

Shifts & Narratives

#7 | Giugno 2021

Il vaso di Pandora dei rischi sociali: conseguenze per gli investitori

Amundi
ASSET MANAGEMENT

Autori



Caroline LE MEAUX
Head of ESG Research,
Engagement and Voting



Sofia SANTARSIERO
Business Solutions and
Innovation Analyst

Sintesi

La crisi del Covid-19 può essere considerata un punto di svolta per le questioni sociali: ha messo in luce le disuguaglianze socioeconomiche globali e le ha rese più concrete che mai. Ha inoltre dimostrato chiaramente gli effetti tragici, dal punto di vista economico e sociale, che gli shock sistemici possono avere sulle società non eque e non resilienti.

Da un lato, è generalmente riconosciuto che un **aumento eccessivo delle disuguaglianze rappresenta una reale minaccia alla stabilità finanziaria e alla crescita economica**. D'altra parte, tuttavia, non vi è un consensus reale o un framework per i rischi sociali a un livello microeconomico di analisi, vale a dire che i **fattori sociali hanno la capacità di influenzare in modo sostanziale le aziende**.

Amundi ha individuato **diversi rischi sociali a livello aziendale che possono derivare dalle relazioni tra l'azienda stessa e i suoi principali stakeholder**, ovvero dipendenti, consumatori, società in generale e autorità di regolamentazione.

Per ciascuna di queste parti interessate sono stati identificati alcuni rischi sociali rilevanti: è stato dimostrato infatti che hanno un impatto sostanziale sul valore finanziario delle imprese. Nel complesso, mentre i rischi fisici e di transizione sono generalmente riconosciuti per il cambiamento climatico, nel caso del pilastro sociale, sembrano riguardare principalmente la transizione verso un'economia "più giusta": **la necessità di un "lavoro dignitoso" i contratti, il cambiamento dei comportamenti e delle aspettative dei consumatori, la richiesta generale da parte della società che le aziende contribuiscano equamente alle comunità in cui operano, l'aumento delle normative in termini di imposte sul reddito delle imprese, la due diligence per i diritti umani, ecc.**

In questo contesto senza precedenti, la tangibilità dei rischi sociali dovrebbe aumentare. Moody's ha stimato che 8.000 mld di dollari del debito totale sono soggetti a rischi sociali rilevanti, cioè, quattro volte la quantità esposta ai rischi del cambiamento climatico, e questa cifra dovrebbe essere ancora più grande negli anni a venire. Gli investitori dovrebbero quindi iniziare a integrare i rischi sociali lungo l'intera catena di valore dell'investimento, dall'analisi all'engagement e al voto, per essere preparati per la loro crescente rilevanza e impatto sui risultati finanziari dell'impresa.

i. **La crisi del Covid-19 è stata un punto di svolta per le disuguaglianze**

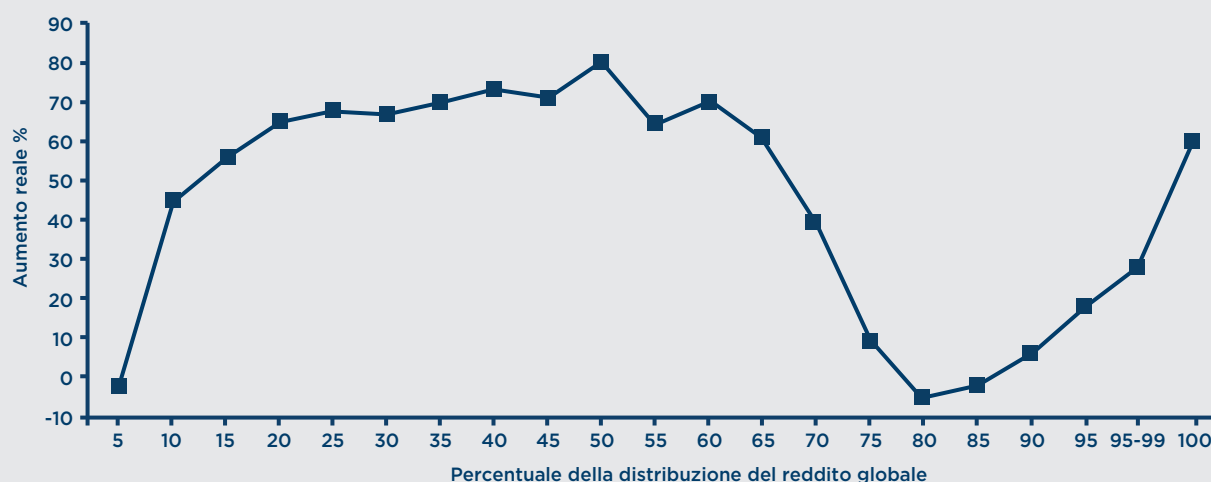
La questione della disuguaglianza sociale è stata discussa per anni dagli accademici ed è costantemente un tema caldo tra i ricercatori, ma anche tra il pubblico in generale, come dimostrato ad esempio dal notevole successo del "Capitale nel XXI secolo" di Thomas Piketty nel 2015. Diversi trend hanno coesistito negli ultimi decenni, gettando luce sulla complessità del tema, è probabile che la crisi del Covid-19 acceleri eventuali traiettorie preesistenti delle disuguaglianze.

Da un lato, la crescita a partire dagli anni '80 ha portato a una diminuzione della disuguaglianza globale del reddito, se misurata in termini relativi. Il notevole sviluppo economico di paesi come la Cina e l'India è identificato come il principale motore di questa diminuzione, che porta a un miglioramento delle condizioni di vita per la metà più povera della popolazione. La quota della popolazione mondiale che vive in condizioni di estrema povertà è scesa dal 37% nel 1990 al 10% nel 2015¹. Nel 2020, il reddito medio delle persone che vivono in Nord America era 16 volte superiore a quello delle persone dell'Africa sub-sahariana².

D'altro canto, la crescita della disuguaglianza di reddito all'interno dei paesi ha riguardato

1. Institut Montaigne (2019) "Povertà nel mondo: dove siamo?"

2. UN World Social Report 2020 "Inequality in a quickly changing world" <https://www.un.org/development/desa/dspd/wp-content/uploads/sites/22/2020/01/World-Social-Report-2020-Fullreport.pdf>.

Grafico 1. Variazione del reddito reale dal 1988 al 2008

Fonte: Branco Milanovic, Disuguaglianza globale. Un nuovo approccio per l'era della globalizzazione. Copyright: BBC. Dati al 14 ottobre 2020.

principalmente le democrazie liberali sviluppate. La parte del leone della crescita è stata conseguita dall'1% più ricco della popolazione, lasciando poco sul tavolo per la classe media.

