

CAPITALE UMANO

UN FATTORE CHIAVE PER LA RESILIENZA E LA DIFFERENZIAZIONE



CONTENUTI

	Sommario	3
01	CAPITALE UMANO: AL CENTRO DELLA RICERCA ESG	4
	Dalle origini del concetto alle sue implicazioni attuali	5
	Le principali sfide per gli investitori in materia di trasparenza e standardizzazione delle informazioni	10
02	COSA DICE UN ESPERTO	12
03	IL CAPITALE UMANO: UN PERCORSO DI RICERCA FONDAMENTALE IN ODDO BHF ASSET MANAGEMENT	16
	La nostra metodologia proprietaria	17
	Capitale umano: un creatore di valore nel medio e lungo termine	22
	Glossario	26
	Bibliografia	27
	Appendice	28
	A proposito di ODDO BHF Asset Management	29
	Disclaimer	30

SOMMARIO

La pandemia di Covid-19 ha scatenato un'impennata della disoccupazione - si prevede che 400 milioni di posti di lavoro saranno persi nel secondo trimestre del 2020¹, secondo l'Organizzazione Internazionale del Lavoro, in aggiunta ad un aumento delle disuguaglianze sociali. Inoltre, la pandemia ha anche messo a nudo la debolezza delle catene di fornitura globali. Ecco perché le aziende stanno più che mai ricoprendo un ruolo sociale, adeguando le loro condizioni di lavoro per garantire la salute fisica e mentale dei propri dipendenti, e per difendere il loro posto nel "mondo post-Covid".

In un rapporto pubblicato nell'agosto 2020², il World Economic Forum ha identificato il capitale umano come "un fattore chiave di differenziazione" nel mercato del lavoro post-pandemico e ha ritenuto che "se un numero maggiore di aziende avesse preso decisioni più centrate sull'uomo durante la pandemia, ciò avrebbe prodotto migliori risultati sociali, economici e commerciali: la disoccupazione sarebbe aumentata meno, i governi non avrebbero dovuto fornire incentivi così grandi per incoraggiare le aziende ad astenersi dai licenziamenti, e ci sarebbero stati costi inferiori per il settore pubblico e per i contribuenti".

Nella scala delle imprese, la crisi sanitaria ed economica ha fatto suonare il campanello d'allarme di un modello eccessivamente orientato all'azionariato, che non valorizza sufficientemente il capitale umano e che, nel lungo periodo, genera costi e esternalità negative per l'azienda.

Nel frattempo, le priorità degli investitori sostenibili, che erano state fortemente concentrate sulle questioni ambientali, come la crisi climatica, l'inquinamento e lo sfruttamento abusivo delle risorse, si stanno ora concentrando su questioni sociali, tra cui la resilienza del capitale umano e la capacità di adeguare le fonti d'approvvigionamento.

Queste nuove circostanze economiche hanno costretto le aziende e gli investitori ad adeguarsi e a riconoscere la necessità di ottenere più valore dal capitale umano, ma devono ancora affrontare la sfida di misurare il valore tangibile dei beni immateriali.

In ODDO BHF Asset Management, il capitale umano è stato una fonte fondamentale per la crescita sostenibile delle aziende fin dall'inizio del nostro lavoro di ricerca e la sua analisi è al centro del nostro metodo di ricerca ESG proprietario. Il capitale umano rappresenta infatti il 30% del punteggio ESG complessivo di un'azienda.

Analogamente alla pianificazione condotta negli ultimi anni sulla contabilità ambientale e sulla materializzazione finanziaria del capitale naturale, come quella condotta dal gruppo Kering dal 2014³, la crisi attuale dovrebbe contribuire ad accelerare il lavoro sulla contabilità del capitale umano. In quest'ottica, accogliamo con favore la decisione del World Economic Forum di occuparsi di questo tema e di proporre un quadro metodologico. Si tratta di un notevole passo avanti nell'avvicinare il mondo delle imprese alla valutazione di tre forme di capitale: finanziario, naturale e umano.



Nicolas Jacob

Responsabile della ricerca ESG,
ODDO BHF Asset
Management SAS



Léa Miomandre

Analista ESG,
ODDO BHF Asset
Management SAS

¹ "Covid-19 and the World of Work", 2020

² "Human Capital as an Asset: An Accounting Framework to Reset the Value of Talent in the New World of Work", 2020

³ <https://www.kering.com/en/sustainability/environmental-profit-loss/what-is-an-ep-l/>

A woman with dark hair and glasses is shown in profile, looking intently at a computer monitor. The screen displays various data visualizations, including line graphs and text. The background is dark, with the light from the screen illuminating her face and glasses. A large white number '1' is overlaid on the left side of the image.

1

CAPITALE UMANO: AL
CENTRO DELLA
RICERCA ESG

DALLE ORIGINI DEL CONCETTO ALLE SUE IMPLICAZIONI ATTUALI

RIVALUTAZIONE DEL RUOLO DEI LAVORATI E DELLA LORO CONTRIBUZIONE ALLA SOCIETÀ

DA FATTORE INTERCAMBIABILE... A FATTORE DI COMPETITIVITÀ

La rivoluzione industriale e l'avvento del fordismo all'inizio del XX secolo, con la divisione e la standardizzazione del lavoro e la crescente automazione delle catene di produzione, culminarono nell'era del capitalismo "efficiente". Quest'epoca considerava il lavoratore dipendente un "fattore lavoro" che, pur essendo essenziale per il processo produttivo, non aveva alcuna importanza individuale ed era quindi intercambiabile. I lavoratori erano posti a livello di macchine, e le loro competenze venivano svalutate fino a diventare, alla fine, un peso e, quindi, un costo da limitare al massimo. Il capitale umano era completamente escluso dalle teorie della crescita.

Gli anni '60 sono stati un punto di svolta nella valutazione dei dipendenti. Cominciarono allora ad essere considerati come una rara risorsa da coltivare e sviluppare. Nel 1961, Theodore Schultz, premio Nobel per l'economia, ha usato per la prima volta il termine "capitale umano" nel suo lavoro sulla natura e le origini della crescita⁴. Con ciò intendeva la formazione dei dipendenti, la padronanza di alcuni strumenti, una certa "abilità" e le capacità manageriali dei dirigenti. A quel tempo, l'importanza dei dipendenti era ancora lontana dall'essere riconosciuta.

“Anche se è ovvio che le persone acquisiscono competenze e conoscenze utili, non è ovvio che queste competenze e conoscenze siano una forma di capitale, che questo capitale sia in parte sostanziale un prodotto di investimenti deliberati, [...] e che la [sua] crescita potrebbe benissimo essere la caratteristica più distintiva del sistema economico”

Theodore Schultz, vincitore del Premio Nobel, 1961

Nel 1964, una ricerca di un altro premio Nobel, Gary Becker, ha concluso che il lavoro, insieme alla motivazione, all'efficienza e alla salute fisica e morale dei dipendenti, costituisce una forma di capitale a sé stante e che **tale capitale è un bene immateriale che appartiene agli individui stessi** e non all'azienda che li impiega⁵. Becker considera il dipendente come un "individuo-investitore", dotato di razionalità intertemporale e capace in particolare di intraprendere un lungo periodo di formazione (e quindi di rinunciare a diversi anni di stipendio) per massimizzare i suoi guadagni futuri.

Sia Schultz che Becker hanno sviluppato l'idea che la formazione dei dipendenti è una leva essenziale per migliorare la redditività dell'azienda, in quanto ha un impatto decisivo sulla quantità di capitale umano posseduto dai dipendenti e, quindi, sul loro livello di produttività. Becker distingue tra la **formazione generale**, che l'individuo può utilizzare sull'intero mercato del lavoro, e la **formazione specifica**, che aumenta la sua produttività all'interno della sua azienda,

ma ha poco o nessun valore al di fuori della sua azienda. In teoria, è quindi nell'interesse particolare di un'azienda finanziare una formazione specifica piuttosto che generale, poiché quest'ultima rende più probabile che un dipendente venga assunto dalla concorrenza.

La corsa alla competitività negli anni '80 ha segnato un punto di svolta per lo status dei dipendenti, che sono diventati una risorsa cruciale nelle strategie di differenziazione delle aziende; **una buona gestione delle risorse umane è diventata di conseguenza una priorità**. Nel 1981, Eric Flamholtz e John Lacey sottolinearono l'importanza del capitale umano, in quanto comprende "le competenze, l'esperienza e le conoscenze dei dipendenti", che, a loro avviso, possono avere una "notevole rilevanza potenziale" nella gestione delle risorse umane⁶. La convinzione che siano le persone a fare la differenza in un ambiente competitivo porta le aziende a **vedere il capitale umano come una forma di risorsa tanto importante quanto il capitale finanziario**, che deve quindi essere attratto, sviluppato e mantenuto e, quindi, monitorato da vicino.

