

# CHI SALE E CHI SCENDE IN BORSA CON L'EFFETTO SERRA



**Settore per settore, ecco i potenziali effetti del riscaldamento della terra sui listini azionari secondo uno studio della Wealth Management Research del colosso bancario svizzero UBS. Con l'indicazione delle conseguenti strategie di investimento da adottare**

**M**entre gli studiosi annunciano che il 2007 sarà l'anno più caldo nella storia degli annali, UBS Wealth Management Research pubblica un'ampia ricerca sulle conseguenze per gli investitori.

Il nuovo rapporto **UBS** research focus pubblicato dalla Wealth Management Research fa riferimento alle più recenti ricerche sul cambiamento climatico, propone una dettagliata analisi suddivisa settore per settore, identifica i principali rischi e opportunità d'investimento e infine fornisce una serie di proposte concrete per le strategie d'investimento. Il rapporto offre pertanto le basi che aiutano gli investitori a gestire l'impatto di un fenomeno senza precedenti mano a mano che se ne delineano le implicazioni.

## **ECONOMIA DELL'EFFETTO SERRA**

Sebbene siano già disponibili le soluzioni tecnologiche per contenere le emissioni di gas serra, le misure prese a livello globale per creare incentivi alla loro riduzione sono praticamente inesistenti. Il principale fattore capace di attenuare il cambiamento climatico, e quindi determinante per i conseguenti rischi e opportunità d'investimento, è costituito tuttavia dal futuro quadro normativo. Ciò si spiega per tre motivi:

- LE CRESCENTI CONCENTRAZIONI DI GAS SERRA SONO IL RISULTATO DI UN MAL FUNZIONAMENTO DEL MERCATO. IN GENERALE, LE EMISSIONI DI GAS SERRA NON COMPORTANO ANCORA DEI COSTI.
- VI SONO POCHE ALTERNATIVE CONCORRENZIALI AI COMBUSTI-

BILI FOSSILI. MOLTE ENERGIE RINNOVABILI NONCHÉ LE TECNOLOGIE E I SERVIZI ECO-ENERGETICI IN GRADO DI ATTENUARE IL CAMBIAMENTO CLIMATICO NON SONO ANCORA COMPETITIVI INTERMINI DI COSTI SE PARAGONATE ALL'ENERGIA RICAVATA DA PETROLIO, GAS NATURALE E CARBONE.

■ L'ENERGIA RIVESTE UNA GRANDE IMPORTANZA STRATEGICA A LIVELLO NAZIONALE. È L'INTERESSE GENERALE SU LARGA SCALA SUSCITATO DALLE CAUSE DEL SURRISCALDAMENTO DEL PIANETA, UNITO A UNA NORMATIVA PIÙ SEVERA SULLE EMISSIONI DI GAS SERRA, CHE RENDE LE OPPORTUNITÀ LEGATE ALL'ATTENUAZIONE DEL MUTAMENTO CLIMATICO UN INVESTIMENTO INTERESSANTE.

## IL CAMBIAMENTO CLIMATICO: DIFFICILE STABILIRE CHI VINCE E CHI PERDE

Per limitare l'impatto delle direttive in termini di costi, le industrie che emettono gas serra possono investire in tecnologie a basso contenuto di carbonio, negoziare i diritti di emissione, investire in progetti compensativi e fare pressione per bloccare o contestare le normative. Per questo le imprese con una limitata esposizione ai gas serra all'interno di una particolare industria inquinante si trovano in una posizione relativamente forte. Inoltre le imprese che realizzano prodotti con elevate emissioni di gas serra possono ritrovarsi direttamente interessate da queste normative. Sono particolarmente vulnerabili i settori influenzati dalle condizioni climatiche, così come i settori in cui le attività verrebbero interrotte da eventi meteorologici estremi. Ad esempio si possono citare l'agricoltura, la pesca, la selvicoltura, le centrali idriche, le attività ad alto consumo idrico, ma anche il turismo, la sanità, le assicurazioni e le attività influenzate dalle tempeste quali l'estrazione di petrolio offshore.

### RISCHI

I rischi a cui un futuro cambiamento climatico potrebbe esporre le imprese e le industrie sono normative più severe, un maggiore deterioramento delle

## Rischi relativi al cambiamento climatico

### PER SETTORE O ATTIVITÀ

RISCHIO DI NORME REGOLATORIE INERENTI L'ELEVATA EMISSIONE DIRETTA DI GAS

ALLUMINIO  
CEMENTO  
CHIMICA  
PETROLIO E GAS  
UTILITIES ELETTRICHE  
ACCIAIO

RISCHIO DI NORME REGOLATORIE INERENTI L'ELEVATA EMISSIONE INDIRETTA DI GAS

AUTOMOBILISTICO  
AVIAZIONE  
COSTRUZIONI  
APPARECCHIATURE ELETTRONICHE  
PETROLIO E GAS

ESPOSIZIONE OPERATIVA O FISICA

AGRICOLTURA E PESCA  
FORESTALE  
ASSICURATIVO  
IMMOBILIARE  
TURISMO  
UTILITIES SETTORE ACQUA

In tabella sono indicati i settori vulnerabili al cambiamento climatico e quelli in cui le attività verrebbero interrotte da eventi meteorologici estremi.

proprietà materiali, il calo di entrate, i danni alla reputazione.

### OPPORTUNITÀ

Più le persone saranno incoraggiate a limitare le emissioni di gas serra, maggiori saranno le opportunità d'investimento legate al contenimento degli effetti del cambiamento climatico. Tali opportunità si suddividono in due categorie distinte:

■ PRODOTTI E PROCESSI CARATTERIZZATI DA UNA MAGGIORE EFFICIENZA ENERGETICA;

■ SVILUPPO DI FONTI ENERGETICHE RINNOVABILI, A BASSO CONTENUTO DI CARBONIO.

