the portfolio. The further above the average a security's ESG rating is, the further above 0 its Z-score will be, and consequently, the more heavily it will be weighted in the portfolio's "long" component. Conversely, the further below the average a security's ESG rating is, the further below 0 its Z-score will be, and consequently, the more heavily it will be weighted in the portfolio's "short" component.

This methodology makes it possible to achieve neutral market exposure in the long-short portfolio in order to isolate the impact of the "ESG rating" criterion in performance analysis.

This way, if the long-short portfolio - whose construction is based solely on the value of the ESG ratings of the companies that make it up - has a positive performance, it may be assumed that the ESG rating criterion does indeed have a positive impact on portfolio yield. This way, no matter whether the mar-

LONG - A "long" component made up of companies with the highest ESG ratings (above the average of the universe of rated securities). We are long on these companies.

SHORT - A "short" component made up of companies with the lowest ESG ratings (beneath the average). We are short on these companies.

We are also changing the weighting of the securities to reflect the companies' ESG quality. To do so, we first turn the ESG ratings into a "Z-score" (centered-reduced variable) and consequently obtain a threshold from the ESG signal equal to 0[1].

[1] Normalising our variables consists of subtracting from each ESG rating the average of our rating universe. Standardising our variables consists of dividing all their values by the standard deviation of our ESG rating universe. This data processing is done to allow us to centre the distribution of ESG ratings on 0 without altering the relative deviations between the ratings.

Methodology

We use the ESG rating's Z-score to determine the weighting of the values in the portfolio. The further above the average a security's ESG rating is, the further above 0 its Z-score will be, and consequently, the more heavily it will be weighted in the portfolio's "long" component. Conversely, the further below the average a security's ESG rating is, the further below 0 its Z-score will be, and consequently, the more heavily it will be weighted in the portfolio's "short" component.

This methodology makes it possible to achieve neutral market exposure in the long-short portfolio in order to isolate the impact of the "ESG rating" criterion in performance analysis.

This way, if the long-short portfolio - whose construction is based solely on the value of the ESG ratings of the companies that make it up - has a positive performance, it may be assumed that the ESG rating criterion does indeed have a positive impact on portfolio yield. This way, no matter whether the market goes up or down, if the best-rated companies based on ESG criteria relatively outperform the less well-rated companies, then the long-short portfolio's yield will be positive, and will demonstrate the relevance of the ESG rating factor in explaining yield.

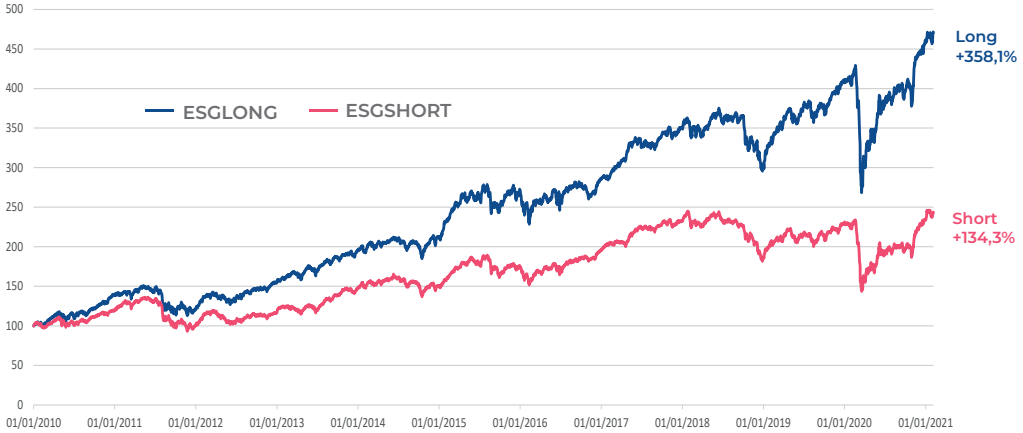
A few additional factors in the methodology:

- To be eligible for the portfolio, the ESG rating must be no more than 3 years old, in order to better reflect the company's reality.