⁴ "Investment in human capital", 1961

⁵ "Human Capital: A Theoretical and Empirical Analysis with Special Reference to Education", 1964

⁶ "Human capital theory and human resources", 1981

CONDIVIDERE IL POTERE IN MANIERA PIÙ UNIFORME TRA TUTTI GLI STAKEHOLDERS

L'adozione della teoria del capitale umano ha avuto importanti conseguenze sulle strutture di governance e sull'equilibrio di potere all'interno delle aziende. Christopher Bartlett e Sumantra Ghoshal (2002) hanno così suggerito di ripensare il ruolo e le prerogative dei dipendenti (in quanto proprietari del capitale umano) in simmetria con quelle degli investitori (proprietari del capitale finanziario) e ha

raccomandato di abbandonare l'idea secondo cui gli azionisti hanno diritti di priorità sulla distribuzione del valore creato, in quanto le attività finanziarie non sono le uniche risorse rare di un'impresa⁷. La remunerazione finanziaria dei dipendenti non è più sufficiente; Bartlett e Ghoshal ritengono che i dipendenti debbano svolgere un ruolo più ampio nella governance aziendale.

LE VARIE STRATEGIE DI CAPITALE UMANO POSSIBILI PER LE AZIENDE

Il capitale umano è stato così identificato negli ultimi decenni dai teorici come una leva per la creazione di valore all'interno delle organizzazioni, ma le aziende stesse possono essere riluttanti a gestirlo di conseguenza. Thomas Kochan et al. (2013) hanno individuato due strategie contraddittorie utilizzate dalle aziende nella gestione del capitale umano:

- Una strategia spesso perseguita nelle industrie ultra-competitive e ad alta intensità di manodopera consiste in una politica aggressiva di bassi salari, la cosiddetta "strategia di basso livello". Il capitale umano in questo caso è percepito unicamente come un costo da tenere sotto controllo.
- L'altra, più ambiziosa, "strategia di alto livello" considera il capitale umano come un vantaggio e investe nel suo sviluppo per stimolare l'innovazione, la qualità dei prodotti e dei servizi e la produttività.

Kochan ha rilevato che i principali ostacoli ad una più ampia adozione della strategia più ambiziosa sono, da un lato, la costante pressione a breve termine cui sono sottoposti i manager delle società quotate in borsa, che li incentiva a limitare rigorosamente i costi del personale e della formazione al fine di aumentare i margini a scapito della creazione di valore sostenibile a lungo termine e, dall'altro, il fatto che le aziende che scelgono una strategia di basso livello non sono penalizzate a sufficienza perché lo fanno⁸.

La Prof. Fabienne Autier (2006) individua tre strategie attualmente utilizzate dalle aziende nella gestione del capitale umano⁹:

- **Ammortamento:** Alcune aziende, in particolare nell'economia dei servizi, cercano di ridurre i costi di gestione delle risorse umane e di minare il potere negoziale dei loro dipendenti. Queste aziende tollerano alti tassi di turnover perché ritengono che specifici individui non siano essenziali per il successo dell'azienda e che il costo dello sviluppo del capitale umano sia superiore ai suoi benefici. Questa strategia può essere finanziariamente efficiente, ma ora è sempre meno accettabile dal punto di vista sociale.
- **Partnership:** Altre aziende scelgono di scendere a compromessi con i loro dipendenti. Esse riconoscono l'importanza dei dipendenti nella creazione di valore, ma solo in una certa misura e rifiutano di concedere loro il potere politico all'interno dell'organizzazione. Queste aziende cercano di ridurre il loro turnover e di aumentare la motivazione e la lealtà dei loro dipendenti.
- **Riconoscimento:** E, infine, alcune aziende apprezzano la stabilità a lungo termine del loro personale e scelgono di sviluppare l'impegno dei dipendenti, al fine di beneficiare appieno del loro potenziale in termini di capitale umano. Oltre a una generosa politica retributiva, esse danno ai loro dipendenti la possibilità di "dire la loro" all'interno dell'azienda. Queste aziende hanno spesso un basso turnover, ma sono anche più dipendenti dal capitale umano dei loro dipendenti.

⁷ "Building competitive advantage through people", 2002

⁸ "The Human Capital dimensions of sustainable investments", 2013

⁹ "Human Capital. Beyond the fad, what the analogy really tells", 2006

CAPITAL UMANO E LE TRAFORMAZIONI DELL'ECONOMIA DEL 21ESIMO SECOLO

Gli anni Novanta sono stati segnati dall'inizio dell'"**economia della conoscenza**". In questo tipo di economia giocano un ruolo predominante gli individui che possiedono un capitale umano molto apprezzato, cioè competenze rare e apprezzate dal mercato. Non c'è quindi da stupirsi che il **valore del capitale umano abbia ormai soppiantato quello dei tradizionali beni fisici**. Secondo uno studio dell'EY Center for Board Matters pubblicato nel 2019¹⁰, i beni immateriali, che comprendono la cultura aziendale e il capitale umano a disposizione dell'azienda, rappresentano oggi in media **il 52% del valore di mercato delle aziende**.

Tuttavia, la **rivoluzione digitale**, corollario dell'economia della conoscenza, ha effetti potenzialmente molto dannosi per i lavoratori. La crescente importanza dell'intelligenza artificiale, della robotica e dei computer quantistici ha portato a una crescente automazione e digitalizzazione dei processi produttivi in quasi tutti i settori, compresi quelli tradizionalmente ricchi di capitale umano. L'automazione del lavoro è stata in molti casi accompagnata da una delocalizzazione e da una maggiore pressione sull'integrità dei sistemi di produzione, a causa dell'accorciamento del ciclo di innovazione. Tali fenomeni possono minare lo status dei lavoratori di un'azienda. Proprio come il capitale umano dei dipendenti tende a crescere con maggiori risultati educativi, il suo valore è riconosciuto meno dalle organizzazioni, in quanto è considerato meno affidabile della tecnologia.

LA RIVOLUZIONE DIGITALE UN FATTORE AGGRAVANTE DELLA POLARIZZAZIONE DEL MERCATO DEL LAVORO

Anche se queste perturbazioni economiche non comporteranno necessariamente un netto calo del numero di posti di lavoro disponibili (dato che nuovi posti di lavoro di valore più elevato potrebbero sostituire quelli meno qualificati)¹¹, la rivoluzione digitale potrebbe benissimo introdurre uno **scisma** tra i proprietari di **capitale umano "di base" a bassa retribuzione e quelli di capitale umano ultra-qualificato**, portando a disuguaglianze alle stelle e a tensioni sociali più intense. L'aumento delle disuguaglianze è **un fattore di rischio significativo** per gli investitori in quanto destabilizza i sistemi finanziari e sociali in cui operano tali investitori, portando a una maggiore incertezza e a un declino

dell'attività economica. Il Prof. George Serafeim spiega in un articolo di cui è co-autore nel 2019¹² che la considerazione del capitale umano è ancora più cruciale per gli investitori in questo contesto in quanto permette loro di **gestire adeguatamente i rischi nel lungo termine**. Egli sottolinea in particolare l'importanza delle politiche di formazione delle aziende e la loro capacità di offrire ai propri dipendenti opportunità di riqualificazione che si adattino a questo ambiente di tecnologie in rapida evoluzione.



¹⁰ "How and why human capital disclosures are evolving", 2019

¹¹ Theory of 'creative destruction', Joseph Schumpeter

¹² "Human Capital and the Future of Work: Implications for Investors and ESG integration", 2019

LE SOCIETÀ DEVONO RIVEDERE IL LORO RUOLO SOCIALE

Il XXI secolo è segnato da **cambiamenti nel ruolo sociale delle imprese**.

Su scala internazionale, dal 2015 le aziende e i loro investitori sono considerati attori cruciali per il

raggiungimento degli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (SDG) dell'ONU. La governance delle aziende e la buona gestione del capitale umano potrebbero avere un impatto positivo su molti dei 17 SDG, tra cui:



Il Consiglio mondiale delle imprese per lo sviluppo sostenibile (WBCSD), una coalizione di multinazionali che hanno integrato gli SDG nelle loro strategie globali, ha rilasciato il Social & Human Protocol¹³, uno

strumento che cerca di identificare le migliori pratiche nel capitale umano e di aiutare le aziende a includerle nelle loro valutazioni delle prestazioni e nei processi decisionali. Il protocollo si concentra in particolare su:

- **Reclutamento equo e retribuzione adeguata** (SDGs n°5, 8 and 10)
- **Sviluppo delle competenze e del know-how dei dipendenti** (SDG n°4), in particolare formazione professionale, aggiornamento e valorizzazione delle competenze;
- La **salute** e la **sicurezza dei dipendenti** creando un ambiente professionale adeguato, garantendo l'equilibrio tra vita professionale e vita privata e combattendo in modo proattivo ogni forma di molestia e discriminazione (SDG n°3, 5 e 10).
- Rispettare il diritto del lavoro e monitorare l'intera catena di fornitura, **al fine di garantire che non si faccia ricorso a nessuna forma di lavoro forzato** (SDGs n°3, 8 and 10)

Lungi dall'essere un onere aggiuntivo, il contributo delle aziende agli SDG può offrire loro un'opportunità economica. Un'azienda che organizza l'aggiornamento dei propri dipendenti nelle tecnologie di transizione ambientale (energie rinnovabili, efficienza energetica, trasporti sostenibili, eco-edilizia, ecc.) può posizionarsi su mercati che sono sia necessari che promettenti, contribuendo in modo significativo agli SDG n°4 e n°8.