Questi settori e le aree d'investimento al loro interno sono ben posizionati per beneficiare delle condizioni climatiche in mutamento e delle nuove normative.

### RISCHI E OPPORTUNITÀ DAI CAMBIAMENTI CLIMATICI

Strategie di investimento basate su criteri legati ai cambiamenti climatici po-

“ Le imprese con una limitata esposizione al gas serra all'interno di una particolare industria inquinante si trovano in una posizione relativamente forte ”

trebbero non necessariamente produrre maggiori ritorni attesi nel futuro se confrontate a strategie basate su altri fattori. Accanto a questo, strategie di investimento di qualunque natura dovranno necessariamente considerare l'impatto di politiche e forze legate ai cambiamenti climatici e i loro effetti sul business nel futuro e sul contesto regolamentare. Questo aumenterà il profilo di rischio per alcuni settori e aziende e determinerà maggiori opportunità invece per altri. Un numero crescente di aziende e attori sui mercati finanziari stanno incorporando questi criteri nei propri business plan e strategie in anticipo rispetto all'attuazione di nuove politiche o modifiche regolamentari. In altri casi gli investitori stanno scoprendo modalità di analisi delle implicazioni dei cambiamenti climatici all'interno del proprio processo di investimento. Questo riguarda il veicolare i capitali verso segmenti di mercato capaci di rispondere a questi impatti e a promuovere lo sviluppo di quei business che contribuiscano a mitigare questi mutamenti, escludendo invece investimenti nelle imprese considerate più colpevoli.

Identifichiamo tre criteri per valutare prospettive di rischio e rendimento. Primo e prima di tutto le implicazioni di natura politica. Che la politica e l'energia siano strettamente legate non dovrebbe essere una novità; la relazione è funzione di importanti interessi di natura strategica e di business. Le emissioni di gas serra sono semplicemente l'ultimo segno in un panorama politico già complesso con riferimento ai temi dell'energia. E la politica ha esteso il proprio braccio d'azione oltre i temi dell'utilizzo dell'energia o della sua produzione alle considerazioni di natura ambientale.

In secondo luogo l'esposizione del sistema industriale alle emissioni di gas serra e il potenziale per riforme di carattere volontario con molta probabilità determineranno un'estensione dei settori soggetti a regolamentazione. Quelli non in grado di adattarsi troveranno forti pressioni da parte di forze politiche nazionali e internazionali.

Terzo, la risposta di ciascuna impresa ai cambiamenti climatici e alle emissioni di gas serra determinerà esposizione specifica dell'azienda a rischi e oppor-

tunità.

Sulla base di questo scenario, indicheremo ora come gli investitori possano strutturare i propri investimenti incorporando le potenziali risposte di natura politica ai cambiamenti climatici, i rischi di natura fisica e di business e le opportunità per limitare i cambiamenti climatici.

### CONTESTO POLITICO E REGOLAMENTARE

Il driver più importante per limitare i cambiamenti climatici e di conseguenza per i risultanti rischi e opportunità è il futuro contesto regolamentare. Ci sono tre ragioni alla base di questo:

#### ■ L'INCREMENTO DI GAS SERRA È IL RISULTATO DI FALLIMENTI DI MERCATO.

In generale, le emissioni di gas serra ad oggi non determinano costi. L'European Union Emissions Trading Scheme (EU ETS) rappresenta il primo tentativo su larga scala per attribuire dei prezzi alle emissioni di ossido di carbonio. I costi ambientali devono infatti essere internalizzati attraverso cambiamenti regolatori per divenire un fattore materiale delle decisioni aziendali.

#### ■ POCHE ALTERNATIVE A BASSO COSTO AI COMBUSTIBILI FOSSILI

Molte fonti di energia alternativa e tecnologie e servizi mirati a migliorare l'efficienza energetica, che potrebbero contribuire alla limitazione dei cambiamenti climatici, non sono ancora competitivi dal punto di vista dei costi se comparati dall'energia generata da petrolio, gas naturale e carbone. Se i costi esterni derivanti dai cambiamenti climatici, quali i costi del progressivo deterioramento ambientale e i futuri danni fossero inclusi nel prezzo dei combustibili fossili, le fonti di energia rinnovabile diverrebbero più competitive dal punto di vista economico. Il sostegno politico (per esempio attraverso sussidi o facilitazioni fiscali) tende a migliorare questo rapporto incrementando la domanda, riducendo i costi attraverso economie di scala e promuovendo ulteriori avanzamenti nello sviluppo di tecnologie. Il mix attuale e futuro di produzione di energia, pur in un mercato liberalizzato, è ancora in parte una decisione di natura politica.

**“ In generale, le emissioni di gas serra non determinano costi. L'European Union Emissions Trading Scheme (EU ETS) rappresenta il primo tentativo su larga scala per attribuire dei prezzi alle emissioni di ossido di carbonio ”**

**■ ELEVATA IMPORTANZA STRATEGICA A LIVELLO NAZIONALE DEI TEMI DELL'ENERGIA.**

Una abbondante e sicura offerta di energia è una priorità ampiamente condivisa da molte realtà nazionali. Incoraggiare l'uso di energia prodotta a livello domestico e fonti alternative per ridurre la dipendenza da fonti extranazionali sta divenendo una priorità manifesta da parte di molte realtà; politiche mirate a ridurre l'emissione di gas serra potrebbero avere effetti drammatici su utili e costi, sia impattando negativamente su aziende fortemente esposte all'utilizzo di carbone, sia fornendo opportunità di crescita sopra la media per le aziende disposte ad adottare soluzioni mirate a contenere i cambiamenti climatici.