Nei paesi OCSE, il 10% più ricco della popolazione guadagna, in media, 9 volte di più rispetto al 10% più povero. Inoltre, il coefficiente GINI - una delle misure più utilizzate della disuguaglianza di reddito - ha subito un aumento del 10% tra la metà degli anni 1980 e il 2018³. L'aumento è stato particolarmente pronunciato in paesi come il Regno Unito e gli Stati Uniti.

Inoltre il Covid-19, come tutte le principali pandemie del secolo scorso, potrebbe far aumentare le disuguaglianze⁴. I paesi sviluppati con popolazione più anziana sono stati colpiti più duramente in termini di mortalità, nonostante abbiano sistemi sanitari migliori, redditi più alti e una migliore preparazione. Anche le persone meno istruite, così come i giovani e le donne, hanno subito in modo più significativo la perdita di posti di lavoro e di reddito. Nel complesso, la

pandemia ha messo le questioni sociali sotto i riflettori, l'accesso all'assistenza sanitaria e alla protezione sociale rappresentano una preoccupazione rilevante per i governi per sostenere le famiglie e le imprese nel breve termine.

La crisi del Covid-19 ha fornito una rappresentazione accurata dell'impatto degli shock sistemici per le economie e le società non resilienti ed eque, portando gli investitori a dare molta più importanza al pilastro sociale nel loro approccio agli investimenti. Di fatto, la crisi ha portato significative opportunità per gli investitori in termini di pilastro "S" all'interno dei criteri ESG (Ambientale, Sociale, Governance). La nostra ricerca mostra che nei mercati azionari nordamericani il pilastro sociale, che negli anni precedenti era rimasto indietro rispetto ai pilastri ambientali e di governance, ha superato gli altri due pilastri nel primo trimestre del 2020, nel bel mezzo del downturn del mercato⁵.

I fattori che avrebbero potuto portare a una maggiore resilienza delle performance delle aziende durante il downturn del

3. <https://www.oecd.org/social/inequality.htm>.

4. Vox EU (May 2020) "COVID-19 will raise inequality if past pandemics are a guide" <https://voxeu.org/article/covid-19-will-raise-inequality-if-past-pandemics-are-guide>.

5. Amundi Insights Paper (June 2020) "The Coronavirus and ESG Investing, the emergence of the Social pillar" <https://research-center.amundi.com/article/coronavirus-and-esg-investing-emergence-social-pillar>.

mercato guidato dal Covid sono diversi. Tuttavia, le aziende che hanno mostrato una forte risposta in termini di protezione dei dipendenti e delle operazioni della catena di approvvigionamento hanno subito un calo dei prezzi delle azioni inferiore alla media⁶.

Altri fattori che portano a performance superiori, degni di essere citati, includono una situazione finanziaria solida precedente al 2020, un più alto livello di attività di responsabilità sociale d'impresa (CSR)⁷ e una bassa esposizione internazionale (soprattutto verso la Cina, inizialmente)⁸.

Nei prossimi paragrafi esamineremo in che misura i rischi sociali sono diventati rilevanti per le imprese, e quindi per gli investitori, e in che modo questi ultimi possono intervenire per attenuare tali rischi.

ii. Rischi sociali: una categoria che merita maggiore considerazione

Come accennato in precedenza, la pandemia del Covid-19 ha completamente spostato la discussione sui rischi sociali per le aziende e gli investitori. Mentre l'accordo generale sulla concretezza del cambiamento climatico è cresciuto nel corso degli anni sulla base di prove scientifiche e di un crescente interesse da parte degli operatori di mercato, la sua controparte sociale ha avuto un'evoluzione più brusca. Non sorprende, infatti, che ci sia voluto un evento "cigno nero", come questa pandemia, per portare al centro le questioni sociali: il pilastro "S" non segue una traiettoria lineare, i rischi ad esso correlati ci sono sempre ma si manifestano violentemente solo quando accadono shock inaspettati.

Nei precedenti paper di Amundi riguardanti il tema sociale⁹, abbiamo sottolineato come rischi (e, sul fronte positivo, le opportunità)

relativi al pilastro "S" saranno un focus chiave per gli anni a venire. Mentre l'ultimo decennio ha dato forma all'idea di "investire per la transizione a basse emissioni di carbonio" (e il meglio deve ancora venire con la COP26 a Glasgow quest'anno¹⁰), possiamo aspettarci che nel prossimo anno i rischi sociali saranno incorporati nelle decisioni di investimento in cima ai rischi ambientali.

Il concetto di "transizione giusta" è stato sempre più riconosciuto dagli investitori come un modo per sviluppare una risposta più completa e adeguata al cambiamento climatico. Si tratta di tenere conto dei molteplici impatti sui lavoratori, sui consumatori e sulle comunità locali, della transizione verso economie a basse emissioni di carbonio nell'ambito degli investimenti.

In concreto, consideriamo i rischi sociali come tutti i rischi derivanti da fattori sociali che possono avere un impatto sostanziale su un'azienda e sui suoi stakeholder. In questo contesto, abbiamo ampliato il concetto di "Doppia Materialità", che la Commissione Europea ha sviluppato nelle sue "Linee guida per la comunicazione delle informazioni relative al clima", includendo la sua controparte sociale¹¹. Consideriamo quindi non solo come i fattori sociali influenzano il valore di un'azienda ("prima materialità") ma anche come l'azienda stessa altera (positivamente o negativamente) lo "status quo" sociale dei suoi stakeholder ("seconda materialità")¹². Infatti, come vedremo più avanti, questi ultimi possono anche avere importanti effetti sul valore di un'azienda in quanto gli stakeholder e le loro aspettative sono sempre più in grado di modellare le valutazioni di mercato e di sollevare questioni al livello di materialità.

6. https://www.statestreet.com/content/dam/statestreet/documents/ss_associates/Corporate%20Resilience%20During%20Covid19_3046656.1.1.GBL..pdf.

7. <https://www.npr.org/sections/health-shots/2020/01/30/801016600/life-expectancy-rose-slightly-in-2018-as-drug-overdose-deaths-fell?t=1623089716621>.

8. <https://www.bbc.com/news/business-54636002>.

9. <https://research-center.amundi.com/article/social-bonds-financing-recovery-and-long-term-inclusive-growth>; <https://research-center.amundi.com/article/day-after-4-inequality-context-covid-19-crisis>.

10. <https://research-center.amundi.com/article/shifts-narratives-3-make-it-or-break-it-moment-why-investors-should-care-about-cop26>.

11. https://ec.europa.eu/finance/docs/policy/190618-climate-related-information-reporting-guidelines_en.pdf.

12. https://ec.europa.eu/finance/docs/policy/190618-climate-related-information-reporting-guidelines_en.pdf.

