

Global Equity Observer

La seconda montagna

ACTIVE FUNDAMENTAL EQUITY | INTERNATIONAL EQUITY TEAM | PERSPECTIVA DE INVERSIÓN | GENNAIO 2020

Nel suo ultimo libro, David Brooks sostiene che con l'avanzare dell'età dobbiamo andare oltre "la prima montagna", quella che pensiamo di dover assolutamente scalare, oltre l'autogratificazione e gli obiettivi individuali, per scalare "la seconda montagna", dove ci realizzeremo aiutando gli altri o perseguendo un bene comune. Non è difficile applicare lo stesso ragionamento anche alle imprese (e perché no, ai gestori dei fondi d'investimento), visto che le odierne sfide ambientali e sociali offrono alle aziende numerosi spunti per dedicarsi a uno scopo oltre che a perseguire un profitto.

Sono passati 50 anni, mezzo secolo, da quando l'economista Milton Friedman teorizzò che l'unica finalità dell'impresa era generare profitti per gli azionisti. Friedman aveva effettivamente in mente un bene superiore – le aziende di successo avrebbero pagato le tasse a tutto vantaggio della società – ma questo corollario non ebbe lo stesso successo della teoria principale, soprattutto nel mondo imprenditoriale. Questa linea di pensiero è parsa una verità pressoché immutabile negli ultimi cinquant'anni. Tuttavia, l'edizione dello scorso anno del Business Roundtable statunitense, un vertice che riunisce le maggiori aziende del mondo comprese alcune tra le più famose multinazionali in cui investiamo, ha segnato un momento di svolta annunciando l'esigenza di ripensare la tesi di Friedman. La sostenibilità o la tenuta nel tempo – per queste aziende

AUTOR



BRUNO PAULSON
Managing Director



LAURA BOTTEGA
Managing Director

"Le odierne sfide ambientali e sociali offrono alle aziende numerosi spunti per dedicarsi a uno scopo oltre che al perseguire un profitto"



e il mondo intero – possono dipendere da una prospettiva più olistica? I firmatari si sono assunti degli impegni nei confronti dei propri clienti, dipendenti, fornitori e comunità, unitamente alla promessa di generare valore di lungo termine per i propri azionisti.

Essendo investitori di lungo termine in società di elevata qualità, a noi sembra si tratti di buone prassi d'impresa, se non di semplice buon senso. Analizzando brevemente i quattro stakeholder menzionati dalla Business Roundtable, si capisce facilmente l'importanza di ciascuno di essi.

- **CLIENTI:** sta diventando sempre più chiaro nel mondo dei beni di prima necessità che per avere successo le aziende devono offrire prodotti “performanti”, che generino reali benefici, non da ultimo perché i social media creano consumatori molto più informati.
- **DIPENDENTI:** in molti settori dipendenti dalla manodopera altamente qualificata, in primis quello del software e dei servizi informatici, la capacità di reclutare, motivare e fidelizzare il personale è una fonte fondamentale di vantaggio competitivo.
- **FORNITORI:** le società sono chiamate sempre più a rispondere dell'intera filiera produttiva, dalla sicurezza dei lavoratori all'impatto ambientale.
- **COMUNITÀ:** oltre all'ovvia considerazione che le comunità sono anche consumatori, le aziende si trovano oggi a operare in un contesto politico e normativo più complicato, ad esempio sul fronte commerciale, fiscale, ambientale, dell'antitrust e della privacy.

“I nostri portafogli sono concepiti per generare performance e non un impatto sociale, ma è sempre più vero che tale l'impatto incide sulle performance nel tempo.”

Per noi non esiste alcun trade-off tra il “fare la cosa giusta” e il successo di lungo termine. Il successo di lungo termine non può prescindere dal “fare la cosa giusta”. Abbiamo chiarito sin dal principio che i nostri portafogli sono concepiti per generare performance e non impatto sociale, ma è sempre più vero che tale impatto incide sulle performance nel tempo, in quanto le aziende stanno diventando sempre più responsabili

delle esternalità che generano, siano esse emissioni di carbonio, rifiuti plastici o violazione della privacy.