Nel caso delle fonti rinnovabili spesso il sostegno politico ha influenzato i risultati di mercato. In Germania la legge sulle fonti di energia rinnovabili, entrata in vigore nel 2004, prevedeva sussidi all'installazione di pannelli solari. Questo ha indotto un incremento degli impianti fotovoltaici di nuova installazione e del prezzo dei titoli collegati a società attive nell'ambito dell'energia solare. Nel caso degli Stati Uniti la produzione di etanolo è cresciuta da 660 milioni di litri nel 1980 fino a quasi 15 miliardi di litri nel 2005, con il supporto dei sussidi di natura fiscale statali e federali e altre politiche nazionali. Di conseguenza, i flussi di capitali verso il mercato

dell'etanolo statunitense sono incrementati in modo sostanziale: nel corso del 2006 parecchie aziende statunitensi attive nel settore hanno raccolto capitale quotandosi.

**LA LEGGE CINESE PER IL 2006-2010**

Anche la Cina ha dettato direttive per il periodo 2006 – 2010 affinché si incrementi la produzione di energia alternativa, con un forte focus su vento, biomasse e incenerimento dei rifiuti e a questo proposito ha diramato una Legge sull'Energia Rinnovabile. Queste linee guida hanno l'obiettivo di incrementare la produzione di energia rinnovabile fino al 10% di tutta la produzione entro il 2020. Dal momento che la Cina è il più rilevante produttore di gas serra con in più un potenziale per una significativa crescita nei consumi dell'energia, queste politiche possono costituire dei significativi esempi per le altre economie.

Le politiche energetiche sono parte di interessi strategici a livello nazionale ben più ampi. Non solamente variazioni climatiche per regioni favoriscono tecnologie per il rinnovamento nelle fonti, ma soprattutto il focus della ricerca e sviluppo tende a differire da paese a paese. Di conseguenza spingono alla implementazione di politiche di natura locale pur in un contesto multinazionale. Questo è già vero per il Protocollo di Kyoto, che consente ai singoli paesi di determinare le strategie più opportune per ridurre le emissioni di gas serra.

**ESPOSIZIONE DIRETTA**

I settori che hanno esposizione diretta al carbone sono quelle che proprio in virtù dei propri processi produttivi generano gas serra. Aziende nel settore delle utilities e alcuni campi industriali (chimica, cementi e acciaio) determinano le emissioni più consistenti di ossido di carbonio e quindi potenzialmente le più grosse esposizioni dirette al carbone. proprio per questo la prima fase del European Union Emissions Trading Scheme (EU ETS) ha coperto il settore elettrico così come le imprese attive nella produzione di ferro e acciaio, cemento, vetro, materiale per le costruzioni, ceramiche e carta. Al fine di mitigare l'impatto dei costi delle regolamentazioni i settori che emettono gas serra possono investire in tecnologie a basso utilizzo del carbone, nella negoziazione di contratti sulle emissioni, o agire per bloccare o cooperare nella definizione delle norme. Le aziende che operano limitando l'emissione di gas serra in un settore fortemente inquinante risultano invece in una posizione decisamente più forte.

**ESPOSIZIONE INDIRECTA**

Le aziende che hanno un'esposizione indiretta al rischio carbone sono quelle che realizzano prodotti che emettono gas serra durante il proprio utilizzo o offrono servizi che sono influenzati dalla regolamentazione che riguarda il gas serra. L'esempio più calzante è quello del settore automobilistico i cui prodotti sono responsabili di almeno

**Esposizione fisica al cambiamento climatico e capacità di adattamento**



Nel grafico l'esposizione al cambiamento climatico e la capacità di adattamento dei diversi settori.

**“  
Le  
capacità  
di adattarsi  
ai  
cambiamenti  
climatici  
varia  
a seconda  
dei  
settori”**

il 10% delle emissioni globali di gas serra. Le aziende attive nelle costruzioni o nella produzione di apparecchi elettronici lo sono altrettanto. Il settore petrolifero lo è attraverso l'attività di estrazione, raffinazione e distribuzione. Questi settori sono esposti al rischio carbone nel modo in cui modificano la domanda da parte dei consumatori, attraverso l'internalizzazione del costo macroeconomico delle emissioni di gas serra, l'incremento dei prezzi dei combustibili fossili e il miglioramento della consapevolezza ambientale. In aggiunta a ciò le aziende che producono prodotti ad intensa emissione di gas serra possono essere influenzate dalle normative. Negli Stati Uniti i cosiddetti "Corporate Average Fuel Economy standard" richiedono che i produttori di auto paghino una penale se il risparmio medio annuo di

energia scende al di sotto di determinati livelli. Un altro esempio è la Direttiva dell'Unione Europea del 2005 sull'Eco-design of Energy-using Products (EuP) che incoraggia lo sviluppo tra i membri dell'Unione Europea di standard di efficienza per prodotti che utilizzano energia.

### **ECONOMIE EMERGENTI**

I settori con emissioni dirette di gas serra sono quelli soggetti ai più elevati rischi di natura regolamentare, dal momento che le fonti di gas serra sono più facilmente tenute sotto stretta osservazione e controllo. Tuttavia, la maggior parte delle fonti attive in questi

settori industriali sono sempre di più localizzate in paesi in via di sviluppo che non sono soggetti al Protocollo di Kyoto. In aggiunta, molte di queste attività sono coinvolte nella produzione di beni primari che sono alla base della nostra economia e non hanno sostituti, come lo sono ad esempio il cemento, l'acciaio o gli alimenti. Per questo, politiche mirate al fenomeno dei cambiamenti climatici devono necessariamente attingere ai settori coinvolti nelle emissioni indirette quali il trasporto su strada, le costruzioni e le utilities, dal momento che per questi la riduzione di emissioni sono maggiormente efficienti dal punto di vista dei costi sotto il profilo macroeconomico.