L'"economia della cura", che contribuisce agli SDG n°3, 4, 8 e 10, è in rapida crescita, trainata dalla classe media in espansione nelle economie

emergenti e dall'invecchiamento della popolazione che sta esercitando una maggiore pressione sui sistemi sanitari dei paesi industrializzati. Come tale, offre un'opportunità di solidi ritorni finanziari. L'economia dell'assistenza sanitaria comprende l'istruzione digitale, che, tra l'altro, è ancora più cruciale in un momento in cui una parte significativa della popolazione globale è ancora in isolamento. Il capitale umano è ormai riconosciuto come un tema importante per gli investitori sostenibili. Eppure, la materialità del suo impatto sulla redditività delle aziende è stata a lungo considerata difficile da misurare e persino contestata.

¹³ Social & Human Capital Coalition, "Social & Human Capital Protocol", 2019



CAPITALE UMANO IN TEMPO DI CRISI

Poiché la pandemia di Covid-19 ha fatto sprofondare il mondo nel più grande shock sanitario e finanziario di un secolo, le aziende hanno stabilito due priorità per quanto riguarda il capitale umano: garantire la sicurezza dei dipendenti mantenendo allo stesso tempo un ambiente di lavoro efficiente, flessibile e accogliente. Un recente studio di McKinsey, una società di consulenza, indica cinque strade nella resilienza organizzativa:

- **Migliorare il processo di reclutamento:** concentrazione delle risorse sul personale in possesso di competenze informatiche e maggiore ricorso a lavoratori temporanei o free-lance; più ampio ricorso al reclutamento online.
- **Rendere più efficiente la formazione interna:** aggiornamento delle competenze digitali di base per tutto il personale e sviluppo di una cultura organizzativa agile; sforzi per assistere le persone più colpite da turni improvvisi nelle loro condizioni di lavoro, per adattarsi (nel marketing, nella logistica, ecc.) attraverso una formazione specifica e mirata.
- **Revisione dei sistemi di gestione delle prestazioni:** miglioramento delle competenze di supervisione dei line-manager e sostituzione della revisione annuale dei dipendenti con revisioni più frequenti; revisione della strategia di gestione dei talenti al fine di identificare meglio i profili più performanti.
- **Ottimizzazione dell'esperienza dei dipendenti:** un migliore monitoraggio del benessere dei dipendenti, in particolare quando il lavoro a distanza tende a ridurre la qualità delle interazioni e ad offuscare il confine tra vita professionale e vita privata, e l'uso di strumenti per migliorare l'inclusione e l'impegno di tutti i dipendenti.
- **Pianificazione strategica del turnover dei dipendenti:** rivalutazione della gerarchia delle posizioni "essenziali", cioè quelle che creeranno valore post-pandemico per l'azienda e creazione di un serbatoio di competenze adeguate ai rapidi cambiamenti del lavoro, e monitoraggio sia delle prestazioni che delle competenze dei dipendenti.



LE PRINCIPALI SFIDE PER GLI INVESTITORI IN MATERIA DI TRASPARENZA E STANDARDIZZAZIONE DELLE INFORMAZIONI

C'è una sorta di Catch-22 nella divulgazione dei dati sul capitale umano: gli investitori non possono capire e dare un valore agli indicatori del capitale umano a meno che tali dati non siano affidabili, standardizzati e, quindi, comparabili, ma non hanno motivo di richiedere altri dati sul capitale umano se non riescono a discernere l'impatto sul valore dell'azienda. Ma senza la pressione degli investitori, le aziende, da un lato non sono inclini a investire nello sviluppo del loro capitale umano, in quanto ritengono che esso non sia sufficientemente valutato dal mercato, e dall'altro non hanno alcun incentivo a fornire dati dettagliati, che possono considerare controproducenti. Eppure, sia le aziende che gli investitori trarrebbero benefici immediati da una maggiore trasparenza del capitale umano.

Le difficoltà degli investitori ad apprezzare gli investimenti delle aziende nel capitale umano sono dovute in parte alla **natura qualitativa di alcuni aspetti del capitale umano**, tra i quali l'impatto diretto sulla redditività delle aziende è il più difficile da cogliere.

POICHÉ GLI INVESTIMENTI IN CAPITALE UMANO SONO COMPLETAMENTE INVISIBILI, A PARTE I COSTI, GLI INVESTITORI HANNO ANCORA UNA SCARSA CONOSCENZA DEL LEGAME TRA I RISULTATI ECONOMICI E FINANZIARI DELL'AZIENDA

Questa forma di "cecità dei dati" è causata in una certa misura anche dalle norme contabili vigenti, che tendono a **penalizzare gli investimenti in immobilizzazioni immateriali trattandoli come costi per l'azienda**. A differenza di tutte le altre principali categorie di investimenti che le aziende fanno per migliorare la loro produttività e redditività futura (ad esempio, infrastrutture e ricerca e sviluppo), gli investimenti nello sviluppo del capitale umano non sono contabilizzati separatamente, né resi pubblici.

Tuttavia, nuove iniziative a livello internazionale stanno portando a un miglioramento della considerazione del capitale umano in futuro. La norma ISO 30414 (Gestione delle risorse umane - Linee guida per la rendicontazione del capitale umano interno ed esterno), pubblicata nel 2018, è la prima a consentire alle aziende di stimare il reale contributo del proprio capitale umano alla creazione di valore.

Nel frattempo, il Consiglio per gli standard di contabilità della sostenibilità (Sustainability Accounting Standard Board o SASB), leader nell'elaborazione di principi contabili che integrano i criteri ESG, ha lanciato nel 2019 un progetto di ricerca sul capitale umano con l'obiettivo

di stabilire un quadro contabile per identificare gli impatti finanziari tangibili della gestione del capitale umano.

Questo progetto analizzerà il trattamento contabile di tutti i proprietari di capitale umano (lavoratori a tempo pieno, part-time e a contratto), nonché il modo in cui si tiene conto della materialità finanziaria della diversità e delle questioni di inclusione. Ciò dovrebbe contribuire a migliorare l'affidabilità e la comparabilità delle informazioni sul capitale umano. Questi standard nuovi o futuri rappresentano un importante passo avanti, ma non sono vincolanti per le aziende.

Sul fronte normativo, la Securities and Exchange Commission (SEC) ha proposto nel 2019 una modifica alle regole di informativa per richiedere alle aziende statunitensi di riportare i dati sul capitale umano in modo standardizzato. Tale obbligo è già previsto dalla legislazione europea ai sensi della direttiva 2014/95/UE, relativa alle informazioni extra-finanziarie, che impone a tutte le società europee con più di 500 dipendenti di comunicare a tutti i loro stakeholder il modo in cui gestiscono il capitale umano nella loro produzione e nell'intera catena di fornitura.



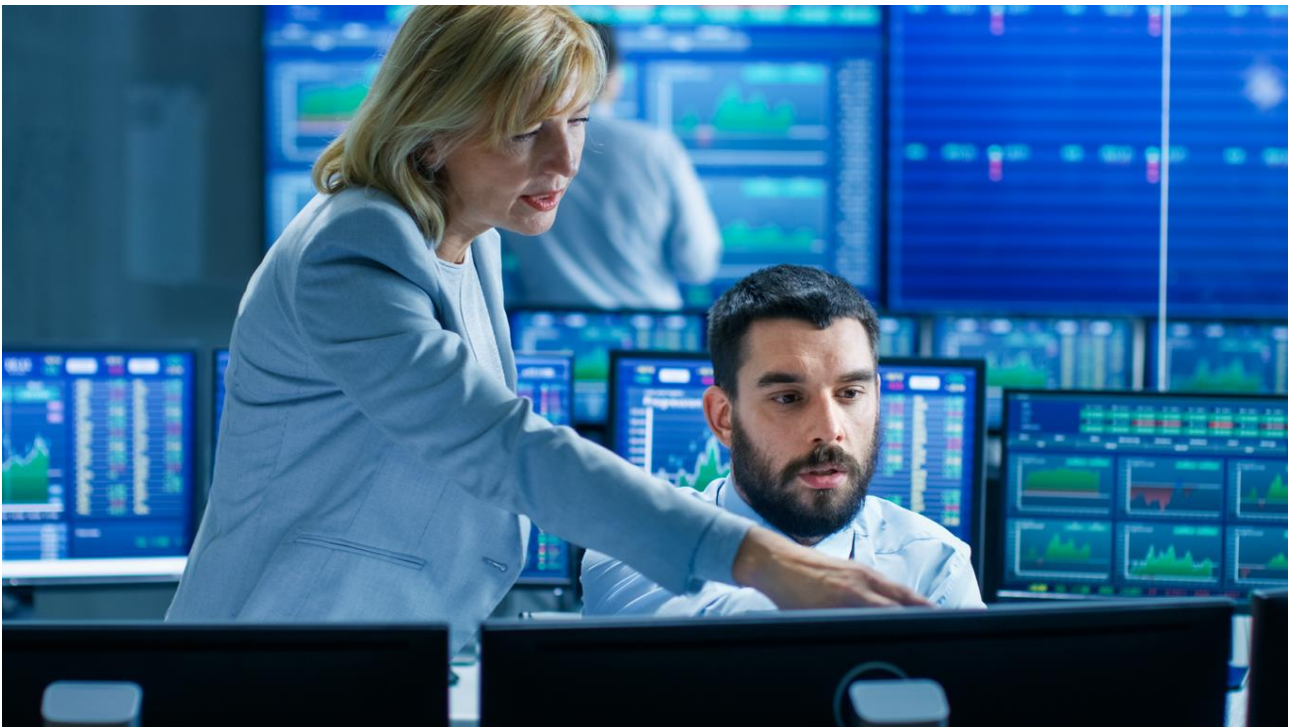
ISO 30414 – GESTIONE DELLE RISORSE UMANE

La norma ISO 30414 stabilisce le linee guida per le aziende per l'inserimento, la misurazione, l'analisi e la divulgazione dei dati sul capitale umano. Ciò dovrebbe contribuire a migliorare la standardizzazione e, di conseguenza, la corretta inclusione di tali dati da parte degli investitori.