Per essere più ottimisti, questo nuovo *Zeitgeist* offre delle opportunità oltre che rischi, in quanto i marchi con uno scopo o quelli che fanno le scelte giuste per i dipendenti e le autorità di regolamentazione possono generare migliori risultati finanziari. Ciò può avvenire sotto forma di nuove quote di mercato, di determinazione dei prezzi o di una forza lavoro coinvolta e rispettosa del contesto normativo. Come sostiene il CEO di Unilever Alan Jope, “non è lo scopo che soppianta l'utile ma l'utile che viene generato da uno scopo”. In altre parole, i consumatori sono più inclini ad acquistare marchi che segnalano chiaramente i valori in cui credono.

“Le tematiche ambientali e sociali sono diventate sempre più rilevanti per le aziende in cui investiamo, vista l'emergenza climatica, il dominio dei social media e la minore prevedibilità dello scenario politico”

In qualità di investitori in aziende “compounder”, ci siamo sempre concentrati sul lungo termine. Le società che deteniamo in portafoglio tendono ad essere meno cicliche dell'indice e ad avere solidi posizionamenti strategici. Pertanto, è sempre stato implicito che i fattori ESG fossero in cima all'elenco dei pericoli per la sostenibilità dei rendimenti elevati, da cui la nostra storica attenzione alla governance. Negli ultimi anni, le tematiche ambientali e sociali sono diventate sempre più rilevanti per le aziende in cui investiamo, vista l'emergenza climatica, il dominio dei social media e la minore prevedibilità dello scenario politico. La nostra risposta è stata di adottare un approccio più sistematico sulle considerazioni ESG. Di conseguenza, in quanto team d'investimento stiamo scalando quella che talvolta ci appare come la nostra seconda montagna, affrontando quelli che spesso sono rischi e opportunità ESG difficili da quantificare.

In alcuni casi, è relativamente facile beneficiare del familiare conforto dei numeri, come nel caso della stima dei possibili costi incrementali (pari a circa 30 pb l'anno) che sosterranno le società di beni primari che pagano un sovrapprezzo del 40% per l'utilizzo di sola plastica riciclata (o la riduzione dei tassi di crescita per le aziende che non si adatteranno).

Allo stesso modo, il rischio di un aumento delle tasse sulle imprese può essere misurato confrontando l'attuale aliquota d'imposta societaria con la media ponderata per i ricavi delle aliquote fiscali nei paesi in cui l'azienda opera. È inoltre possibile stimare l'impatto di una tassa di 100 dollari per ogni tonnellata di CO₂ emessa; fortunatamente, si tratta di un fattore gestibile per le società dei nostri portafogli globali, la cui intensità di carbonio è dell'87-89% più bassa di quella dell'indice, in base alle tonnellate di CO₂ per ogni milione di dollari di fatturato.¹

Altri aspetti, più difficili da tradurre in cifre, sono stati oggetto di appassionate conversazioni all'interno del team. Qualche esempio:

- Come considerare i rischi di eventi estremi, ossia quegli eventi poco probabili ma con enormi costi potenziali, come le violazioni della privacy?
- Quali rischi sono per noi sufficientemente rilevanti al punto da modificare il costo del capitale o il tasso di crescita terminale di una società nel nostro modello?
- Che valore assegniamo alla diversità? E qual è il costo della sua assenza? Più in generale, la cultura è fondamentale. Ma è misurabile?

È su queste premesse che abbiamo lavorato allo sviluppo di un punteggio ESG interno per le nostre aziende, che si concentrerà non solo sulle questioni e le controversie materiali dei singoli titoli, ma anche sulla definizione di parametri per premere su questioni "universalì" come le emissioni di carbonio che impattano negativamente sull'ambiente, la sicurezza, i dati, la regolamentazione e la diversità, siano esse rischi o opportunità. In presenza di elementi sufficientemente significativi, procederemo a una correzione esplicita dei numeri inseriti nei

nostri modelli, della nostra metodologia di valutazione o delle ponderazioni nei nostri portafogli.