### **ESPOSIZIONE FISICA**

La definizione dell'esposizione diretta o operativa ai cambiamenti climatici coinvolge altri aspetti. I settori le cui attività dipendono dalle condizioni climatiche hanno un elevato livello di esposizione fisica, così come i settori le cui attività verrebbero interrotte da eventi climatici di natura estrema. Esempi includono l'agricoltura, la pesca, il settore delle foreste e tutto quello che è legato all'uso delle acque, ma anche il turismo, il settore della salute, quello assicurativo. La capacità di adattarsi ai cambiamenti climatici varia a seconda dei settori. Quello assicurativo lo può fare modificando le proprie condizioni di prezzo, mentre una località sciistica non può più in grado di essere innevata naturalmente o artificialmente dovrà cambiare decisamente il proprio modello di business. Le conseguenze fisiche dei cambiamenti climatici hanno impatto di lungo periodo. Rappresenta anche l'area con il più alto livello di incertezza sugli impatti. Evidenza di questo rischio viene dalle case assicurative che emettono bonds sulle ipotesi di catastrofi per coprirsi contro il rischio di disastri naturali.

### **ESPOSIZIONE CORPORATE**

Oltre alle differenze tra settori, le singole aziende stesse saranno in grado più o meno di rispondere alle nuove normative. far discendere raccomandazioni su acquisto e vendita di titoli relativi al medesimo settore sulla base del-



# Le opportunità legate al controllo dei cambiamenti climatici

## OTTIMIZZAZIONE DELL'EFFICIENZA ENERGETICA

### COSTRUZIONI

**ISOLAMENTO TERMICO:** GLI IMPEGNI EUROPEI SU KYOTO POTREBBERO VENIRE RAGGIUNTI ATTRAVERSO QUESTI ACCORGIMENTI. MIGLIORAMENTO DELL'ISOLAMENTO: LE MAGGIORI POTENZIALITÀ ESISTONO SUGLI IMMOBILI DI VECCHIA DATA; UNA LEGISLAZIONE PIÙ STRINGENTE PER IL SETTORE DELLE COSTRUZIONI E PREZZI CRESCENTI DELL'ENERGIA DETERMINERANNO INVESTIMENTI ULTERIORI IN QUESTO AMBITO.

**ILLUMINAZIONE:** UNA LAMPADINA TRADIZIONALE SPRECA PIÙ DEL 90% DELLA PROPRIA ENERGIA NEL CALORE CHE PRODUCE; I DIFFUSORI A LED (LIGHT EMITTING DIODES) NON GENERANO CALORE.

**RISCALDAMENTO, RAFFREDDAMENTO E VENTILAZIONE:** AMPIO POTENZIALE PER SISTEMI INTEGRATI ADEGUATI ALLE NECESSITÀ DELLE NUOVE COSTRUZIONI: TALI SISTEMI POTREBBERO AVERE APPLICAZIONE ANCHE IN ALTRE COSTRUZIONI.

**ELETTRODOMESTICI E SISTEMI ELETTRONICI PER LA CASA:** QUESTI ULTIMI RAPPRESENTANO UNA FETTA SEMPRE PIÙ AMPIA DELL'UTILIZZO DOMESTICO DELL'ELETTRICITÀ.

### AREE DI INVESTIMENTO

PRODUTTORI DI MATERIALI ISOLANTI E DI SERRAMENTI DI ALTO LIVELLO

PRODUTTORI DI DIFFUSORI LED, FIBRE OTTICHE E LAMPADINE A FLUORESCENZA

SOCIETÀ SPECIALIZZATE NELL'OTTIMIZZAZIONE E NELLA GESTIONE EFFICIENTE DI SISTEMI INTEGRATI DI RISCALDAMENTO RAFFREDDAMENTO E VENTILAZIONE, NELLA FORNITURA A CONTRATTO DI ENERGIA, NEI SISTEMI DI MISURAZIONE, IN SISTEMI IT PER LA GESTIONE DEL CONSUMO DELL'ENERGIA.

PRODUTTORI DI ELETTRODOMESTICI DOTATI DI SISTEMI INTEGRATI DI GESTIONE EFFICIENTE DELL'ENERGIA, QUALI LAVASTRICHIE, LAVASTOVIGLIE, FRIGORIFERI, FREEZER, CONDIZIONATORI E ALTRI ELETTRODOMESTICI,

### TRASPORTI

**ALLEGGERIMENTO DEI SISTEMI:** C'È UNA FORTE CORRELAZIONE POSITIVA TRA PESO E CONSUMO DELL'ENERGIA; L'ALLEGGERIMENTO DEI SISTEMI È DI CRUCIALE IMPORTANZA PER I TRASPORTI MA ANCHE NELLA PRODUZIONE DI ENERGIA (UN ESEMPIO NELL'AMBITO EOLICO) E DI BENI DI CONSUMO.

**SISTEMI DI GUIDA:** GRANDE POTENZIALE NELL'INCREMENTO DELL'EFFICIENZA DERIVA DA MOTORI CONVENZIONALI COSÌ COME DA TECNOLOGIE QUALI GLI IBRIDI E LE CAMERE DI COMBUSTIONE LL

**TECNOLOGIE E SISTEMI ELETTRONICI:** SISTEMI IN GRADO DI RENDERE PIÙ EFFICIENTI I FLUSSI DI TRAFFICO (PER ESEMPIO EVITANDO GLI INGORGHI E LE CODE DI ATTESA IN FASE DI DECOLLO DEGLI AEREI)

### AREE DI INVESTIMENTO

FIBRE DI CARBONIO, MATERIALI COMPOSTI (FIBRE DI CARBONIO E FIBRA DI VETRO), SOLUZIONI LEGGERE IN ALLUMINIO, MAGNESIO, TITANIO E MATERIALI PLASTICI.