Questo approccio standardizzato dovrebbe, in particolare, rendere i dati più comparabili e aumentare la trasparenza dei rendimenti finanziari e non finanziari generati dagli investimenti in capitale umano.

La contabilità del capitale umano analizza 11 aree in cui una buona gestione del capitale umano è cruciale:

- Compliance ed etica
- Costi
- Diversità
- Leadership
- Cultura organizzativa
- Salute, sicurezza e benessere all'interno dell'azienda
- Produttività
- Assunzioni, mobilità e turnover del personale
- Competenze e attitudini
- Pianificazione della successione
- Disponibilità dei lavoratori



2

COSA DICE
UN ESPERTO

Il contributo del capitale immateriale alla creazione di valore è ancora difficile da comprendere, anche se tale capitale può offrire alle imprese un'importante leva di crescita. Il crollo di Boohoo nel luglio 2020, quando le accuse di gravi sotto-compensazioni e di gravi carenze nella salute e nella sicurezza dei dipendenti nel bel mezzo della pandemia hanno innescato un forte calo del prezzo delle azioni della società, ha evidenziato l'importanza per gli investitori di un'analisi rigorosa del capitale umano al fine di anticipare i rischi che una cattiva gestione di tali questioni pone alle performance delle aziende.

Ringraziamo Stéphane Trébuq, professore universitario e titolare della cattedra di Capitale Umano e Performance Complessiva dell'Università di Bordeaux, per averci fornito la sua esperienza in materia di analisi del capitale umano.

ODDO BHF AM: Secondo lei, cosa comprende il concetto di capitale umano?

Stéphane Trébuq: Il capitale umano è una nozione multidisciplinare all'incrocio tra economia, psicologia e risorse umane, e, di conseguenza, si tende ad adottare un approccio a tutto campo, con una definizione quasi-disciplinare. La ricerca di Lepak & Snell (1999) e Ployhart (2014) è, a mio avviso, fondamentale per stabilire una definizione moderna della nozione di capitale umano. Ployhart definisce il capitale umano come l'insieme delle conoscenze, delle competenze, delle abilità e degli "altri" (cioè delle dimensioni psicologiche) di un individuo, e fa la differenza tra il capitale umano e **le risorse del capitale umano**, che sono le risorse che sono veramente **al servizio dei piani strategici di un'impresa**. Lepak & Snell, nel frattempo, fa luce sulle alternative al capitale umano "interno" dell'azienda. Le aziende possono acquisire capitale umano assumendo dipendenti, ma possono farlo anche attraverso **alleanze** con partner esterni. Infatti, a mio avviso, **un errore fondamentale è considerare che il capitale umano si applica esclusivamente ai dipendenti dell'azienda**. Tutti i partner dell'azienda (start-up, subappaltatori, consulenti a tempo pieno, fornitori e persino i loro clienti, ecc.) costituiscono una risorsa preziosa nel capitale umano, che troppo spesso non è catturato dalle misurazioni contabili, né dai tradizionali criteri ESG, che tendono a concentrarsi esclusivamente sulla retribuzione, la formazione e il benessere dei dipendenti. Penso che una visione più ampia del capitale umano avrebbe senso, con un'attenzione particolare alla sua **dimensione multilivello**; il capitale umano esiste a livello individuale ma anche a livello di team, di management e di stakeholder esterni. È la capacità di attivare la conoscenza in partnership con tutti gli stakeholder che crea veramente valore per l'azienda.



ODDO BHF AM: Su quali aspetti del capitale umano gli investitori sostenibili devono porre la massima priorità?

Stéphane Trébuq: Il modello a tre punte sviluppato dalla cattedra di Capitale umano e Performance globale dell'Università di Bordeaux identifica tre pilastri del capitale umano: **Abilità, Comportamento e Creatività**. La capacità di un'azienda di catturare il capitale umano di individui dotati delle migliori **competenze** dipende ora strettamente dalla qualità del suo reclutamento e dal concetto di innovazione aperta, che consiste nel rimpatriare il capitale umano esterno a beneficio dell'azienda, in particolare attraverso partnership o collaborazioni con start-up o studenti di importanti università. Questo approccio permette di superare i limiti creativi e la burocrazia che spesso gravano sulle grandi aziende. Sono fiducioso che le soluzioni innovative nel capitale umano provengano ora dall'esterno di un'azienda. Anche la nozione di **comportamento** gioca un ruolo cruciale, poiché è stato stabilito che la socievolezza dei dipendenti e la qualità della cultura di un'azienda sono fattori fondamentali per il suo successo commerciale. L'importanza della cultura aziendale e della qualità della gestione è catturata solo in modo imperfetto dall'approccio contabile, che si concentra sui salari e sui costi di formazione. Anche la **creatività**, e con questo intendo la flessibilità e l'agilità dei dipendenti, così come il modo in cui il lavoro è organizzato all'interno dell'organizzazione ("Che ruolo giocano le nuove idee? Come vengono accolte dal management?") si riflette generalmente molto male nei rapporti extra-finanziari, e gli investitori sostenibili troverebbero utile dare un'occhiata più da vicino.

È interessante esaminare i legami tra il capitale umano e le altre forme di capitale. Questo, a mio avviso, è uno dei limiti delle metodologie ESG - non esiste una visione trasversale del capitale umano nell'analisi delle politiche ambientali e di governance delle aziende (cioè i pilastri E e G): come il consiglio di amministrazione affronta le sfide del capitale umano? Come vengono formati i dipendenti sulle questioni ambientali?



ODDO BHF AM: Il capitale immateriale in generale e il capitale umano in particolare tendono ad essere sottostimati e sottovalutati nella ricerca sulle imprese. Qual è, secondo lei, il modo migliore per rendere più visibile il capitale umano delle imprese? Di quale indicatore dovremmo fidarci?

Stéphane Trébucq: Gli indicatori utilizzati dagli investitori sostenibili dipendono dalla qualità - ancora scarsa - dei dati comunicati dalle aziende. Un indicatore come la soddisfazione dei dipendenti, ad esempio, è per il momento del tutto inutile, in quanto i dati non sono standardizzati e vi è una grande disparità nelle metodologie utilizzate. Un altro fatto interessante è che nell'attuale contesto della **"guerra dei talenti"**, in cui le aziende cercano di attrarre capitale umano raro e difficile da produrre, non c'è alcun incentivo a divulgare le buone pratiche agli investitori socialmente responsabili, in quanto un'azienda può considerare che ottenere un buon punteggio SRI non vale il rischio di vedere i suoi metodi imitati dai suoi rivali. Tenete presente, tuttavia, che, man mano che gli investitori sviluppano i propri questionari e le proprie metodologie di analisi proprietarie, possono produrre una visione più ricca e qualitativamente migliore di quella riflessa dagli indicatori. C'è stata una prima risposta al problema dell'affidabilità e della trasparenza dei dati sul capitale umano con la ISO 30414 (Gestione delle risorse umane - Linee guida per la rendicontazione del capitale umano interno ed esterno), che copre le questioni relative all'etica, ai costi, alla leadership, alla diversità, alla cultura organizzativa, alla sanità, e così via... Ciò di cui c'è veramente bisogno è un **"Human Capital Disclosure Project"** (Progetto di informazione sul capitale umano), basato sul modello del Carbon Disclosure Project, che permetta agli investitori di richiedere una più ampia gamma di informazioni in un quadro standardizzato e in modo molto più dettagliato, che porterebbe, in ultima analisi, alla creazione di indicatori più precisi e pertinenti.



ODDO BHF AM: L'avvento dell'economia della conoscenza suggerisce che la creazione di valore si sta spostando dal capitale fisico al capitale intellettuale e sta portando in particolare alla supremazia delle industrie ad alta tecnologia. Ciò si riflette spesso nell'aumento della prominenza dell'intelligenza artificiale e nella crescente automazione del lavoro, che potrebbe portare ad un'esplosione del numero di "reietti della quarta rivoluzione industriale". Come può una migliore considerazione del capitale umano da parte delle imprese e della società in generale contribuire a prevenire questa grave crisi sociale?