"Non abbiamo ancora tutte le risposte, ma quello che offriamo è un impegno ad affrontare queste tematiche all'interno del team senza esternalizzarle, e una comprovata esperienza di coinvolgimento attivo con le società in portafoglio"

Come sempre, adottiamo un approccio pragmatico e da artisti, oltre che da scienziati, riconoscendo che raramente le questioni considerate hanno contorni ben delineati. In qualità di investitori fondamentali bottom-up, puntiamo a comprendere sempre meglio i nostri investimenti in un mondo che diventa sempre più complesso. Siamo cercando di arrivare a una valutazione ragionevolmente obiettiva dell'effetto complessivo delle attività positive e negative delle nostre aziende sul loro potenziale di rendimento. Ammettiamo senza riserve di non avere ancora tutte le risposte. Probabilmente, non le avremo mai. Quello che possiamo offrire è una prospettiva genuinamente di lungo termine, l'impegno ad affrontare queste tematiche internamente a livello di team e non tramite terzi, un trascorso di coinvolgimento attivo con le società in portafoglio e profonde competenze settoriali e aziendali per isolare e analizzare i temi chiave. Non vediamo l'ora di scalare assieme a voi la seconda montagna.

DISTRIBUZIONE

Il presente documento è destinato e sarà distribuito solo ai soggetti residenti nelle giurisdizioni in cui la sua distribuzione o disponibilità non sia vietata dalle leggi e normative vigenti.

Irlanda: Morgan Stanley Investment Management (Ireland) Limited. Sede legale: The Observatory, 7-11 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2, Irlanda. Società registrata in Irlanda con il numero 616662. Regolamentata dalla Banca Centrale d'Irlanda. **Regno Unito:** Morgan Stanley Investment Management Limited è autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority. Registrata in Inghilterra. N. di registrazione: 1981121. Sede legale: 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA. **Dubai:** Morgan Stanley Investment Management Limited (Representative Office, Unit Precinct 3-7th Floor-Unit 701 and 702, Level 7, Gate Precinct Building 3, Dubai International Financial Centre, Dubai, 506501, Emirati Arabi Uniti. Telefono: +97 (0)14 709 7158). **Germania:** Morgan Stanley Investment Management Limited Niederlassung Deutschland Junghofstrasse 13-15 60311 Francoforte, Germania (Gattung: Zweigniederlassung (FDI) gem. § 53b KWG). **Italia:** Morgan Stanley Investment Management Limited, Milan Branch (Sede Secondaria di Milano) è una filiale di Morgan Stanley Investment Management Limited, una società registrata nel Regno Unito,

autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority (FCA), e con sede legale in 25 Cabot Square, Canary Wharf, London, E14 4QA. Morgan Stanley Investment Management Limited Milan Branch (Sede Secondaria di Milano) con sede in Palazzo Serbelloni, Corso Venezia 16, 20121 Milano, Italia, registrata in Italia con codice fiscale e P. IVA 08829360968.

Paesi Bassi: Morgan Stanley Investment Management, Rembrandt Tower, 11th Floor Amstelplein 11096HA, Paesi Bassi. Telefono: 31 2-0462-1300. Morgan Stanley Investment Management è una filiale di Morgan Stanley Investment Management Limited. Morgan Stanley Investment Management Limited è autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority nel Regno Unito. **Svizzera:** Stanley & Co. International plc, London, Zurich Branch, autorizzata e regolamentata dall'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari (FINMA). Iscritta al Registro di commercio di Zurigo CHE-115. 415.770. Sede legale: Beethovenstrasse 33, 8002 Zurigo, Svizzera, telefono +41 (0) 44 588 1000. Fax: +41 (0) 44 588 1074.