FORNITORI NEL SETTORE AUTOMOTIVE CHE APPLICANO E SVILUPPANO TECNOLOGIE INNOVATIVE, PRINCIPALI PRODUTTORI DI AUTOMOBILI.

SISTEMI GPS, SISTEMI DI GESTIONE DEL TRAFFICO SU STRADE AD ALTO SCORRIMENTO, FORNITORI IN TEMPO REALI DI INFORMAZIONI SUL TRAFFICO.

### PRODUZIONE DI ELETTRICITÀ

**COMBINAZIONE DI CALORE E CORRENTE:** IN GRADO DI DUPLICARE L'ENERGIA ATTRAVERSO L'USO INTEGRATO DI ELETTRICITÀ E CALORE. QUESTO RENDE LA TECNOLOGIA ALTAMENTE COMPETITIVA DAL PUNTO DI VISTA DEI COSTI. LA TENDENZA ALLA LIBERALIZZAZIONE DEL MERCATO ELETTRICO SUPPORTERÀ L'ULTERIORE ESPANSIONE DI QUESTA FORMULA.

### AREE DI INVESTIMENTO

PRODUTTORI INDIPENDENTI DI ENERGIA

### PROCESSI INDUSTRIALI E MATERIALI DI UTILIZZO

**BIOTECCNOLOGIE:** INDUSTRIAL BIOTECHNOLOGY CAN CONTRIBUTE TO MAKING INDUSTRIAL PROCESSES

### AREE DI INVESTIMENTO

AZIENDE SPECIALIZZATE NELL'AMBITO DELLE BIOTECCNOLOGIE, SOPRATTUTTO NELLA PRODUZIONE DI ENZIMI (ALTO POTENZIALE PER GLI ENZIMI CHE DETERMINANO LA PRODUZIONE DI BIOCARBURANTI DI SECONDA GENERAZIONE)

### ENERGIE E A BASSO CONTENUTO DI CARBONE FOSSILE SETTORI

**VENTO:** PER TALUNI SITI, L'ENERGIA PRODOTTA DAL VENTO È CONNETTIVA DAL PUNTO DI VISTA DEI COSTI RISPETTO ALL'ELETTRICITÀ PRODOTTA DA COMBUSTIBILI FOSSILI. LA CAPACITÀ È CRESCIUTA DAI 2.8 GW DEL 1993 AI 59 GW DEL 2005 (CAGR DEL 30%), UNA CRESCITA ANNUALE DI CIRCA IL 20% È PROBABILE PER I PROSSIMI 5 ANNI.

**FOTOVOLTAICO:** SE PROSEGUIRÀ IL TREND DI RIDUZIONE DEI PREZZI NEL CORSO DEI PROSSIMI DECENNI IL FOTOVOLTAICO DIVERRÀ CON ALTA PROBABILITÀ COMPETITIVO NEI PROSSIMI 10-20 ANNI RISPETTO AI COSTI DELL'ELETTRICITÀ PER IL CONSUMATORE FINALE.

**GEOTERMICO:** ALCUNI SITI PRESENTANO PREZZI COMPETITIVI OGGI

**BIOCOMBUSTIBILI:** AD OGGI STANNO CONFRONTANDOSI CON AMPI SOSTEGNI GOVERNATIVI AL FINE DI CONSENTIRE UNA SEMPRE MAGGIORE INDIPENDENZA ENERGETICA

**ENERGIA SOLARE:** AMPIE OPPORTUNITÀ DI CRESCITA SOPRATTUTTO IN ALCUNI PAESI DEL MONDO CON UN SOSTANZIALE POTENZIALE DI RISPARMI DI COSTO.

**ENERGIA IDROELETTRICA:** POTENZIALE DI ESPANSIONE LIMITATO IN EUROPA MA IN ALTRI PAESI DEL MONDO PICCOLI PRODUTTORI DI TURBINE AD ACQUA SONO UNA PARTE INTERESSANTE NELL'AMBITO DEL MIX DI ENERGIA A LIVELLO LOCALE

### AREE DI INVESTIMENTO

PRODUTTORI DI TURBINE E SVILUPPATORI DI PARCHI EOLICI.

INTERA CATENA DELLA FORNITURA (DALLA PRODUZIONE DI SILICIO FINO ALLA PRODUZIONE E INSTALLAZIONE DEI MODULI)

SVILUPPATORI DI PROGETTI GEOTERMICI

PRODUTTORI DI BIODIESEL E BIOETANOLO.

SVILUPPATORI DI PROGETTI LEGATI ALL'ENERGIA SOLARE.

PICCOLI PRODUTTORI DI TURBINE.

l'esposizione al carbone è difficile, Ben più facile è identificare le aziende sulla base delle opportunità e dei rischi relativi per ciascuna di esse in considerazione delle differenze in termini di emissioni, di potenziale di riduzione e posizionamento competitivo a fronte di regole più stringenti.

Come fare a identificare le aziende che riusciranno e quelle che falliranno in un contesto di maggiore rischio ambientale? Ponendoci intanto queste domande:

■ **L'AZIENDA OPERA IN UN CONTESTO NEI QUALI LE EMISSIONI VENGONO REGOLATE E SE NO, QUANDO SI ATTENDE UNA REGOLAMENTAZIONE?**

■ **L'AZIENDA HA UN TOP MANAGEMENT SENSIBILE AL TEMA E AL RISCHIO CHE NE DERIVA? HA VALUTATO IL LEGAME TRA IL PROPRIO BUSINESS E I CAMBIAMENTI CLIMATICI?**

■ **A QUANTO AMMONTANO LE EMISSIONI DIRETTE A LIVELLO ASSOLUTO DI SETTORE E SPECIFICAMENTE PER L'AZIENDA? L'AZIENDA E' IN GRADO DI REGISTRARE LE EMISSIONI INDIRETTE DA PARTE DEI SUOI PRODOTTI E DELLA PROPRIA CATENA DI FORNITURA? C'E' POTENZIALE PER LA RIDUZIONE DELLE EMISSIONI? HA DEGLI OBIETTIVI IN QUESTO SENSO E UNA STRATEGIA DI IMPLEMENTAZIONE?**

■ **CI SONO OPPORTUNITÀ DI BUSINESS DERIVANTI DAI CAMBIAMENTI CLIMATICI E DALLE MODIFICHE REGOLAMENTARI?**

I bilanci societari e, soprattutto, i bilanci di sostenibilità sono già fonti di informazione in questo senso ma non sempre sufficientemente trasparenti e soprattutto non costruiti secondo standard predefiniti di compilazione.