Stéphane Trébucq: L'avvento dell'intelligenza artificiale sta mettendo a repentaglio il capitale umano. È ora possibile automatizzare una parte del capitale umano, che si chiama **"capitale umano sostitutivo"** o **"capitale umano sintetico"**. Un po' di capitale umano è già scomparso. Come possiamo resistere a questo assalto? Gli investitori sostenibili devono rimanere pragmatici, **evitare di generalizzare eccessivamente** e tenere presente che il capitale umano non avrà la stessa importanza da un settore e da un modello di business all'altro. In alcuni settori altamente automatizzati, la sfida non è avere nuove idee, ma produrre molto e a basso costo. Il capitale umano non è fondamentale in tali industrie. In altri settori meno automatizzati, il capitale umano senza dubbio perderà valore nei prossimi anni, ed è importante prestare attenzione alle strategie di digitalizzazione delle aziende. Ricordate, infatti, che **l'avvento dell'intelligenza artificiale genera costi nascosti per un'azienda**. È vero che la riduzione del capitale umano che essa rende possibile porterà all'inizio a risparmi sostanziali, ma finirà per essere molto costosa, in quanto sacrifica un po' di creatività e di agilità. Infine, alcuni settori, come quello della moda e del design, continueranno a dipendere fortemente dal raro capitale umano di individui il cui talento speciale è legato a quello molto particolare dell'identità. Se da un lato tali aziende sembrano per il momento relativamente risparmiate dal dissesto sociale di un'epoca dominata dalle macchine, dall'altro è meglio restare vigili, perché questo capitale umano unico nel suo genere costituisce anche un grande rischio per l'impresa: in caso di fallimento, il rischio reputazionale è molto grave, come si è visto nella vicenda Galliano.



ODDO BHF AM: Quali sono, secondo lei, i meccanismi utilizzati nella gestione del capitale umano che possono aiutare le aziende a resistere meglio durante la crisi che stiamo attraversando?

Stéphane Trébuq: Il capitale umano gioca un ruolo chiave a livello aziendale nel prepararsi ad una crisi prima che si verifichi, nel sopportarla quando si verifica e nel rimbalzare dopo. La **soddisfazione** dei dipendenti ha un grande impatto sulla capacità di ripresa dell'azienda, in quanto porta a una maggiore creatività, a una migliore comunicazione, a un minor parassitismo sociale e a una maggiore efficienza collettiva. Anche il sentimento di giustizia organizzativa (cioè la sensazione di essere rispettati e compensati in modo proporzionato al proprio contributo) è cruciale per l'impegno, la motivazione e l'efficienza dei dipendenti. Anche il **sentimento di proprietà psicologica è fondamentale** e può essere rafforzato dalla partecipazione azionaria dei dipendenti. Il capitale umano e la partecipazione azionaria dei dipendenti si rafforzano a vicenda. I dipendenti aderiscono più prontamente ai piani dell'azienda quando sono proprietari delle sue azioni. Questo è stato dimostrato, ma non esiste ancora un approccio armonizzato e scientifico nella misurazione di questo fenomeno. Detto questo, la resistenza delle aziende alla Covid-19 non è interamente dovuta al loro capitale umano. In alcuni settori, i beni materiali svolgono un ruolo equivalente o superiore al capitale umano, che ne emargina il ruolo nelle strategie di resilienza. Il capitale umano avrà un ruolo maggiore nelle imprese di servizi, che tendono ad assumere persone troppo qualificate.

ODDO BHF AM: Crede che le relazioni tra datore di lavoro e dipendenti durante la crisi della Covid-19 porteranno a una revisione del contratto sociale? Come potrebbe accadere?

Stéphane Trébuq: Secondo la teoria del contratto sociale, l'azienda ha un contratto implicito con la società, in base al quale la società dà potere all'azienda in modo da creare valore per la società in cambio. **II**

contributo dell'azienda alla società supera il mero profitto. È anche chiamata a proteggere l'ambiente e i suoi dipendenti. Ma proteggere i dipendenti non significa necessariamente mantenerli in azienda. Significa soprattutto proteggere e sviluppare la loro occupabilità generale e permettere loro di trovare un lavoro altrove, se necessario.

La crisi attuale sta alterando le fondamenta di questo contratto sociale in molti modi. Innanzitutto, il lavoro a distanza ha messo alla prova i limiti della visione dell'azienda come rete di vari individui. Abbiamo visto che questo ha portato i dipendenti a mettere in discussione il significato del loro lavoro. Alcuni di loro si sono sentiti meno utili che in tempi normali e hanno messo in discussione il valore del loro contributo. Credo che sia nella **ricerca di tale significato** e nel miglioramento del dialogo che i manager devono concentrare i loro sforzi. C'è stata anche una certa tendenza verso gerarchie più lusinghiere e una maggiore attenzione verso una filosofia **umanistica del management**. Durante l'isolamento, i manager hanno prestato maggiore attenzione alla salute dei loro dipendenti, il che ha contribuito a migliorare le relazioni interpersonali. Alcuni manager ora vorranno modificare il loro approccio, ma dobbiamo fare attenzione a non generalizzare troppo, poiché spesso si ritorna rapidamente a routine organizzative di lunga data. Alcune aziende hanno iniziato a pianificare una trasformazione dei loro metodi di lavoro, e questo potrebbe benissimo tradursi in un cambiamento positivo per il capitale umano. Ma se non si dedica tempo a queste riflessioni, se i manager non menzionano queste trasformazioni, la filosofia generale del contratto sociale non sarà cambiata in modo significativo. Tenete presente che un'azienda in difficoltà, che ha questioni molto più urgenti da affrontare, tenderà a "cadere nella trappola" e considererà l'aumento della qualità dei rapporti di lavoro come non urgente né strategico. Credo che ci sia una dimensione **umanista** alla base del concetto di capitale umano. Coloro che credono che la nozione di "capitale" costituisca una deviazione del valore dei lavoratori da parte del capitalismo, a mio avviso, non hanno capito nulla di questo concetto. Per capitale umano si intende il possibile accumulo di conoscenza nel tempo. A differenza della gestione dei talenti, il capitale umano riguarda tutti. È un concetto democratico.



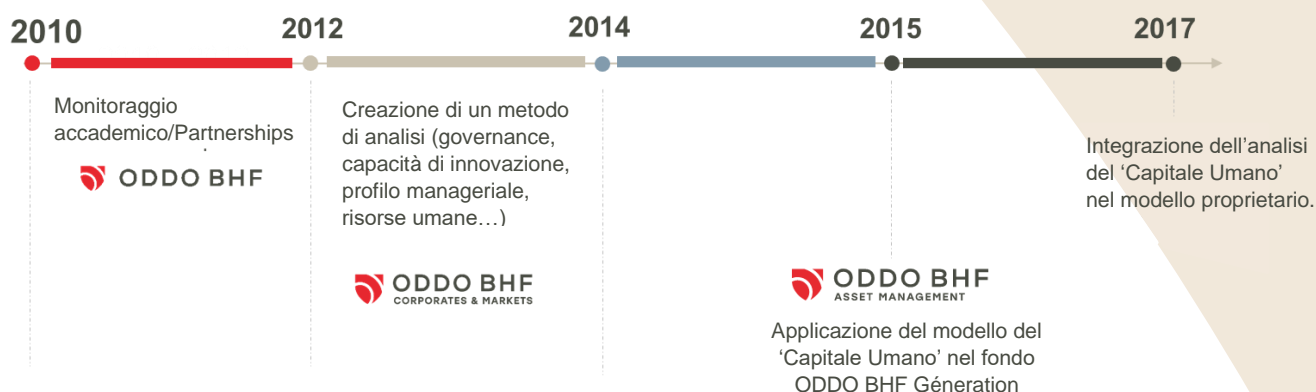
3

**IL CAPITALE UMANO: UN
PERCORSO DI RICERCA
FONDAMENTALE IN ODDO BHF
ASSET MANAGEMENT**

Il gruppo ODDO BHF è impegnato nella ricerca extra-finanziaria da circa 15 anni, prima nell'ambito della sua attività di intermediazione, poi, dalla firma dei PRI nel 2010, come parte dell'attività di gestione patrimoniale. Porre il tema della governance e del capitale umano al centro della nostra ricerca ci ha permesso di condurre ricerche sui diversi asset intangibili delle aziende, dalle risorse umane all'innovazione ai profili dei manager.

LA NOSTRA METODOLOGIA PROPRIETARIA

Come investitore a lungo termine e basato su forti convinzioni, ODDO BHF Asset Management è convinto che un'analisi approfondita del capitale umano sia essenziale per conoscere bene le aziende. Oltre alla qualità degli organi di governance e di vigilanza, riteniamo che il capitale umano sia un fattore chiave per la corretta esecuzione della strategia a lungo termine di un'azienda e, di conseguenza, per la sua capacità di creare valore per i suoi azionisti e per tutti i suoi stakeholder. Frutto di un processo di ricerca collaborativa all'interno del gruppo ODDO BHF, la nostra metodologia proprietaria è stata parte integrante del nostro modello di ricerca ESG¹⁴ dal 2017.