Grafico 2. Rischi e opportunità sociali

Fonte: Interpretazione di Amundi dei "rischi e opportunità legati al clima" disponibile all'indirizzo https://ec.europa.eu/finance/docs/policy/190618-climate-related-information-reporting-guidelines_en.pdf

Un esempio notevole di come funziona la doppia materialità è il caso degli antidolorifici oppioidi Oxycontin prodotti da Purdue Pharma. L'azienda, consentendo la fornitura di farmaci senza legittimo scopo medico, ha contribuito notevolmente all'abbassamento dell'aspettativa di vita negli Stati Uniti nel 2015 per la prima volta dopo decenni (seconda materialità)¹³. Questa completa mancanza di responsabilità del prodotto ha portato a un accordo da 8,3 miliardi di dollari con il Dipartimento di Giustizia e diverse cause che sono ancora in corso (prima materialità)¹⁴.

È necessario sottolineare che, naturalmente, i rischi sociali colpiscono gli emittenti nei vari settori e regioni in modi diversi, come nel caso dei rischi legati al cambiamento climatico. Tuttavia, forse un po' controintuitivamente, il loro impatto può essere ancora più ampio e pervasivo che per la loro controparte climatica. Moody's ha stimato che oltre 8.000 miliardi di dollari del debito sono altamente soggetti ai rischi sociali, contro circa 2.000 miliardi di dollari esposti ai rischi ambientali. Alla fine del 2019, Moody's ha valutato che

gli emittenti sovrani e sub-sovrani dei mercati emergenti, gli emittenti dei settori sanitari e dell'istruzione, le aziende delle industrie pesanti (ad es. automotive, utilities) e i settori legati ai consumi con effetti nocivi per la società (per es. tabacco, gaming) sono i più a rischio dal punto di vista delle considerazioni sociali¹⁵. Tuttavia, la pandemia ha accelerato questo trend mettendo in evidenza le questioni sociali nella maggior parte dei settori economici e delle regioni geografiche e ha portato l'attenzione del controllo pubblico temporaneamente lontano dalle "emissioni elevate" e dai tradizionali "bad guys" in termini di pratiche sociali¹⁶.

A livello macroeconomico, è generalmente riconosciuto che elevati livelli di disuguaglianza sociale possono avere un impatto negativo sulla crescita¹⁷, ad esempio attraverso una diminuzione dei flussi di investimento¹⁸. Oltre ad essere un ostacolo alla crescita, la disuguaglianza dei redditi porta a squilibri socioeconomici e a episodi di tensioni sociali che finiscono per colpire negativamente i mercati finanziari¹⁹. Infine, sembra esserci un

13. <https://www.npr.org/sections/health-shots/2020/01/30/801016600/life-expectancy-rose-slightly-in-2018-as-drug-overdose-deaths-fell?t=1623089716621>.

14. <https://www.bbc.com/news/business-54636002>.

15. "Heat map: Social considerations pose high credit risk for 14 sectors, \$8 trillion debt" (Moody's Investors Services, 31 October 2019).

16. <https://www.cfauk.org/pi-listing/asset-management-after-covid-19-irreversible-change-or-back-to-where-we-left-off#gsctab=0>.

17. <https://www.oecd.org/els/soc/trends-in-income-inequality-and-its-impact-on-economic-growth-SEM-WP163.pdf>.

18. https://dash.harvard.edu/bitstream/handle/1/4553018/alesina_incomedistribution.pdf.

19. <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2021/03/19/Pricing-Protest-The-Response-of-Financial-Markets-to-Social-Unrest-50146>.

Box 1 - Riflettori puntati sulla tassonomia

La tassonomia UE, nella sua essenza, è un sistema di classificazione basato sulla scienza, che stabilisce un elenco di attività economiche sostenibili dal punto di vista ambientale che contribuiscono ad alcuni o a tutti i sei principali obiettivi ambientali dell'UE²⁰. L'aspetto sociale è già integrato nell'attuale tassonomia attraverso l'inclusione delle "salvaguardie" minime (sulla base degli orientamenti dell'OCSE e dei principi delle Nazioni Unite), ma non è ancora del tutto chiaro cosa comporterà tale requisito.

Così, i proponenti ritengono che una tassonomia dedicata al pilastro sociale contribuirebbe a dirigere gli investimenti verso una giusta transizione e, più in generale, verso attività ritenute positive per la società.

I contenuti e la struttura della tassonomia sociale sono da valutare, ma alcune nuove idee si concentrano su un approccio basato su tre pilastri: il rispetto dei diritti umani, la governance e la promozione di condizioni di vita adeguate per tutti. Questi tre obiettivi preliminari sottolineano la differenza fondamentale tra l'iniziale tassonomia "verde" e la sua controparte sociale: quest'ultima probabilmente non definirà cosa sia un'attività economica "socialmente sostenibile", ma darà invece orientamenti più chiari intorno a quelle che definiamo le buone pratiche sociali. Tuttavia, è importante tenere presente che il pilastro sociale va ben oltre gli obiettivi individuati nella tassonomia sociale proposta.

Ciò che è certo è che la Commissione europea, lavorando sulle questioni sociali, si focalizzerà su questi temi e ciò potrebbe avere un impatto significativo sul fronte normativo, come è stato per la componente "verde" della tassonomia.

circolo vizioso tra disuguaglianza di reddito e instabilità finanziaria: livelli più elevati di disuguaglianza portano a maggiori rischi macro-finanziari che possono quindi indurre una maggiore disuguaglianza²¹.

A livello microeconomico, in linea con il concetto di "doppia materialità" precedentemente citato, incorporeremo i rischi sociali concreti attraverso un approccio basato sugli stakeholder. È necessario sottolineare che non esiste un chiaro consensus tra gli asset manager su quali rischi sociali siano rilevanti e possano effettivamente essere considerati materiali, per cui abbiamo cercato di evidenziare quelli che hanno dimostrato di avere materialità nei loro contesti.

1. Dipendenti

Il lavoro e il capitale sono oggi considerati i fattori più importanti su cui si basa l'attività economica. In questo contesto, la quota di reddito nazionale attribuita al lavoro è diminuita enormemente negli ultimi due decenni, soprattutto in paesi come gli Stati Uniti e il Regno Unito²².