### **I RISCHI COLLEGATI AI CAMBIAMENTI CLIMATICI**

Dal punto di vista qualitativo le aziende che confrontate coi propri competi-

tor di settore dimostrano scarsa sensibilità hanno un rischio maggiore di incorrere in problemi quali maggiore volatilità del prezzo del titolo, ritorni più contenuti, e, in caso estremo, credit default. Dal momento che questo può accadere solo sul lungo termine, le aziende che sopravvivono sono quelle che rapidamente si adattano ai cambiamenti e sono maggiormente aperte alle tecnologie innovative e a nuovi modelli di business. Più facile da dire che da fare: dopo più di 100 anni, solo una delle 12 aziende che originariamente costituivano il Dow Jones Industrial Average è ancora rappresentata all'interno dell'indice.

Quantitativamente, il rischio derivante dal carbone può essere integrato in modelli di valutazione finanziaria così come altri rischi. Può ad esempio essere incorporato in un modello di sconto di flusso di cassa (tipicamente utilizzato per determinare il valore di un titolo calcolandone il valore attuale sulla base del flusso di cassa) nei seguenti tre modi:

■ **ADATTANDO IL VALORE FINALE STIMATO**

■ **MODIFICANDO LA STIMA SUL FLUSSO DI CASSA**

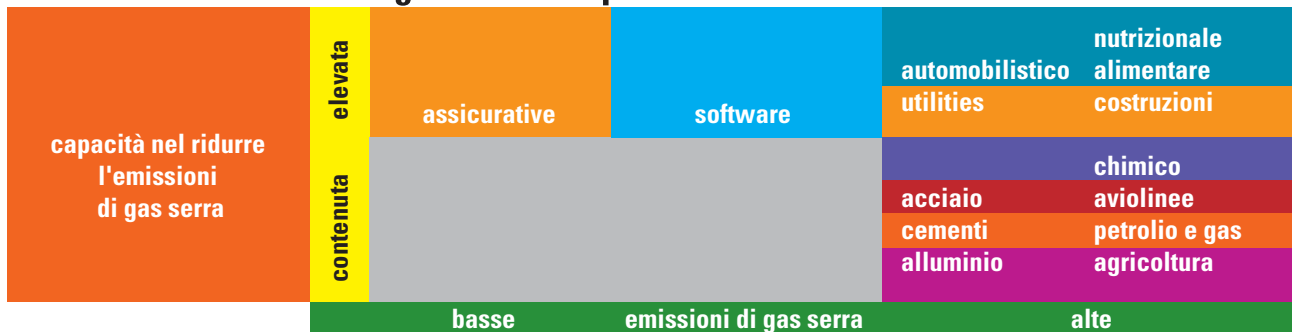
■ **ALTERANDO IL TASSO DI SCONTO CON UN PREMIO DI MAGGIORE/MINORE RISCHIO**

Modificare la stima del flusso di cassa è possibile in situazioni di nessuna o limitata incertezza sull'impatto delle regolamentazioni relative ai cambiamenti climatici sul flusso di utili. Nel caso di incertezza nelle implicazioni delle politiche potrebbe essere più opportuno aggiustare il tasso di sconto in modo che rifletta il rischio al quale l'azienda è esposta.

Laddove le aziende sono soggette a limiti determinati a livello governativo o a schemi di negoziazione di emissioni di gas serra, questi titoli dovrebbero venire riflessi all'interno dei bilanci. A questo proposito l'International Financial Reporting Interpretations Committee sta lavorando per sviluppare delle linee guida per rendere evidenti questi elementi sui bilanci e per considerarli come asset intangibili. Alcune aziende stanno già cominciando a fare questo.

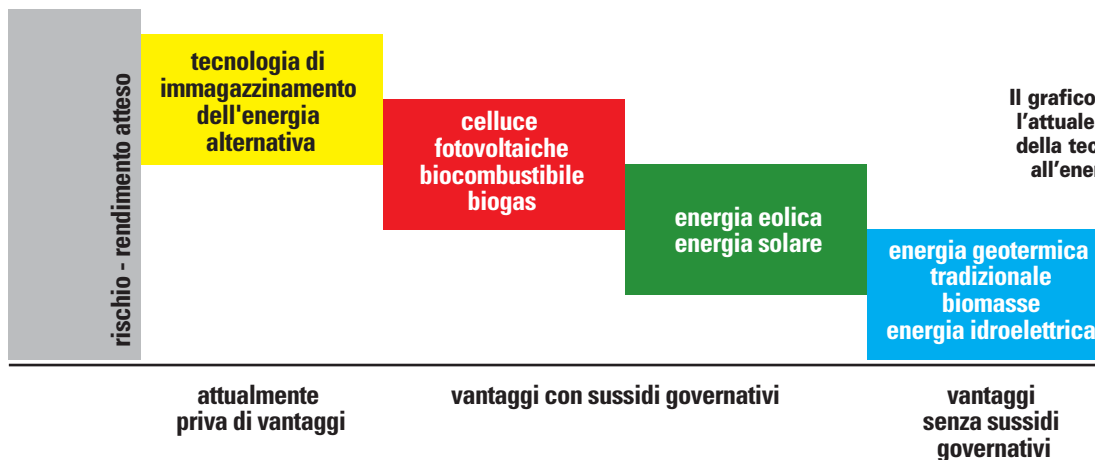
**“ Le aziende che sopravvivono sono quelle che rapidamente si adattano ai cambiamenti, alle tecnologie innovative e a nuovi modelli di business. Più difficile da dirsi che da fare: dopo più di 100 anni, solo una delle 12 aziende che all'origine costituivano il Dow Jones Industrial Average è ancora rappresentata all'interno dell'indice ”**

## Emissioni di gas serra e capacità di riduzione delle emissioni



Il grafico in alto evidenzia il grado di capacità di riduzione delle emissioni di gas serra per settore.