Fonte: ODDO BHF Asset Management

Basato sul nostro monitoraggio di lunga data della ricerca accademica¹⁵ e sulla base della nostra osservazione che gli investitori concentrano la loro ricerca più spesso sulla qualità del management e sul top manager stesso e sulla sua capacità di fornire risultati, la nostra ricerca si è spostata verso una più ampia definizione di capitale umano:

- La crescente consapevolezza del fattore umano, che comprende l'individuo, il suo ambiente di lavoro (Elton Mayo¹⁶) e gli incentivi al lavoro (Abraham Maslow¹⁷);
- Un'ampia definizione di management: un'azienda è costituita e guidata da persone fisiche e non solo da organizzazioni e processi (Peter Drucker¹⁸);
- Leadership: anteporre gli interessi dell'azienda ai propri interessi (Jim Collins¹⁹).

Il nostro modello di ricerca sul capitale umano è quindi diviso tra dati quantitativi e qualitativi, e rivede i criteri più materiali in tutta l'organizzazione lungo quattro direttrici: il manager, il comitato esecutivo, l'organizzazione di medio livello e le risorse umane.

¹⁴ Consulta il modello interno in appendice

¹⁵ ODDO BHF è sponsor e membro della giuria di FIR-PRI Prize for Academic Research in Sustainable Finance.

¹⁶ "Human Problems of an Industrial Civilization", 1933

¹⁷ "A Theory of Human Motivation", 1943

¹⁸ "Practice of Management", 1954

¹⁹ "From Good to Great", 2001

LE QUATTRO DIRETTRICI DI RICERCA DEL CAPITALE UMANO



- 1
 - Profilo
 - Pianificare la successione
 - Visione e leadership
- 2
 - Dimensioni
 - Composizione e funzionamento (differenze cognitive)
 - Gestione delle ristrutturazioni
 - Integrazione delle acquisizioni
 - Partecipazione azionaria
- 3
 - Complessità
 - Abilità a generare crescita organica
 - Innovazione
- 4
 - Disfunzioni e rischi sociali
 - Politica di gestione del personale (turnover, training, incidenti, etc.)
 - Produttività
 - Partecipazione azionaria dei dipendenti

Fonte: ODDO BHF Asset Management



PROFILO MANAGERIALE

L'AMMINISTRATORE DELEGATO IDEALE È AFFIDABILE, ANTI-STAR, UN VISIONARIO E UN LEADER CHE HA GIÀ AFFIANCATO IL SUO SUCCESSORE

Un manager affidabile e abile che "fa quello che dice" è necessario per le buone prestazioni a lungo termine di qualsiasi azienda. Il nostro modello si concentra quindi su indicatori che identificano i manager con un forte background professionale e i cui risultati passati dimostrano che sono **in grado di prendere e assumere decisioni coraggiose** per il bene dell'azienda. La dimensione "**anti-star**" del manager è un altro tratto che riteniamo decisivo per la sua efficacia. Abbiamo una cattiva opinione degli individui che prestano servizio in diversi consigli di amministrazione esterni o che sono eccessivamente media-centrici. I manager più quotati nel nostro modello sono **visionari** guidati dall'innovazione e sono in grado di inculcare una cultura imprenditoriale; sono persuasivi e quindi in grado di riunire tutti gli stakeholder dell'azienda attorno a un progetto comune.





ORGANIZZARE LA SUCCESSIONE DEL CEO

La questione dell'organizzazione della successione del CEO dovrebbe essere uno dei punti principali della sua agenda e dell'agenda del consiglio di amministrazione della società. Un rifiuto a farlo (compresa la pianificazione di scenari di un piano B in caso di crisi o di incidente), indipendentemente dalle sue prestazioni, invia un segnale negativo in quanto suggerisce che il successo di un individuo - l'amministratore delegato in questo caso - conta di più del successo e del futuro dell'azienda stessa.

La pianificazione della successione è ancora più importante qualora:

- Il CEO si avvicina all'età di 65 anni;
- E/o ha completato due mandati e/o 10 anni alla guida della società;
- Preferiamo successioni organizzate internamente, eccetto in casi eccezionali di profonda crisi di governance, dilemma strategico o stallo interno. Idealmente, un manager che è in azienda da più di otto anni e ha ricoperto diversi livelli di responsabilità, in particolare in ruoli operativi, ha tutte le possibilità che la sua nomina ad amministratore delegato sia un successo personale ma, ancora più importante, un successo per l'azienda e i suoi azionisti. Attribuiamo quindi un alto valore alle aziende che sanno come organizzare l'emergere di manager che si sono già dimostrati in azienda. Al contrario, le nomine "politiche" esterne all'azienda comportano rischi di fallimento o di scarso rendimento.



IL COMITATO ESECUTIVO

Il nostro modello valuta le aziende che hanno un comitato esecutivo di dimensioni ottimali (da 10 a 12 persone per una società a media o grande capitalizzazione) per prevenire il rischio di diluire le responsabilità e un turnover annuo dal 10 al 20%. Siamo inoltre attenti al record della società nell'integrazione di acquisizioni e nella gestione di ristrutturazioni. Abbiamo una cattiva opinione degli approcci reattivi e non mirati che non riflettono una visione strategica a lungo termine e che, molto spesso, non creano valore. Infine, riteniamo che le partecipazioni azionarie dei membri del comitato esecutivo, che li collegano al rischio finanziario, aiutino ad allineare i loro interessi con gli interessi dell'azienda a lungo termine.



DIVERSITÀ COGNITIVE NEL COMITATO ESECUTIVO

Raccomandiamo un certo livello di diversità cognitiva all'interno dei comitati esecutivi, la ricerca accademica ha da tempo scoperto che una diversità di profili aiuta il team di gestione a prendere le migliori decisioni possibili in contesti economici sempre più complessi e incerti.

La diversità cognitive può assumere varie forme:

- Diversità nei ruoli rappresentativi (operativi, di supporto e altri ruoli)
- Diversità per età, che promuove anche piani di successione (40, 50, 60 anni)
- A seconda delle dimensioni dell'azienda, della presenza geografica e della strategia di sviluppo: diversità di genere, nazionalità, esperienza e background educativo iniziale.





ORGANIZZAZIONE E STRUTTURA MANAGERIALE

Consideriamo buona prassi per le aziende avere una struttura organizzativa relativamente piatta, con **pochi livelli manageriali**, poiché ciò consente di identificare chiaramente la ripartizione dei ruoli e delle responsabilità. Ciò va di pari passo con la capacità di un'azienda di prevenire il superamento dei costi per i ruoli di supporto, cosa che spesso accade nelle aziende mature che tendono a diventare meno agili.

La struttura organizzativa dell'azienda dovrebbe consentirle di generare una crescita organica **sostenuta**. Questo è un buon indicatore di rischio per gli investitori, poiché la crescita organica comporta rischi sociali e / o culturali limitati e non può essere paragonata ad acquisizioni esterne, in particolare in caso di fusioni tra pari.

Innovazione è un altro fattore di differenziazione e performance a lungo termine, che consente, almeno parzialmente e temporaneamente, di limitare le guerre sui prezzi e la pressione concorrenziale. Per gli investitori, l'innovazione dovrebbe generare una maggiore crescita dei ricavi e / o potere di determinazione dei prezzi. Gli indicatori che monitoriamo, che variano in importanza da un settore all'altro, sono la ricerca e lo sviluppo, il numero di brevetti depositati e la percentuale dei ricavi generati con nuovi prodotti o servizi.



RISORSE UMANE

FORMAZIONE, MOBILITÀ INTERNA E PARTECIPAZIONE AZIONARIA DEI DIPENDENTI ... TUTTI INDICATORI CHE RENDONO UNA SOCIETÀ PIÙ ATTRATTIVA

Il nostro modello di ricerca ESG presta particolare attenzione a possibili **disfunzioni sociali e rischi** nelle aziende. Siamo particolarmente interessati alla gravità e alla frequenza degli infortuni sul lavoro, ai tassi di assenteismo, al turnover del personale, alla frequenza e alla durata degli scioperi. Questi indicatori vengono confrontati con quelli di aziende comparabili sia nello stesso settore che nel medesimo territorio al fine di prevenire qualsiasi distorsione nell'interpretazione.

La gestione delle risorse umane ha un ruolo importante nel nostro sistema di punteggio. Prestiamo particolare attenzione alle politiche che promuovono l'uguaglianza di genere e la diversità, i meccanismi di remunerazione e la formazione dei dipendenti, nonché le opportunità di mobilità interna. Una buona gestione delle risorse umane rende un'azienda più attraente e maggiormente in grado di assumere dipendenti capaci, leali e motivati.

Una gestione adeguata delle risorse umane migliora anche **la produttività dei dipendenti**, che può essere misurata in particolare da indicatori come i ricavi per dipendente o il margine operativo per dipendente.



PARTECIPAZIONE AZIONARIA DEI DIPENDENTI

La partecipazione azionaria dei dipendenti tende a migliorarne l'impegno e, quindi, la capacità di un'azienda di attrarre e trattenere i talenti. A nostro avviso, questo è uno dei fattori chiave per una gestione ottimale del capitale umano all'interno delle aziende.