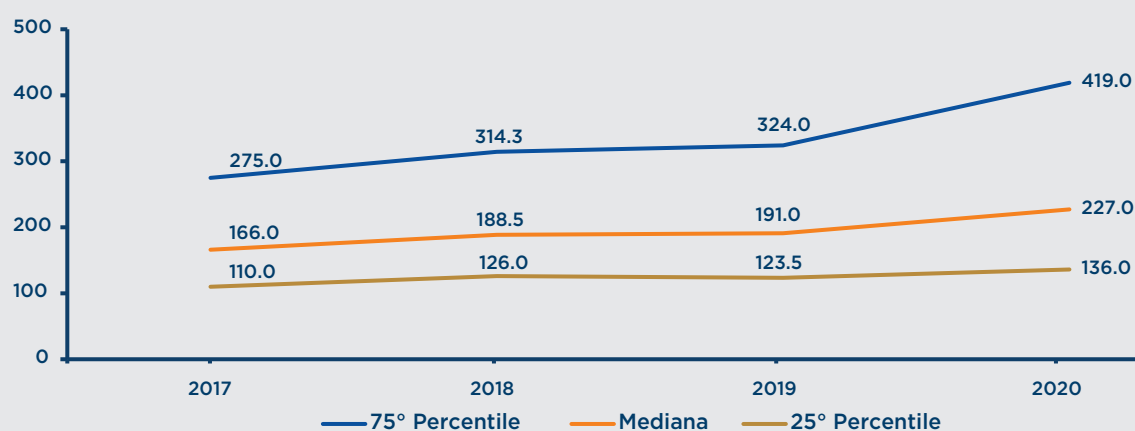
Tuttavia, l'importanza del fattore lavoro non è messa in dubbio e le imprese devono fornire ai propri dipendenti gli incentivi necessari se vogliono che siano motivati e contribuiscano al successo finanziario dell'impresa.

La decisione per un'azienda di investire nella motivazione e nel benessere dei dipendenti è importante in quanto queste risorse

20. Mitigazione dei cambiamenti climatici, adattamento ai cambiamenti climatici, uso sostenibile e protezione delle risorse idriche e marine, transizione verso un'economia circolare, prevenzione e controllo dell'inquinamento, protezione e ripristino della biodiversità e degli ecosistemi.

21. <https://www.imf.org/en/Publications/Staff-Disussion-Notes/Issues/2020/01/16/Finance-and-Inequality-45129>.

22. <https://research-center.amundi.com/article/day-after-12-changing-shares-labour-and-capital-incomes-what-implications-investors>.

Grafico 3. CEO Pay Ratio secondo Equilar 500²³

Fonte: CEO Pay Ratios from Equilar 500 Companies. <https://corpgov.law.harvard.edu/2021/03/31/trends-to-watch-an-early-look-at-ceo-pay-and-the-impact-of-covid-19-on-employee-compensation/#:~:text=At%20the%20same%20time%2C%20median,191%3A1%20the%20year%20prior>

potrebbero essere altrimenti indirizzate ad altre spese più "produttive".

Tuttavia, numerosi studi hanno dimostrato che la soddisfazione dei dipendenti è effettivamente correlata a una migliore performance nel mercato azionario per l'azienda.

Ad esempio, la soddisfazione dei dipendenti (valutata attraverso la proxy delle review online) è risultata avere una significativa correlazione positiva con i rendimenti di lungo termine dei titoli delle aziende USA²⁴. La stessa osservazione è emersa nell'analizzare la soddisfazione dei dipendenti attraverso la nota classifica "The Best Companies to work for in America"²⁵.

I dipendenti in tutti i settori e le regioni sono stati profondamente colpiti dalla pandemia, con, naturalmente, grandi differenze tra i dipendenti "frontline" che forniscono servizi essenziali e altri dipendenti che potrebbero continuare a lavorare da casa. In linea con la ricerca che sottolinea la maggiore resilienza delle imprese con migliori risultati in termini di sostenibilità in caso di pandemia. Gli studi hanno dimostrato che le aziende che

già prima della crisi davano importanza alle condizioni di lavoro dei dipendenti hanno resistito meglio ai downturn del mercato²⁶.

Per quanto riguarda la motivazione e la soddisfazione dei dipendenti, c'è il tema "spinoso" dell'equity pay ratio, detto anche CEO pay ratio. Infatti, come detto sopra, il lavoro nella sua interezza (e non solo per i dirigenti di livello C) è uno dei fattori chiave della produzione: tutti i lavoratori a tutti i livelli, naturalmente in modi diversi e in misura diversa, contribuiscono a far crescere il valore di un'impresa. In alcuni paesi, in diverse parti del mondo (in particolare Regno Unito e USA²⁷), è ora obbligatorio per le aziende pubbliche dichiarare il rapporto tra retribuzione dell'amministratore delegato e retribuzione mediana dei dipendenti. L'argomento è più o meno controverso a seconda delle regioni e dei settori; tuttavia l'opinione pubblica, così come alcuni dirigenti aziendali e investitori istituzionali, hanno condiviso la preoccupazione secondo cui un'eccessiva dispersione delle retribuzioni interne alle imprese stia contribuendo a un aumento delle disuguaglianze²⁸.

23. Equilar prende in esame gli stipendi dei manager delle più grandi aziende quotate in una delle principali borse statunitensi (NYSE, NYSE American o Nasdaq). Maggiori informazioni sono disponibili sul sito: <https://www.equilar.com/equilar500.html>.

24. <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0165176517304433>.

25. <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0304405X11000869>.

26. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3560919.

27. <https://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-160.html>.

28. <https://academic.oup.com/qje/article/134/1/1/5144785>.

Box 2 - Rispetto dei diritti dell'uomo

Le violazioni dei diritti umani possono essere definite come la vera "linea rossa" in termini di pratiche commerciali e uno dei pochi criteri sociali su cui il consenso è ampio. Mentre le violazioni dei diritti umani possono concretizzarsi in diversi tipi di soggetti interessati, le aziende hanno la chiara possibilità e la responsabilità di agire quando si verificano tra i loro dipendenti diretti e della catena di approvvigionamento. Secondo i principi guida delle Nazioni Unite sulle imprese e i diritti umani, come minimo, le aziende dovrebbero rispettare i diritti umani delineati nella Carta Internazionale dei Diritti Umani e nella Dichiarazione dell'Organizzazione Internazionale del Lavoro sui Principi Fondamentali e i Diritti sul Lavoro (alcuni esempi nella tabella qui sotto).

Tabella 1: Diritti dell'uomo e principi del lavoro

	Carta internazionale dei diritti dell'uomo (comprendente la dichiarazione universale dei Diritti dell'uomo, il Patto internazionale sui diritti economici, sociali e culturali; il Patto internazionale sui diritti civili e politici e i due protocolli opzionali)	Dichiarazione dell'Organizzazione internazionale del lavoro sui principi fondamentali; Diritti del Lavoro e otto principali convenzioni
ESEMPI	■ Diritto alla non discriminazione ■ Diritto alla salute ■ Diritto a condizioni di vita adeguate ■ Diritto alla libertà di espressione ■ Diritto alla privacy ■ Diritto al salario di sussistenza	■ Libertà dal lavoro forzato ■ Libertà dal lavoro minorile ■ Libertà dalla discriminazione sul lavoro ■ Libertà di formare e di aderire ad un'unione sindacale e al contratto collettivo

Fonte: Why and How Investors should act on Human Rights (PRI)²⁹.