## Profilo di rischio-rendimento della tecnologia applicata all'energia rinnovabile



Il grafico in sinistra illustra l'attuale scala di vantaggi della tecnologia applicata all'energia rinnovabile.

### OPPORTUNITÀ DERIVANTI DAL CONTENIMENTO DEI CAMBIAMENTI CLIMATICI.

Le opportunità derivanti dal contenimento dei cambiamenti climatici sono solitamente incluse in due categorie: migliorare l'efficienza energetica e incrementare l'uso di combustibili a basso contenuto di carbone. Considerando la limitata diffusione di molte di queste tecnologie rispetto al potenziale di crescita vediamo delle opportunità per un periodo di tempo esteso. In generale così come succede per le tecnologie innovative, le tecnologie di ottimizzazione dell'efficienza energetica e quelle dedicate all'utilizzo di fonti alternative vengono sviluppate sia da aziende di grandi dimensioni con elevato potere di spesa in ricerca e sviluppo, sia da piccole aziende il cui successo commerciale dipende esclusiva-

mente dal successo della propria innovazione. Queste piccole realtà rappresentano spesso autentiche opportunità di investimento nel contenimento dei cambiamenti climatici. A parte la consueta due diligence che viene attuata prima di investire in small-cap consideriamo anche altre importanti fattori prima di scegliere un investimento in questa area:

- Il Sostegno politico è ad oggi il principale driver per ottenere dei risultati;
- le tecnologie che riducono i gas serra lungo tutto il ciclo di vita di una fonte o prodotto combustibile tendono a beneficiare maggiormente del sostegno dei governi;
- I rischi e i ritorni attesi degli investimenti in energie rinnovabili sono maggiori per le imprese che sviluppano tecnologie ancora non profittevoli. Cominciano a ridursi per le aziende

che si basano su sussidi statali per generare profitto. Il rischio più contenuto è associato alle aziende che offrono un product mix profittevole senza bisogno di sussidi;

■ Competizione di costo e il potenziale per la riduzione dei costi sono altri due fattori importanti quando guardiamo alle opportunità. Fonti di energia rinnovabile che non sono competitive dal punto di vista del costo dipendono dai supporti governativi alla ricerca e sviluppo e da investimenti addizionali per poterlo divenire. Di conseguenza molti sussidi determinano una riduzione annuale dei costi. Investimenti a lungo termine nell'energia e nelle tecnologie di ottimizzazione dell'efficienza energetica sono solamente attraenti nella misura in cui le tecnologie raggiungono le riduzioni di costo previste. Nel caso del fotovoltaico, il settore ha ad oggi dimostrato il suo

## Opportunità relative al cambiamento climatico

### PER SETTORE O ATTIVITÀ

FONTI DI ENERGIA RINNOVABILE	<ul style="list-style-type: none"> <li>BIOMASSE</li> <li>GEOTERMICA</li> <li>IDROELETTRICA</li> <li>CELLULE FOTOVOLTAICHE</li> <li>PANNELLI SOLARI</li> <li>EOLICA</li> </ul>
PRODOTTI E PROCESSI CHE RENDONO EFFICIENTE LA PRODUZIONE E L'UTILIZZO DELL'ENERGIA	<ul style="list-style-type: none"> <li>COMBINAZIONE DI ENERGIA E CALORE</li> <li>ALIMENTAZIONE MOTORI AUTO (IBRIDI, CELLE A COMBUSTIONE)</li> <li>APPLICAZIONI EFFICIENTI DELL'ENERGIA</li> <li>CALORE, VENTILAZIONE E RAFFREDDAMENTO</li> <li>ILLUMINAZIONE</li> <li>BIOTECNOLOGIA</li> <li>TECNOLOGIE PER LE INFRASTRUTTURE PER IL TRAFFICO</li> <li>CORRENTI TERMICHE</li> </ul>

In tabella le opportunità, settore per settore, relative al cambiamento climatico.

“ Vediamo opportunità di investimento in società esposte alla produzione di energia rinnovabile o a basso contenuto di carbone e di ottimizzazione della efficienza energetica ”

potenziale di riduzione dei costi, raggiungendo a grandi linee il 50% di riduzione di costo per ogni decennio.

■ Le aziende possono aver bisogno di superare una varietà di barriere di mercato per ottenere una crescita dal punto di vista dei prodotti e delle tecnologie. Per esempio la produzione locale di elettricità può risultare difficile da integrare in una infrastruttura di offerta di energia centralizzata a livello di stato, può risultarne difficile l'accettazione sociale, come è stato nel caso del nucleare.

### PRODOTTI FINANZIARI

Gli investitori che cercano di incorporare i rischi di cambiamento climatico e le opportunità nel proprio portafoglio hanno un buon numero di opzioni disponibili che spaziano su una vasta gamma di asset classes.