Per partecipazione azionaria dei dipendenti si intende la detenzione delle azioni della società da parte di un numero significativo di dipendenti oltre al team di gestione. Questo indicatore è particolarmente positivo se:

- Almeno il 25% dei dipendenti sono azionisti;
- Almeno il 3% delle azioni societarie sono detenute dai propri dipendenti.



CAPITALE UMANO: UN CREATORE DI VALORE NEL MEDIO E LUNGO TERMINE

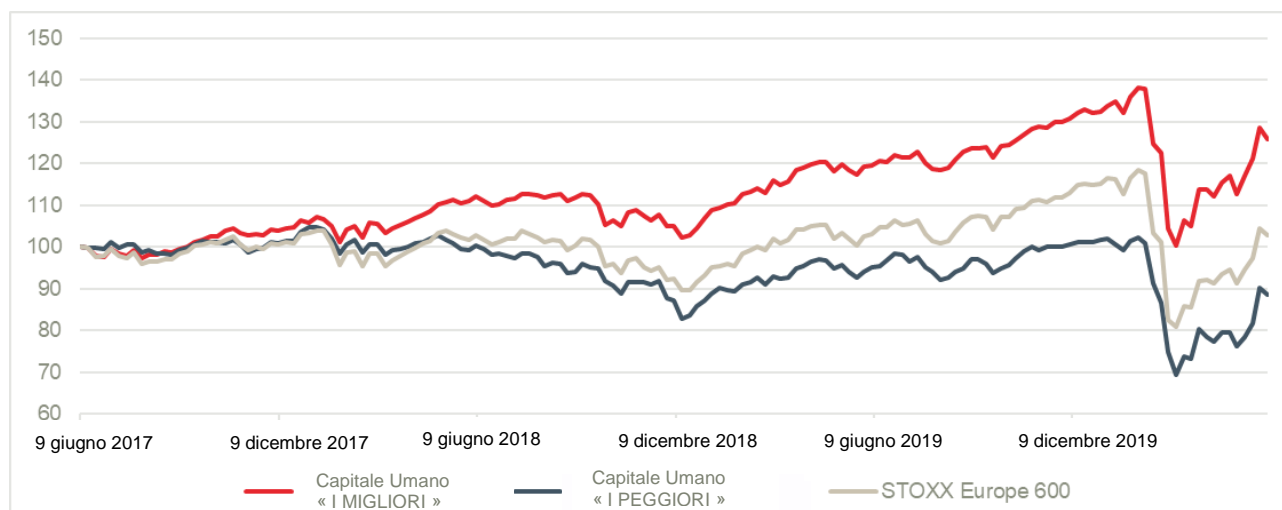
UNA CONFERMA DI RILEVANZA FINANZIARIA

Delle 700 società coperte dal nostro modello di ricerca proprietario fino ad ora (Giugno 2020), abbiamo identificato quelle che sono le migliori (4/5 o 5/5) nel pilastro "capitale umano" e che hanno anche un buon punteggio ESG (4/5 o 5/5). Le 101 società che soddisfano questi criteri sono nel paniere "I MIGLIORI".

Abbiamo anche esaminato le performance delle aziende valutate con il punteggio più basso nel nostro modello (1/5 o 2/5 nel pilastro "capitale umano", così come nella valutazione ESG complessiva): 49 aziende soddisfano questi criteri e compongono quindi il paniere "I PEGGIORI".

Poiché la nostra ricerca si concentra principalmente sulle medie e grandi capitalizzazioni europee, ha senso confrontare le prestazioni di questi due panieri con il DJ Stoxx Europe 600. Abbiamo riscontrato una sovra-performance molto significativa del paniere "I MIGLIORI" negli ultimi tre anni (+ 25,8%), sia rispetto allo Stoxx Europe 600 (+2,9%) che rispetto al paniere "I PEGGIORI" (-11,5%). Ciò tenderebbe a confermare che una buona gestione del capitale umano rappresenta una fonte di performance e di creazione di valore superiore nel medio e lungo termine, mentre, al contrario, una strategia scadente nella gestione del capitale umano potrebbe avere un effetto dannoso sulle performance finanziarie delle aziende.

PRESTAZIONI A CONFRONTO DEI PANIERI "I MIGLIORI" E "I PEGGIORI", SU 3 ANNI



Fonte: ODDO BHF Asset Management

I nostri risultati sono in linea con le ricerche precedenti, come quella condotta da Laurie Bassi (2004)²⁰, che ha rilevato che una politica delle risorse umane di alta qualità produce una sovra-performance delle azioni,

indicando così un vero e proprio nesso causale tra una corretta strategia del capitale umano e solide performance finanziarie.

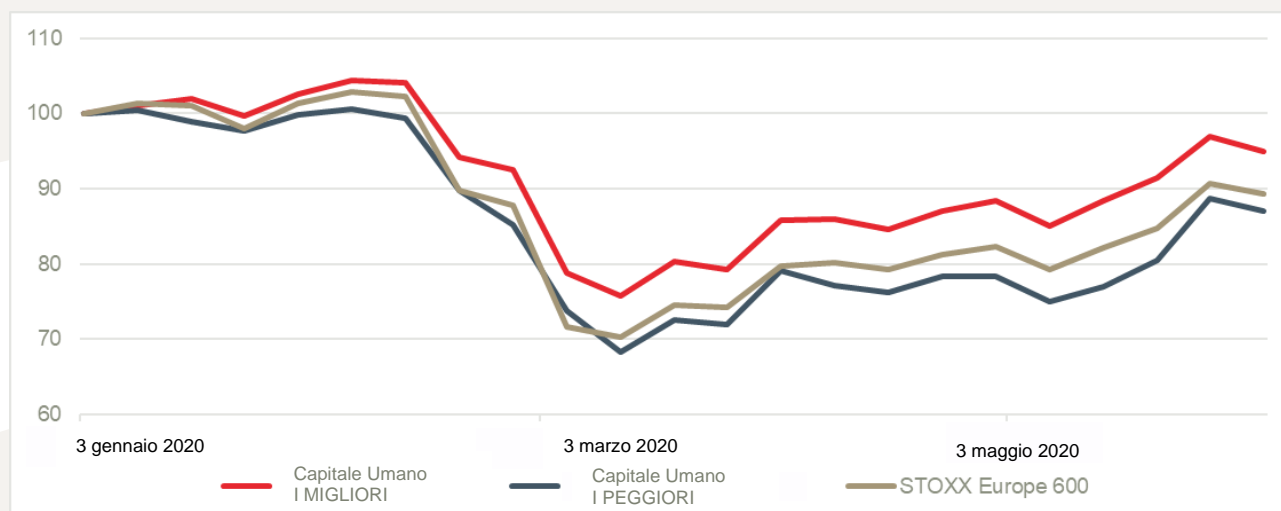
²⁰ "The impact of US Firms' Investments in Human Capital on Stock Prices", 2004

UNA FONTE DI RESILIENZA DURANTE I PERIODI DI CRISI

Anche il confronto tra le recenti performance dei panieri "I MIGLIORI" e "I PEGGIORI" è molto istruttivo. Durante la prima metà del 2020, quando la prima ondata di infezioni da Covid-19 era al culmine e quando il lockdown aveva causato una battuta d'arresto la

maggior parte delle industrie e aveva mandato l'economia globale in una crisi senza precedenti, le performance del paniere "I MIGLIORI" non sono state così negative (-5,1%) come quelle del benchmark (-10,7%) e del paniere "I PEGGIORI" (-13%).

PRESTAZIONI A CONFRONTO DEI PANIERI "I MIGLIORI" E "I PEGGIORI" NEL H1 2020



Fonte: ODDO BHF Asset Management

La maggiore resilienza delle aziende dotate di un'adeguata strategia di capitale umano durante un periodo di crisi fa eco ad uno studio condotto da Kim & Ployhart dopo la Grande Recessione del 2008²¹, in cui gli autori hanno trovato una correlazione positiva tra il

livello di investimenti nel capitale umano e nella resilienza delle aziende e hanno concluso che le aziende che investono nel loro capitale umano in mezzo alle turbolenze economiche superano regolarmente i loro omologhi in termini di performance finanziaria.