Gli asset owner e gli asset manager dovrebbero garantire il rispetto dei diritti umani in tutte le loro attività e nei loro investimenti: è una loro responsabilità e ha senso dal punto di vista della gestione del rischio. Dovrebbero adottare Policy rivolte a rispettare i diritti umani riconosciuti a livello internazionale, predisporre un adeguato processo di due diligence per quanto riguarda l'identificazione, la prevenzione, ed il monitoraggio dei risultati ottenuti in materia di diritti umani e dovrebbero consentire, almeno in una certa misura, l'accesso a misure correttive per le persone i cui diritti umani sono stati penalizzati dagli investimenti³⁰.

A titolo di esempio, Norges Bank Investment Management, fondo sovrano norvegese, afferma chiaramente ciò che si aspetta dalle aziende in termini di rispetto dei diritti umani³¹ e prende decisioni attive per la cessione di società che presentano un "rischio inaccettabile di violazione dei diritti umani"³².

Tuttavia, il mercato sembra avere un'idea molto chiara circa i CEO pay ratio elevati: non gli piacciono. In un'analisi focalizzata sugli Stati Uniti, i mercati hanno reagito in modo significativo alla divulgazione di tali dati, mostrando quindi che tale ratio è considerato un indicatore rilevante nella valutazione di una società nella sua interezza. La cosa più importante è che le aziende

che hanno presentato pay ratio più elevati hanno registrato reazioni negative in modo significativo³³.

In un contesto più ampio, quando le società hanno rivelato elevati CEO pay ratio, anche dopo aver tentato di edulcorare le notizie, la reazione degli stakeholder è stata negativa: effetto mediatico negativo, minor supporto

29. Disponibile all'indirizzo: <https://www.unpri.org/download?ac=11953>.

30. <https://www.unpri.org/human-rights-and-labour-standards/why-and-how-investors-should-act-on-human-rights/6636.article>.

31. <https://www.nbim.no/en/the-fund/responsible-investment/principles/expectations-to-companies/human-rights/>.

32. <https://www.reuters.com/article/us-norway-swf-ethics-idUSKBN25R1AW>.

33. <https://www.sauder.ubc.ca/sites/default/files/2020-02/Equity%20Market%20Reaction%20to%20Pay%20Dispersion.pdf>.

da parte del voto degli azionisti per le risoluzioni say-on-pay (SOP) e, rilevante per quanto detto sopra, peggioramento della produttività dei dipendenti e del morale nel lungo periodo³⁴.

Per concludere, anche se, in generale, un CEO pay ratio eccessivamente elevato è percepito negativamente dal mercato e può avere gravi ripercussioni sulla redditività delle imprese, rappresenta ancora di più un problema quando la retribuzione mediana di un lavoratore non raggiunge la sussistenza. In particolare, le società statunitensi che offrono contratti a salario minimo - insufficienti a guadagnarsi da vivere - stanno ora affrontando problemi di carenza di manodopera a causa dell'offerta di sussidi di disoccupazione³⁵.

Questo porta alla considerazione che la coesione sociale, sotto forma di benessere dei dipendenti, protezione e equa retribuzione rispetto ai dirigenti di livello C, può essere un fattore chiave per la performance finanziaria ed è ancora sottovalutata dal mercato.

2. Consumatori

I consumatori sono la seconda controparte interessata. Il loro potere sulla redditività futura di un'azienda è immenso, in quanto sono in grado (più o meno a seconda del settore e dei suoi costi di trasferimento) di decidere se continueranno ad acquistare da quella specifica azienda o se si rivolgeranno a un concorrente diretto. I comportamenti dei consumatori stanno cambiando; i consumatori chiedono sempre più alle aziende da cui acquistano prodotti e servizi di evitare di esacerbare le questioni sociali o, ancora meglio, di avere un impatto positivo su di esse. È importante che si aspettino che queste stesse aziende comincino a divulgare i loro impatti sociali (e ambientali) lungo tutta la catena del valore.

Nel corso degli anni diversi studi hanno dimostrato che i consumatori sono più propensi a scegliere prodotti che considerano socialmente responsabili³⁶. A lungo termine, ciò si riflette in comportamenti positivi pro-azienda, come l'acquisto, la fedeltà e tendenza a farsi "promotore" di un marchio, dato che le attività di CSR di un'azienda corrispondono alle convinzioni morali dei suoi consumatori³⁷. In particolare, questo legame tra responsabilità sociale e soddisfazione dei consumatori e lealtà è risultato significativo in molteplici settori, dalle vendite al dettaglio al settore bancario³⁸.

In questo contesto, un esempio di azienda che si è comportata in linea con i valori della sua base di clienti è Nike, avendo scelto Colin Kaepernick, ex giocatore della National Football League (NFL), come protagonista di una delle sue pubblicità. Il controverso inginocchiarsi di Kaepernick durante l'inno statunitense prima delle partite della NFL, un segno di protesta contro la brutalità della polizia, probabilmente gli costò la carriera nella NFL. Subito dopo l'annuncio, i prezzi delle azioni Nike hanno raggiunto il massimo storico e le sue vendite digitali, beneficiando della campagna pubblicitaria, sono aumentate del 36% nel trimestre³⁹.

Nel complesso, una clientela soddisfatta e fedele può portare a rendimenti in eccesso che, a loro volta, non registrano una maggiore volatilità⁴⁰.

In sintesi, per le aziende socialmente responsabili, vi è una maggiore probabilità che i consumatori adottino comportamenti pro-impresa (acquisto, fedeltà, tendenza a farsi "promotore" di un marchio), portando ad una maggiore redditività e a rendimenti in eccesso.

34. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3481540.

35. <https://www.cnbc.com/2021/05/26/smead-labor-shortage-wage-rises-a-democratization-of-us-workforce.html>.

36. <https://www.sciencedirect.com/ezp.essec.fr/science/article/pii/S2352250X15003218>.

37. https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0148296318303667?casa_token=OUVYVXZ0J_EAAAAA:xbQMr2UdvwDrTY5_d5AN_CHvT-OvNOW-Vylz18TzBEXSwCImfnHBrI-Kp1g60KQ1PJNfunMZ4-U#bb0240.

38. Cfr., ad esempio: https://www.researchgate.net/publication/330571588_The_effects_of_corporate_social_responsibility_on_consumer_loyalty_through_consumer_perceived_value; https://www.researchgate.net/publication/326863804_Linking_customer_satisfaction_with_financial_performance_an_empirical_study_of_Scandinavian_banks.

39. <https://www.forbes.com/sites/jiawertz/2018/09/30/taking-risks-can-benefit-your-brand-nikes-kaepernick-campaign-is-a-perfect-example/?sh=4ca8c82845aa>.