Strategie azionarie includono il sottopesare alcuni settori e alcune aziende che sono fortemente esposte sul carbone e hanno limitata capacità di adattamento. Inoltre, vediamo opportunità di investimento in società esposte alla produzione di energia rinnovabile o a basso contenuto di carbone e di ottimizzazione dell'efficienza energetica. Allo stesso modo gli investitori possono mettere in target fondi tematici che si focalizzino sul contenimento dei cambiamenti cli-

matici, così come su una gamma di panieri di titoli, certificati e indici su specifiche aree di investimento, quali il biotech, il fotovoltaico e i biofuels. Gli investitori possono anche accedere ad aziende non quotate operanti in questi settori investendo in un numero crescente di fondi di venture capital e private equity focalizzati sulle tecnologie ambientali. I fondi di investimento socialmente responsabili sono un'ulteriore opzione e generalmente seguono tre approcci: uno include solamente le migliori società, uno esclude i meno sensibili, e uno si focalizza sul maggiore potenziale di miglioramento. Sebbene i criteri di selezione per questi strumenti finanziari non siano esclusivamente legati ai cambiamenti climatici e probabilmente includono altri fattori ambientali e sociali, il cambiamento climatico è uno dei principali criteri nella selezione delle aziende in settori con alto fattore di rischio carbone. I fondi sul carbone primariamente

acquistano e vendono titoli sulla riduzione certificata delle emissioni. Questi fondi hanno proliferato rapidamente negli ultimi anni e sono stati uno dei driver più importanti nel definire il prezzo dei titoli nei Clean Development Mechanism and Joint Implementation markets. La maggior parte di questi fondi sono stati istituiti per fare fronte alla domanda di permessi di emissione tra le aziende alla ricerca del raggiungimento dei livelli stabiliti ad esempio dall'EU ETS. L'accesso a questi fondi per il momento è ridotta per gli investitori individuali.

I prodotti basati sugli indici legati alle emissioni tracciano il prezzo dei permessi in parecchie piattaforme di trading di emissioni attraverso la loro esposizione ai derivati. C'è da tenere in mente che tali indici non hanno effetti né diretti né indiretti sui fenomeni di contenimento dei cambiamenti climatici. Detto questo, gli investitori istituzionali possono utilizzare questi prodotti come un veicolo di investimento e anche una copertura contro l'esposizione a prezzi crescenti dei permessi legati al carbone. Sia gli investitori individuali che quelli istituzionali potrebbero dover fronteggiare rischi politici consistenti da un'esposizione di lungo termine a tali prodotti dal momento che l'ambito delle norme è ancora in fase di definizione.

## STRATEGIE OBBLIGAZIONARIE

Nell'ambito dei mercati del reddito fisso, gli investitori possono ridurre la propria esposizione alle aziende che fronteggeranno maggiori rischi a seguito di future misure governative e/o non coprono la propria esposizione a eventi climatici rilevanti quali inondazioni o uragani. Dal punto di vista delle opportunità i governi e le aziende che stanno sviluppando progetti emettono bonds sulle energie rinnovabili con sempre maggiore frequenza con l'obiettivo di finanziare iniziative mirate. Infine, i prodotti legati al real estate focalizzati sui cambiamenti climatici sono ad oggi limitati. tuttavia, gli investi-

tori possono ancora beneficiare del proprio portafoglio immobiliare attraverso i risparmi generati dalla maggiore efficienza nel consumo dell'energia e attraverso i tassi e le condizioni vantaggiose offerte attraverso i mutui "verdi"

## I PRODOTTI LEGATI AL CLIMA

Investire basandosi sui cambiamenti climatici non è facile anche per la scarsa disponibilità di prodotti e informazioni. Detto questo, l'universo dei prodotti si sta ampliando e la pressione sulle aziende affinché rendano pubbliche le informazioni legate al fenomeno è crescente. il rischio del fe-

nomeno sulle aziende include la regolamentazione, la perdita di utili, erosione della reputazione o la combinazione di tutti questi rischi. Le opportunità legate al contenimento dei cambiamenti climatici stanno in due ampie categorie: prodotti e processi che aumentano l'efficienza energetica e lo sviluppo di fonti rinnovabili. maggiori saranno gli incentivi che possono incoraggiare le persone a limitare le emissioni di gas serra, maggiori le prospettive di opportunità di investimento legate al contenimento dei cambiamenti climatici. ma è una considerazione che parte innanzitutto dai comportamenti individuali e dal proprio stile di vita . ■

## Strategie di portafoglio consigliate

AZIONI	OBBLIGAZIONI	PRIVATE EQUITY VENTURE CAPITAL	IMMOBILIARE	STRUMENTI DI HEDGING E ALTERNATIVI	ALTRI
FONDI SOCIALMENTE RESPONSABILI (SRI)	FONDI SOCIALMENTE RESPONSABILI (SRI)	OPERAZIONI DI VENTURE CAPITAL E DI PRIVATE EQUITY FOCALIZZATE SUL SETTORE AMBIENTALE	IMPLEMENTAZIONE DELL'ENERGIA EFFICIENTE ALL'INTERNO DELLE PROPRIETÀ IMMOBILIARI DIRETTE O INDIRETTE (PORTAFOGLI, PARTECIPAZIONI, GESTIONI E FONDI)	ASSICURATIVO	FONDI SPECIALIZZATI SUL SETTORE DEL CARBONE
FONDI TEMATICI	OBBLIGAZIONI DEL SETTORE DELL'ENERGIA RINNOVABILE E DELL'EFFICIENZA ENERGETICA			STRUMENTI DERIVATI SUL SETTORE ACQUA	FONDI SOCIALMENTE RESPONSABILI (SRI)
AZIONI DEL SETTORE DELL'ENERGIA RINNOVABILE E DELL'EFFICIENZA ENERGETICA				CATASTROPHE BONDS (CAT BOND)	
FONDI HEDGE AMBIENTALI CERTIFICATI				STRUMENTI INDICIZZATI	

I suggerimenti operativi per le diverse asset class in funzione dei possibili impatti dei cambiamenti climatici.