Stati Uniti –

I conti a gestione separata potrebbero non essere adatti a tutti gli investitori. I conti separati gestiti in base alla Strategia illustrata comprendono diversi valori mobiliari e potrebbero non replicare la performance di un indice. Si raccomanda di valutare attentamente gli obiettivi d'investimento, i rischi e

¹ Fonte: MSCI, Morgan Stanley Investment Management, al 31 dicembre 2019.

i costi della Strategia prima di effettuare un investimento. È richiesto un livello patrimoniale minimo. Il modulo ADV, Parte 2, contiene informazioni importanti sul gestore degli investimenti.

Prima di investire si consiglia di valutare attentamente gli obiettivi d'investimento, i rischi, le commissioni e le spese dei comparti. I prospetti contengono queste e altre informazioni sui comparti. Una copia del prospetto può essere scaricata dal sito morganstanley.com/im o richiesta telefonando al numero +1-800-548-7786. Si prega di leggere attentamente il prospetto prima di investire.

Morgan Stanley Distribution, Inc. è il distributore dei comparti Morgan Stanley.

NON GARANTITO DALLA FDIC | PRIVO DI GARANZIA BANCARIA | RISCHIO DI PERDITA DEL CAPITALE | NON GARANTITO DA ALCUN ENTE FEDERALE | NON È UN DEPOSITO

Hong Kong: Il presente documento è stato pubblicato da Morgan Stanley Asia Limited per essere utilizzato a Hong Kong e reso disponibile esclusivamente ai "professional investor" (investitori professionali) ai sensi delle definizioni contenute nella Securities and Futures Ordinance di Hong Kong (Cap 571). Il suo contenuto non è stato verificato o approvato da alcuna autorità di vigilanza, ivi compresa la Securities and Futures Commission di Hong Kong. Di conseguenza, fatte salve le esenzioni eventualmente previste dalle leggi applicabili, questo documento non può essere pubblicato, diffuso, distribuito, indirizzato o reso disponibile al pubblico a Hong Kong. **Singapore:** Il presente documento non deve essere considerato come un invito a sottoscrivere o ad acquistare, direttamente o indirettamente, destinato al pubblico o a qualsiasi soggetto di Singapore che non sia (i) un "institutional investor" ai sensi della Section 304 del Securities and Futures Act, Chapter 289 di Singapore ("SFA"), (ii) una "relevant person" (che comprende un investitore accreditato) ai sensi della Section 305 dell'SFA, fermo restando che anche in questi casi la distribuzione viene effettuata nel rispetto delle condizioni specificate dalla Section 305 dell'SFA o (iii) altri soggetti, in conformità e nel rispetto delle condizioni di qualsiasi altra disposizione applicabile emanata dalla SFA. Il presente materiale non è stato esaminato dalla Monetary Authority of Singapore. **Australia:** La presente pubblicazione è diffusa in Australia da Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited ACN:122040037, AFSL n. 314182, che si assume la responsabilità del relativo contenuto. Questa pubblicazione e l'accesso alla stessa sono destinati unicamente ai "wholesale client" conformemente alla definizione dell'Australian Corporations Act.

Giappone: Il presente documento è destinato ai soli investitori professionali e viene diffuso o distribuito unicamente a scopi informativi. Per i destinatari che non siano investitori professionali, il presente documento viene fornito in relazione alle attività di Morgan Stanley Investment Management (Japan) Co., Ltd. ("MSIMJ") concernenti i mandati di gestione discrezionale degli investimenti ("IMA") e i mandati di consulenza di investimento ("IAA") e non costituisce una raccomandazione o sollecitazione di transazioni od offerte relative a uno strumento finanziario specifico. In base ai mandati discrezionali di gestione degli investimenti, il cliente stabilisce le politiche di gestione di base in anticipo e incarica MSIMJ di prendere tutte le decisioni di investi variano a seconda delle condizioni contrattuali e di altri fattori, MSIMJ non è in grado di illustrare in anticipo aliquote, limiti massimi, ecc. Si raccomanda a tutti i clienti di leggere attentamente la documentazione fornita in vista della stipula del contratto prima di sottoscriverne uno. Il presente documento è distribuito in Giappone da MSIMJ, n. registrazione 410 (Director of Kanto Local Finance Bureau (Financial Instruments Firms)), membro di: Japan Securities Dealers Association, The Investment Trusts Association, Giappone, Japan Investment Advisers Association e Type II

Financial Instruments Firms Association.