40. https://www.researchgate.net/publication/228233854_Customer_Satisfaction_and_Stock_Prices_High_Returns_Low_Risk.

3. Comunità e società

Occorre dare importanza anche alle comunità e alla società più ampia che l'impresa può influenzare, direttamente o indirettamente.

Ad esempio, si è osservato che le compagnie minerarie pubbliche che investono nel rapporto con le comunità coinvolte nelle loro attività per evitare conflitti hanno valutazioni finanziarie più elevate rispetto ai loro concorrenti, a parità di altre condizioni⁴¹. Un esempio concreto riguarda l'opinione pubblica sull'uso dell'acqua e sull'impatto delle miniere in Cile: le continue proteste da parte delle comunità locali hanno portato all'interruzione delle spedizioni di rame da una grande miniera e a requisiti più rigorosi all'avvio di progetti minerari, all'aumento dei costi per le società minerarie.

Possiamo naturalmente aspettarci che questo tipo di rischio sociale, anche noto come "licenza sociale ad operare", sia più concreto per settori come l'estrazione mineraria e le utilities le cui attività possono portare a grandi cambiamenti nella vita quotidiana delle comunità locali. Tuttavia, per i settori che non sono generalmente particolarmente controversi, la necessità di una "licenza sociale ad operare" può anche essere un rischio sociale concreto. Ad esempio, nel settore delle bevande, caratterizzato dall'uso intensivo dell'acqua nelle sue operazioni, l'attività degli impianti di imbottigliamento di Coca-Cola in India ha subito un forte impatto e, in alcuni casi, è stata completamente fermata dalle tensioni con le comunità locali a causa delle scarse risorse idriche⁴².

Nel complesso, le aziende che hanno investito risorse nella costruzione di relazioni positive con le comunità penalizzate dalle loro attività presentano un valore finanziario superiore rispetto ai loro concorrenti, a parità di altre condizioni, e garantiscono che le loro attività non siano pesantemente influenzate da disordini sociali.

4. Autorità di regolamentazione

Anche gli organismi di regolamentazione e i governi sono importanti stakeholder, in grado di incidere profondamente sull'operatività delle aziende, sul modello di business e, infine, sulla redditività. Nel contesto specifico della crisi del Covid-19, i governi - anche quelli più liberali - sono stati costretti ad intervenire nell'economia e nella vita quotidiana dei loro cittadini in un modo mai sperimentato dalla seconda guerra mondiale. Anche se la portata degli interventi pubblici dovrebbe naturalmente ridimensionarsi quando la situazione si stabilizzerà, è improbabile che ritorni completamente ai livelli pre-Covid.

L'ambito di applicazione delle politiche dei governi e degli organismi di regolamentazione rilevante per le società è vario: aliquote fiscali, leggi sul lavoro (come le politiche dei salari minimi), regolamenti basati su settori specifici (come la tassa sullo zucchero, ecc.).

In primo luogo, nelle precedenti pubblicazioni di Amundi⁴³ abbiamo condiviso la nostra prospettiva secondo cui i prossimi mesi potrebbero registrare un aumento delle aliquote d'imposta sul reddito delle società, soprattutto nei mercati sviluppati. Il Presidente americano Biden ha proposto di aumentare il tasso dall'attuale 21% al 25-28%, a seconda dell'accordo finale. Inoltre, per quanto riguarda l'OCSE e G20, è in discussione un'aliquota globale dell'imposta sulle società: per il momento, alla riunione dei ministri delle Finanze del G7 del 4 e 5 giugno, è stata concordata un'aliquota minima globale del 15%⁴⁴. Le multinazionali sono state, in alcuni casi, pesantemente multate: per esempio, Google è stata costretta a pagare 1 miliardo di dollari al governo francese, per chiudere un'indagine sul mancato pagamento delle imposte in Francia⁴⁵. Inoltre, alcuni paesi (come Danimarca, Scozia e Francia) hanno deciso di rendere le società con sede in paradisi fiscali non ammissibili al sostegno economico durante la crisi⁴⁶. Per i motivi di cui sopra,

41. https://www.researchgate.net/publication/264376641_Spinning_Gold_The_Financial_Returns_to_Stakeholder_Engagement.

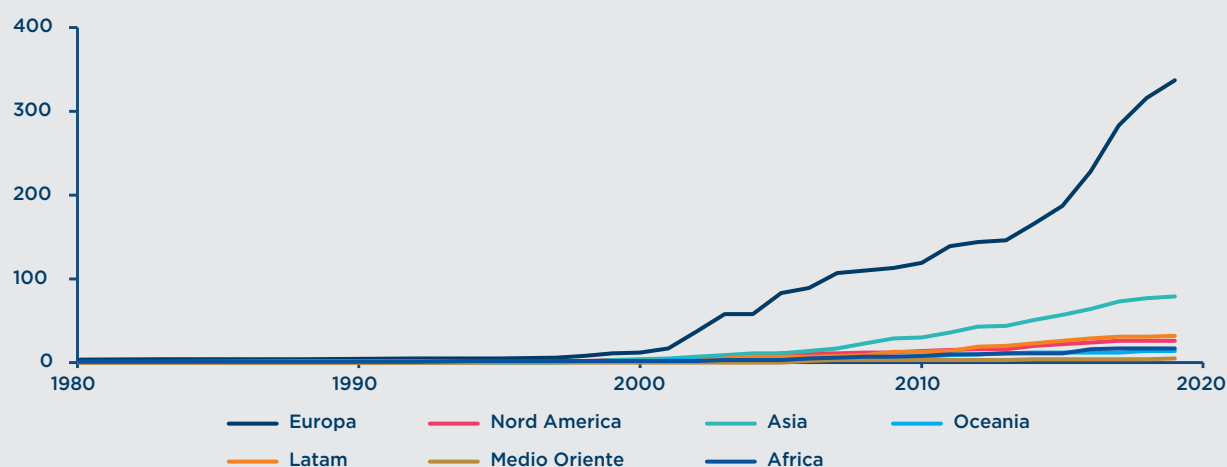
42. <https://www.unpri.org/download?ac=6529>.

43. <https://research-center.amundi.com/article/day-after-4-inequality-context-covid-19-crisis>.

44. <https://www.ft.com/content/95dd0c00-7081-4890-bcef-b9642312db4d>.

45. <https://www.reuters.com/article/us-france-tech-google-tax-idUSKCN1VXISM>.

46. <https://www.taxjustice.net/press/scotland-joins-wave-of-countries-blocking-tax-haven-tied-corporations-from-receiving-covid-19-bailouts-tax-justice-network-responds/>.

Grafico 4. Numero di normative ESG

Fonte: PRI Regulation Database, disponibile su: <https://www.unpri.org/policy/regulation-database>

possiamo aspettarci che le aziende con sede nei paradisi fiscali e/o l'attuazione di politiche fiscali aggressive saranno ampiamente sotto analisi negli anni a venire.