- These portfolios are rebalanced at regular intervals, annually between 2010 and 2015 (on 31 December of each year), then quarterly beginning in 2016.

[2] Starting in 2016, LFDE research accelerated the pace of its ratings updates and also had access to a larger number of ratings. These two factors made it possible to reconcile the intervals. Today, for securities that we are invested in, the company ratings are updated every two years. This makes them especially attuned to the company's extra-financial dynamics and positioning.

Comparison of the yields of portfolios made up of the best (long) and worst (short) ESG profiles between 2010 and 2020



Yield of the ESGLONGSHORT portfolio between 2010 and 2020

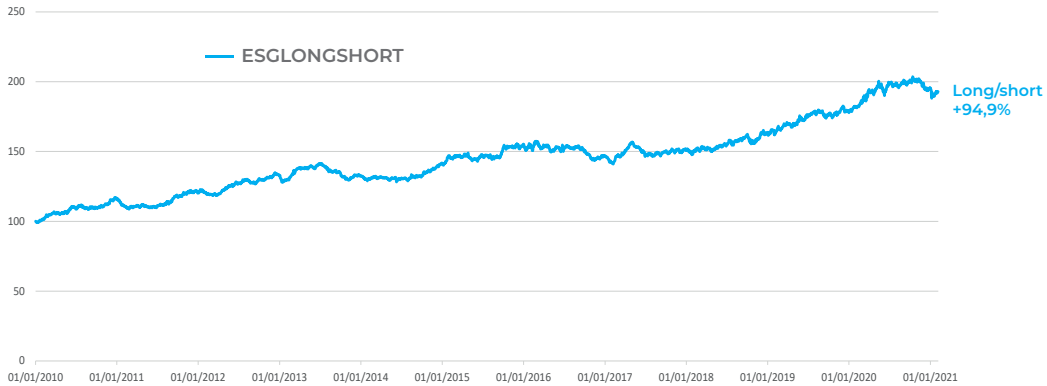


Table comparing the portfolios' annual yields between 2010 and 2020

Years	ESGLONG	ESGSHORT	ESGLONGSHORT
2010	38,49%	19,80%	15,81%
2011	-12,26%	-15,75%	4,33%
2012	27,50%	15,84%	10,01%
2013	26,58%	26,89%	-0,41%
2014	8,29%	0,95%	6,99%
2015	27,73%	16,81%	9,61%
2016	5,45%	11,82%	-5,37%
2017	22,38%	18,95%	2,85%
2018	-12,95%	-19,57%	8,23%
2019	33,80%	22,70%	8,83%
2020	12,37%	2,00%	9,54%

[3] The ESGLONG, ESGSHORT, and ESGLONGSHORT portfolios are three distinct portfolios. The yields of ESGLONG and ESGSHORT are presented as examples. The yield of the ESGLONGSHORT portfolio cannot be calculated from the yield of the ESGLONG and ESGSHORT portfolios. The ESGLONGSHORT portfolio is re-weighted daily so that its "long" component is always weighted to 100 and its "short" component is always weighted to -100 in order to adjust for market effects and maintain neutral exposure. Thus, the companies are not weighted exactly the same between the ESGLONGSHORT, ESGLONG, and ESGSHORT portfolios, which leads to slightly different yields that diverge further over time.

The findings confirm the conclusions of our first study

ESG criteria are a contributor to performance

It is observed that the long-short portfolio earned a positive performance of +94.9% between 2010 and 2020, a testament to the outperformance of the portfolio made up of better ESG ratings (long) compared to the one with worse ratings (short). Consequently, we can confirm that the inclusion of ESG criteria is a long-term performance factor. It is also observed that the "long" portfolio outperformed the "short" portfolio in 9 out of the 11 years analysed, which bolsters our conviction that SRI provides performance under different market conditions. This is particularly true in 2020, a global pandemic year when the long-short portfolio earned a yield of +9.5%.