NOTA INFORMATIVA

EMEA: La presente comunicazione di marketing è stata pubblicata da Morgan Stanley Investment Management Limited ("MSIM"). Società autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority. Registrata in Inghilterra con il n. 1981121. Sede legale:25 Cabot Square, Canary Wharf, Londra E14 4QA.

Poiché non è possibile garantire che le strategie d'investimento risultino efficaci in tutte le condizioni di mercato, ciascun investitore deve valutare la propria capacità di mantenere l'investimento nel lungo termine e in particolare durante le fasi di ribasso dei mercati. Prima di investire, si raccomanda agli investitori di esaminare attentamente i documenti d'offerta relativi alla strategia/al prodotto. Vi sono importanti differenze nel modo in cui la strategia viene realizzata nei singoli veicoli d'investimento.

I conti a gestione separata potrebbero non essere adatti a tutti gli investitori. I conti separati gestiti in base alla Strategia illustrata comprendono diversi valori mobiliari e potrebbero non replicare la performance di un indice. Si raccomanda di valutare attentamente gli obiettivi d'investimento, i rischi e i costi della Strategia prima di effettuare un investimento.

Il presente documento è da intendersi come una comunicazione generale non imparziale, redatta esclusivamente a scopi informativi ed educativi, che non costituisce un'offerta o raccomandazione per l'acquisto o la vendita di valori mobiliari o l'adozione di una specifica strategia d'investimento. Le informazioni ivi contenute non tengono conto delle circostanze personali del singolo investitore e non rappresentano una consulenza d'investimento, né vanno in alcun modo interpretate quale consulenza fiscale, contabile, legale o normativa. A tal fine, nonché per conoscere le implicazioni fiscali di eventuali investimenti, si raccomanda agli investitori di rivolgersi a consulenti legali e finanziari indipendenti prima di prendere qualsiasi decisione d'investimento.

Ove non diversamente indicato nel presente documento, le opinioni e i giudizi espressi sono quelli del team di gestione del portafoglio, sono basati sui dati disponibili alla data di redazione e non in date future e non saranno aggiornati né altrimenti rivisti per riflettere informazioni resesi disponibili in un momento successivo o circostanze o modifiche sopravvenute successivamente alla data di pubblicazione.

Le previsioni e/o stime fornite sono soggette a variazioni e potrebbero non realizzarsi. Le informazioni concernenti i rendimenti attesi e le prospettive di mercato si basano sulla ricerca, sull'analisi e sulle opinioni degli autori. Tali conclusioni sono di natura speculativa, potrebbero non realizzarsi e non intendono prevedere la performance futura di alcun prodotto specifico di Morgan Stanley Investment Management.

MSIM non ha autorizzato gli intermediari finanziari a utilizzare e distribuire il presente documento, a meno che tale utilizzo e distribuzione avvengano in conformità alle leggi e normative vigenti.

Inoltre, gli intermediari finanziari sono tenuti ad assicurarsi che le informazioni contenute nel presente documento siano adatte ai soggetti a cui trasmettono il presente documento alla luce delle circostanze e degli obiettivi di costoro. MSIM non può essere ritenuta responsabile e declina ogni responsabilità in merito all'utilizzo proprio o improprio del presente documento da parte degli intermediari finanziari.

Il presente documento non può essere riprodotto, copiato o trasmesso, integralmente o in parte, e i suoi contenuti non possono essere divulgati a terzi, senza l'esplicito consenso scritto di MSIM.

Tutte le informazioni di cui al presente documento sono informazioni proprietarie tutelate dalla legge sul diritto d'autore.

Explore nuestro sitio web en www.morganstanley.com/im