In secondo luogo, le politiche del lavoro potrebbero essere interessate, in particolare per quanto riguarda i salari. Le perdite di posti di lavoro tra i dipendenti con salario basso sono state molto più elevate che per i dipendenti ad alto salario in paesi come il Canada e gli Stati Uniti. Allo stesso tempo, i dipendenti con un salario medio più basso sono stati quelli maggiormente penalizzati dalla crisi sanitaria ed economica: i lavoratori "in prima linea" che hanno fornito servizi essenziali e quelli impiegati in settori che hanno avuto maggiori restrizioni⁴⁷. In diversi paesi si è affrontato il tema degli aumenti dei salari minimi nazionali: in particolare, con la proposta "Raise the Wage Act" del 2021, i legislatori statunitensi stanno cercando di raddoppiare il salario minimo a US \$15 dagli attuali US \$7,25 per tutti i lavoratori in tutto il Paese⁴⁸. In tale contesto, le imprese che hanno pagato i propri dipendenti a salari inferiori rispetto ai loro competitor del settore e/o inferiori alla media del settore saranno maggiormente penalizzate: ciò

vale in particolare per i settori in cui i salari costituiscono una parte significativa dei costi totali, come il settore delle vendite al dettaglio. Ad esempio, il più grande rivenditore retail degli Stati Uniti, costretto dalle leggi statali statunitensi ad aumentare il suo salario minimo iniziale, ha subito un calo più pesante degli utili rispetto ai competitor che pagano i loro dipendenti con salari più alti nel settore⁴⁹.

Nel complesso, ci si attende un maggiore controllo e, di conseguenza, una maggiore attività da parte delle autorità di regolamentazione, in termini di come le imprese considerano e influenzano le questioni sociali nell'ambito delle loro attività. Per fare un esempio, la Commissione Europea sta attualmente lavorando ad una nuova direttiva che richiederà alle aziende che operano nell'Unione Europea (anche non con sede nell'UE) di applicare un processo di due diligence obbligatoria per quanto riguarda il rispetto dei diritti umani in tutta la loro catena del valore⁵⁰.

Per concludere, le aziende che non hanno preso in considerazione le normative in ambito sociale (come la revisione delle aliquote d'imposta sulle aziende o gli aumenti

47. https://www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/---dgreports/---cabinet/documents/publication/wcms_756331.pdf.

48. <https://www.reuters.com/world/us/biden-raises-minimum-wage-federal-contractors-15hr-2021-04-27/>.

49. <https://www.unpri.org/download?ac=6529>.

50. <https://www.ropesgray.com/en/newsroom/alerts/2020/05/EU-Mandatory-Human-Rights-Due-Diligence-Legislation-to-be-Proposed-in-Early-2021>.

Box 3 - Rischi sociali con effetti su tutti gli stakeholder: reputazione e contenzioso

Vi sono alcuni rischi sociali che possono avere ripercussioni su tutte le categorie di soggetti interessati.

In primo luogo, il cosiddetto rischio di reputazione è un rischio importante da riconoscere ed è stato evidenziato da un'indagine globale dei dirigenti di livello C come il secondo rischio più importante per le loro aziende (dopo il rallentamento economico)⁵¹. In un mondo sempre più digitale e globalizzato, le notizie vanno veloci e vengono condivise rapidamente. È quindi fondamentale per un'azienda garantire che l'immagine del marchio e la reputazione siano allineate agli standard sociali attesi dai suoi clienti. Un esempio è la significativa perdita di valore di mercato (fino al 4%) subita dalle società sponsor di Tiger Woods dopo lo scandalo che lo ha coinvolto⁵².

Anche i rischi di contenzioso o responsabilità possono essere inclusi in questa categoria in quanto originano dall'effetto negativo che l'azienda ha su tutti gli stakeholder. C'è stato un notevole aumento del numero di controversie ESG e, mentre in passato la maggior parte erano legati al cambiamento climatico, il Covid-19 ha fatto crescere l'attenzione sulle questioni sociali⁵³. Un caso notevole è quello della Bayer che, non avendo intrapreso una sufficiente due diligence sul controverso diserbante Roundup della Monsanto prima dell'acquisizione, dovrà spendere fino a 10,9 miliardi di dollari nel tentativo di risolvere una valanga di casi legali negli Stati Uniti⁵⁴.

Tabella 2: Framework sui rischi sociali

Dipendenti	Consumatori	Società / Comunità	Regolatori
1	2	3	4
Rischi di transizione			
Tutela dei lavoratori e condizioni di lavoro	Soddisfazione dei consumatori e Fedeltà (cambiamento dei comportamenti dei consumatori)	Licenza sociale ad operare (Risposta della società)	Norme incentrate sulla società (aumento delle politiche sociali, regolamentazione, legislazione)
Rischi di reputazione			
Rischi di contenzioso			

dei salari minimi) hanno registrato risultati finanziari peggiori dei loro competitor e si prevede che continueranno a farlo.

5. Investitori

Infine, gli investitori sono un importante stakeholder a cui le aziende devono rendere conto. Forniscono alle imprese il capitale necessario per operare e raggiungere la redditività, esercitando una profonda

influenza sul processo decisionale. Pertanto, per le aziende, avere investitori dalla loro parte, soprattutto in situazioni incerte e shock economici, è di fondamentale importanza.

Attraverso il quadro di cui sopra, abbiamo cercato di dare un'ampia panoramica di alcuni dei rischi sociali che gli investitori dovrebbero prendere in considerazione come finanziariamente concreti e quindi potenzialmente in grado di influenzare i

51. <https://www.aon.com/getmedia/8d5ad510-1ae5-4d2b-a3d0-e241181da882/2019-Aon-Global-Risk-Management-Survey-Report.aspx>.

52. https://www.researchgate.net/publication/228388417_Celebrity_Endorsements_Firm_Value_and_Reputation_Risk_Evidence_from_the_Tiger_Woods_Scandal.

53. <https://www.lw.com/thoughtLeadership/ESG-litigation-roadmap>.

54. <https://www.ft.com/content/f0e08509-f012-4190-a5a3-feab2cd77072>.

Per Investitori Professionali. Non per il Pubblico.

rendimenti nel breve termine e, soprattutto, nel lungo termine. Di seguito, presentiamo alcuni esempi di come i rischi sociali possono essere integrati lungo l'intera catena di valore dell'investimento.

iii. Inclusione dei rischi sociali nella catena del valore degli investimenti

Gli investitori dovrebbero considerare i rischi sociali per la loro doppia rilevanza. Infatti, mentre da un lato la loro principale preoccupazione è come i rischi sociali possono influenzare il valore di un'azienda, dall'altro come un'azienda esacerba o mitiga le questioni sociali può, a sua volta, diventare un rischio che può finire per influenzarne il valore.