ESG criteria are a contributor to resilience

During the sharp decline in the first quarter of 2020, the "long" portfolio held up better than the "short" portfolio, returning -23.7% and -30.3% respectively, as well as posting maximum drawdowns of -37.3% and -41.2% respectively. Setting aside the year 2020, the sharpest declines in the long and short portfolios were in 2011 and 2018. During those two periods, the long portfolio also held up better than the short portfolio, with maximum drawdowns of -24.8% vs. -31.2%, respectively, and -20.7% vs. -24.9%, respectively. We also note that the annual returns of the long portfolio are greater than those of the short portfolio during the only two years of negative returns in the period we analysed.
In this study, ESG criteria were also found to play a major role in the resilience of companies in a time of extreme market downturn.

ESG criteria are a contributor to a better risk/return ratio

The level of risk, measured by volatility, is not statistically significantly different between the long portfolio (annualised volatility of 15.6%) and the short portfolio (annualised volatility of 14.6%). However, annualised performance is significantly better for the long portfolio (+14.8%) than the short portfolio (+8.0%). The risk-return ratio is therefore much better for the long portfolio (0.95) than for the short portfolio over the period analysed. The portfolio made up of better ESG ratings is therefore more attractive because it generates a greater return for the same risk level.

LA FINANCIÈRE DE L'ÉCHIQUIER - VIA BRERA, 3 – 201221 MILANO - TEL. : 02 36.57.80.80 - WWW.LFDE.IT
S.A. CAPITALE SOCIALE € 10 105 300 - SIREN 352 045 454 - R.C.S. PARIS - AUTORIZZAZIONE AMF N° 91004

Fonti: La Financière de l'Echiquier, Bloomberg. Dati al 31/12/2020. Le performance 2020 sono calcolate con i dividendi reinvestiti dal 31/12/2019 al 31/12/2020.

Avvertenze : Le informazioni fornite in questa analisi non si configurano quale consiglio d'investimento, proposta d'investimento o incitamento a operare sui mercati finanziari. I risultati delle analisi presentate in questo documento si basano sulle migliori fonti in nostro possesso e su una metodologia proprietaria di analisi dei criteri ambientali, sociali e di governance. I criteri ESG non sono sinonimo di performance o di vincoli; altri criteri sono presi in considerazione nella performance di un'azione. Le performance passate non anticipano le performance future e non sono costanti nel tempo. Non devono essere quindi l'elemento centrale nella decisione di investimento. I titoli citati in questo studio, la loro performance e presenza nei portafogli non sono garantiti.

Metodologia : Lo studio comprende tutti i punteggi interni realizzati dal team di gestione tra il 1° gennaio 2010 e il 31 dicembre 2020, vale a dire un campione di 756 aziende. I punteggi coprono l'intera base di rating senza esclusioni settoriali o normative. Dal 01/01/2019, oltre ai punteggi interni attribuiti dal team SRI, vengono presi in considerazione i punteggi ESG realizzati mediante «integrazione ESG». In altri termini, alcuni dei punteggi E e S possono provenire da agenzie di rating esterne. Il programma di integrazione ESG, lanciato alla fine del 2017, si è ormai stabilizzato. Il tasso di copertura ESG di tutti i portafogli supera il 90%. Solo i punteggi inferiori a 3 anni sono presi in considerazione. Al di là di questo lasso temporale, il punteggio non riflette più il profilo dell'azienda che può aver modificato sostanzialmente le sue prassi ESG. Le società quotate prese in considerazione appartengono a ogni capitalizzazione europea. I portafogli sono equiponderati, creati unicamente a partire dal filtro dei punteggi ESG, sono investiti al 100%, composti unicamente da azioni e ribilanciatii a intervalli regolari (dal 2010 alla fine del 2015, ribilanciamento annuale e poi trimestrale dal 01/01/2016). Nessuna commissione di gestione o commissione accessoria viene applicata alle performance, che vanno intese dividendi reinvestiti (Net Return).