Gli investitori dovrebbero pertanto prendere in considerazione l'inclusione dei rischi sociali in tutta la catena del valore dell'investimento: dall'analisi dell'impatto del rischio sociale all'attività di engagement e voto.

In termini di analisi ESG, gli asset owner possono, supportati da asset manager e consulenti, identificare i fattori sociali più rilevanti che influenzano i loro portafogli. Ad esempio, in Amundi, l'analisi ESG viene eseguita sulla base di 37 criteri (sia generici che settoriali), di cui 19 relativi al pilastro sociale. I criteri generici applicati a tutti i settori analizzati comprendono le condizioni di lavoro e la non discriminazione, la salute e la sicurezza, le relazioni cliente/fornitore, la responsabilità del prodotto e dell'azienda (comprese le pratiche fiscali) e le comunità locali e i diritti umani, in base ai soggetti interessati⁵⁵.

È importante sottolineare che la copertura dei dati sociali disponibili per le aziende è in aumento, grazie ai crescenti requisiti di disclosure da parte di governi e autorità di regolamentazione. Un esempio è l'Indice francese per l'uguaglianza di genere lanciato nel 2018, le società quotate in borsa sono tenute a mettere a disposizione il loro "Gender Score"

per valutare le loro performance in materia di uguaglianza di genere⁵⁶. Inoltre, mentre le metriche quantificabili sull'esposizione di un'azienda al rischio del cambiamento climatico sono più facilmente disponibili, la questione è un po' più complicata per i rischi sociali. Di conseguenza, l'intelligenza artificiale e la sentiment analysis del linguaggio naturale sono sempre più utilizzate a supporto dell'analisi⁵⁷.

L'analisi ESG può quindi tradursi in una politica ESG globale che evidenzia i valori e gli obiettivi dell'asset owner in termini di fattori ESG e, in particolare per quanto riguarda le questioni sociali.

Le soluzioni di investimento sono a disposizione degli investitori per contribuire al processo di integrazione dei rischi sociali. Una prima possibilità è quella di applicare un filtro che escluda gli emittenti con cattive pratiche sociali dall'universo degli investimenti (con l'aiuto dei criteri sociali ESG di cui sopra), aumentando così il livello di protezione dai rischi sociali. Per fare un passo avanti, gli asset owner possono decidere di investire in strategie e strumenti che mirano direttamente a incoraggiare gli emittenti a modificare i loro modelli di business verso una maggiore inclusività sociale e maggior impatto. Ad esempio, i social bond offrono agli investitori la possibilità di destinare i loro investimenti a progetti socialmente vantaggiosi e avviare un dialogo con gli emittenti su temi e indicatori correlati al sociale, ottenendo al contempo un profilo di rischio-rendimento in linea con un vanilla bond dello stesso emittente e un ampio reporting sugli impatti⁵⁸. Anche le obbligazioni legate alla sostenibilità con KPI focalizzati sul sociale sono strumenti interessanti: qui gli emittenti corporate hanno un incentivo monetario tangibile per migliorare la responsabilità sociale dei loro modelli e pratiche di business. Tuttavia, fino ad oggi, solo due di questi strumenti sono stati emessi sul mercato⁵⁹. Nell'ambito di un approccio di investimento ESG, l'engagement

55. <https://www.amundi.com/int/ESG/Documentation>.

56. <https://travail-emploi.gouv.fr/IMG/pdf/indexegalitefemmeshommes-ve-03-pageapage.pdf>.

57. For more information, refer to: https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/topics_ext_content/ifc_external_corporate_site/sustainability-at-ifc/publications/publications_report_aisolutions.

58. For more information, refer to: <https://research-center.amundi.com/article/social-bonds-financing-recovery-and-long-term-inclusive-growth>

59. Sustainability Linked Bonds issued by Schneider Electric and by Novartis.

continuo è cruciale. Queste attività di dialogo sono utili nella misura in cui gli asset owner possono aiutare le imprese a riconoscere la loro esposizione e l'impatto (positivo o negativo) sui loro principali stakeholder. Sono inoltre estremamente influenti in termini di impostazione delle "best practice" e per incoraggiare le società in portafoglio a sviluppare e migliorare le loro pratiche sociali. Gli asset owner possono anche prendere in considerazione l'impegno in termini collettivi unendosi alle principali iniziative di mercato sui temi sociali, come la piattaforma Living Wage Financials, che "incoraggia le aziende ad affrontare il mancato pagamento del salario di sussistenza nelle catene di approvvigionamento globali dell'industria dell'abbigliamento"⁶⁰. Infine, ma non per questo meno importante, in quanto azionisti, il voto alle Assemblee Generali è una preziosa occasione per dare alle aziende chiare indicazioni su quanto ci si aspetta da loro in termini di responsabilità sociale.

Per concludere, ci aspettiamo che i rischi sociali diventino sempre più concreti e che nei prossimi mesi si continui ad esplorare questo tema. Infatti, la crisi del Covid-19 ha aperto il vaso di Pandora dei rischi sociali che probabilmente non si richiuderà. Il lato positivo è che le imprese con buone prassi sociali dovrebbero offrire interessanti opportunità di investimento nei prossimi anni.

60. <https://www.livingwage.nl/>.



Avvertenze

I contenuti di questo documento hanno carattere puramente informativo e si riferiscono ad analisi di mercato e/o approfondimenti che tengono conto delle situazioni economico-finanziarie attualmente presenti. I dati, le opinioni e le informazioni in esso contenuti sono prodotti da Amundi Asset Management, che si riserva il diritto di modificarli ed aggiornarli in qualsiasi momento e a propria discrezione. Non vi è garanzia che i Paesi, i mercati o i settori citati manifestino i rendimenti attesi. Le informazioni fornite non costituiscono un prospetto o documento d'offerta né possono essere intese come consulenza, raccomandazione o sollecitazione all'investimento. Il documento e ogni sua parte, se non diversamente consentito e/o in mancanza di una espressa autorizzazione scritta di Amundi SGR S.p.A., non potrà essere copiato, modificato, divulgato a terzi, diffuso on qualunque mezzo e più in generale qualunque atto di disposizione o utilizzo di informazioni ivi contenute sono vietati, salvo espressa indicazione contraria. Dati, opinioni e stime possono essere modificati senza preavviso. Il presente documento è stato predisposto da Amundi, società anonima con capitale di 1.086.262.605 € - Società di gestione approvata dell'AMF N°GP 04000036 - Sede legale: 90, boulevard Pasteur - 75015 Parigi - Francia 437 574 452 RCS Parigi.

Data di primo utilizzo: [11 giugno 2021](#).