²¹ "The effects of staffing and training on firm productivity and profit growth before, during and after the Great Recession", 2014

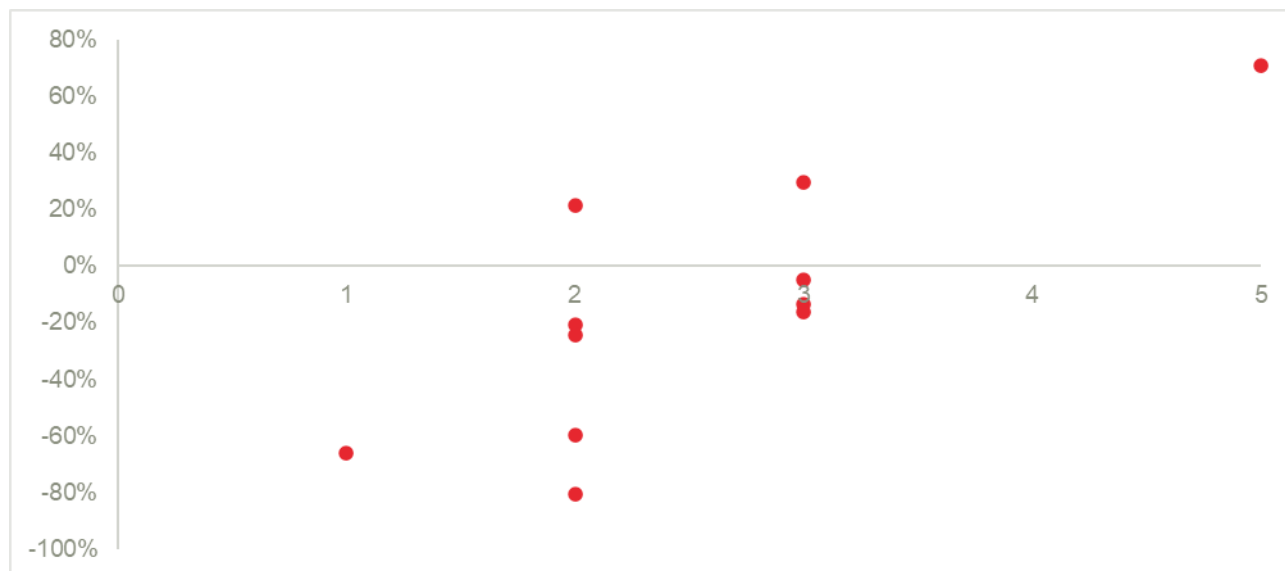
CASO DI STUDIO: L'IMPATTO DEL CAPITALE UMANO IN SETTORI IN TRANSIZIONE

Abbiamo anche esaminato il legame tra capitale umano e performance finanziaria in due settori in transizione: quello automobilistico e quello del commercio al dettaglio. Abbiamo selezionato le aziende (principalmente europee) appartenenti a questi due settori e abbiamo esaminato la possibile correlazione tra i punteggi del capitale umano del nostro modello interno (l'asse delle x) e la loro performance azionaria negli ultimi tre anni (l'asse delle y).

L'industria automobilistica, fortemente consolidata e in difficoltà su scala globale, si trova ad affrontare una

doppia tendenza che la costringe a reinventarsi: il calo delle vendite di veicoli negli ultimi due anni (con la crisi resa molto peggiore dal Covid-19) e il rafforzamento delle normative ambientali, in particolare nell'Unione Europea, che spingono le aziende a investire massicciamente nella ricerca e sviluppo di veicoli elettrici per migliorare il loro bilancio del carbonio. L'industria si trova ad affrontare regolarmente varie questioni legate al capitale umano, a causa soprattutto delle frequenti accuse di collusione e di pratiche anti-concorrenziali che mettono in dubbio l'integrità del top management.

CORRELAZIONE TRA L'ANDAMENTO DEL PREZZO DELLE AZIONI E IL PUNTEGGIO DEL CAPITALE UMANO NEL SETTORE AUTOMOBILISTICO



Fonte: ODDO BHF Asset Management

È interessante notare che oltre l'80% delle aziende con un punteggio di capitale umano inferiore alla media (ovvero 1/5 o 2/5) ha avuto un andamento finanziario negativo negli ultimi tre anni.

Il commercio al dettaglio è stato uno dei settori più colpiti dalle ricadute economiche della pandemia di Covid-19, a causa delle sue complesse e globalizzate catene di fornitura e della chiusura dei punti vendita in molti paesi

durante i blocchi. Ciò ha accelerato il trend di digitalizzazione del settore e ha portato a un boom del commercio elettronico. L'industria del commercio al dettaglio è stata colpita da molte sfide per il capitale umano, tra cui la garanzia di condizioni di lavoro adeguate, un'adeguata retribuzione, la sanità e la sicurezza dei lavoratori lungo tutta la catena di fornitura. I commercianti al dettaglio sono spesso accusati di discriminazione e di ostacolare la libertà di riunione.

CORRELAZIONE TRA L'ANDAMENTO DEL PREZZO DELLE AZIONI E IL PUNTEGGIO DEL CAPITALE UMANO NEL SETTORE DEL COMMERCIO AL DETTAGLIO



Fonte: ODDO BHF Asset Management

Il 75% delle società che hanno ottenuto un punteggio elevato in termini di capitale umano (4/5 o 5/5) ha ottenuto risultati finanziari positivi negli ultimi tre anni, mentre solo il 28,5% delle società che hanno ottenuto il punteggio più basso (1/5 o 2/5) in base a questo criterio.

Un'analisi isolata del capitale umano delle società non è sufficiente per stimare la loro redditività futura, ma questo criterio può comunque servire come indicatore rilevante dei rischi operativi a cui sono esposte. Il capitale umano, che riguarda l'intera azienda e le sue relazioni con i vari stakeholder, offre quindi un mezzo di

comprensione più fine che non deve essere trascurato.

Rivoluzione tecnologica, tendenze sociali e resistenza organizzativa in un mondo instabile - tutto ciò richiede una misurazione standardizzata del capitale umano nella creazione di valore delle aziende. ODDO BHF Asset Management ha posto il capitale umano al centro della sua metodologia di ricerca extra-finanziaria per molti anni, e monitora da vicino la ricerca e i progressi nella contabilità del capitale finanziario, naturale e umano.



GLOSSARIO

Attività immateriali: Sono tutte attività che non esistono fisicamente ma che comunque contribuiscono ai ricavi delle società. Con questo termine si intende tutto ciò che rientra nella proprietà intellettuale, nel capitale umano e nelle autorizzazioni amministrative.

Economia della conoscenza: Un periodo economico iniziato nei primi anni '70 e caratterizzato dalla predominanza di industrie basate sulla conoscenza e la manipolazione delle informazioni. Secondo l'OCSE, ciò include le industrie ad alta tecnologia, così come tutti i servizi, le banche e le assicurazioni.

ESG: I criteri ambientali, sociali e di governance sono utilizzati per determinare il contributo sociale di un'azienda e sono oggi comunemente utilizzati dagli investitori per integrare le loro ricerche sulle performance finanziarie delle aziende, soprattutto per meglio comprendere i rischi inerenti alle loro attività.

HCMC: La Human Capital Management Coalition (Coalizione per la gestione del capitale umano) è una coalizione di investitori con 2,6 trilioni di dollari di patrimonio gestito che promuove una maggiore considerazione del capitale umano da parte degli investitori. Nel 2017 l'HCMC ha inviato una petizione alla US Securities and Exchange Commission (SEC) chiedendo un aggiornamento degli obblighi legali di divulgazione degli indicatori extra-finanziari delle società.

SDGs: Gli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile sono 17 obiettivi stabiliti dalle Nazioni Unite nel 2015 per il periodo 2020-2030. Gli SDG sono concepiti per affrontare le sfide dello sviluppo globale sostenibile in molte aree, come la povertà, l'accesso all'acqua, la fame, le disuguaglianze, i cambiamenti climatici, la distruzione dell'ambiente, la pace e la giustizia.

Open Innovation: Metodi di ricerca e sviluppo basati sulla collaborazione con gli stakeholder esterni all'azienda, che permettono di condividere il rischio ma anche di contribuire alla libera condivisione della conoscenza (è un approccio spesso utilizzato dagli attori dell'economia solidale).

SASB: Il Sustainability Accounting Standards Board è un'organizzazione che fissa i principi contabili adatti alla crescente domanda degli investitori sui temi ESG.

SEC: La Securities & Exchange Commission è l'autorità di regolamentazione del mercato statunitense, responsabile della regolamentazione e della supervisione dei mercati finanziari.

WBCSD: Il World Business Council for Sustainable Development è una coalizione di 190 multinazionali fondata sulla scia del Summit della Terra di Rio, nel 1992, che cerca di promuovere lo sviluppo sostenibile.

BIBLIOGRAFIA

Autier Fabienne, Human Capital. Beyond the fad, what the analogy really tells, 2006

Bartlett Christopher & Ghoshal Sumantra, Building competitive advantage through people, MIT Sloan Management Review, 2002

Bassi Laurie & al., The impact of US Firms' Investments in Human Capital on Stock Prices, 2004

Becker Gary, Human Capital: A Theoretical and Empirical Analysis with Special Reference to Education, University of Chicago Press, 1964

Collins Jim, Good to Great: Why Some Companies Make the Leap...and Others Don't, 2001

Drucker Peter, The Practice of Management: The Changing World of the Executive, 1954

Elton Mayo George, The human problems of an industrial civilization, 1933

EY Center for Board Matters, How and why human capital disclosures are evolving, 2019

Flamholtz Eric & Lacey John, Human capital theory and human resources, University of California: Los Angeles, 1981

Kim Youngsang & Ployhart Robert, The effects of staffing and training on firm productivity and profit growth before, during and after the Great Recession, 2014

Kochan Thomas, Appelbaum Eileen & al., The Human Capital dimensions of sustainable investment: what investment analysts need to know, 2013

Kotsantonis Sakis & Serafeim George, Human Capital and the Future of Work: Implications for Investors and ESG integration, 2019

Maslow Abraham, A Theory of Human Motivation, 1943

McKinsey & Company, HR says talent is crucial for performance – and the pandemic proves it, 2020

Organisation Internationale du Travail, Covid-19 and the World of Work, 2020

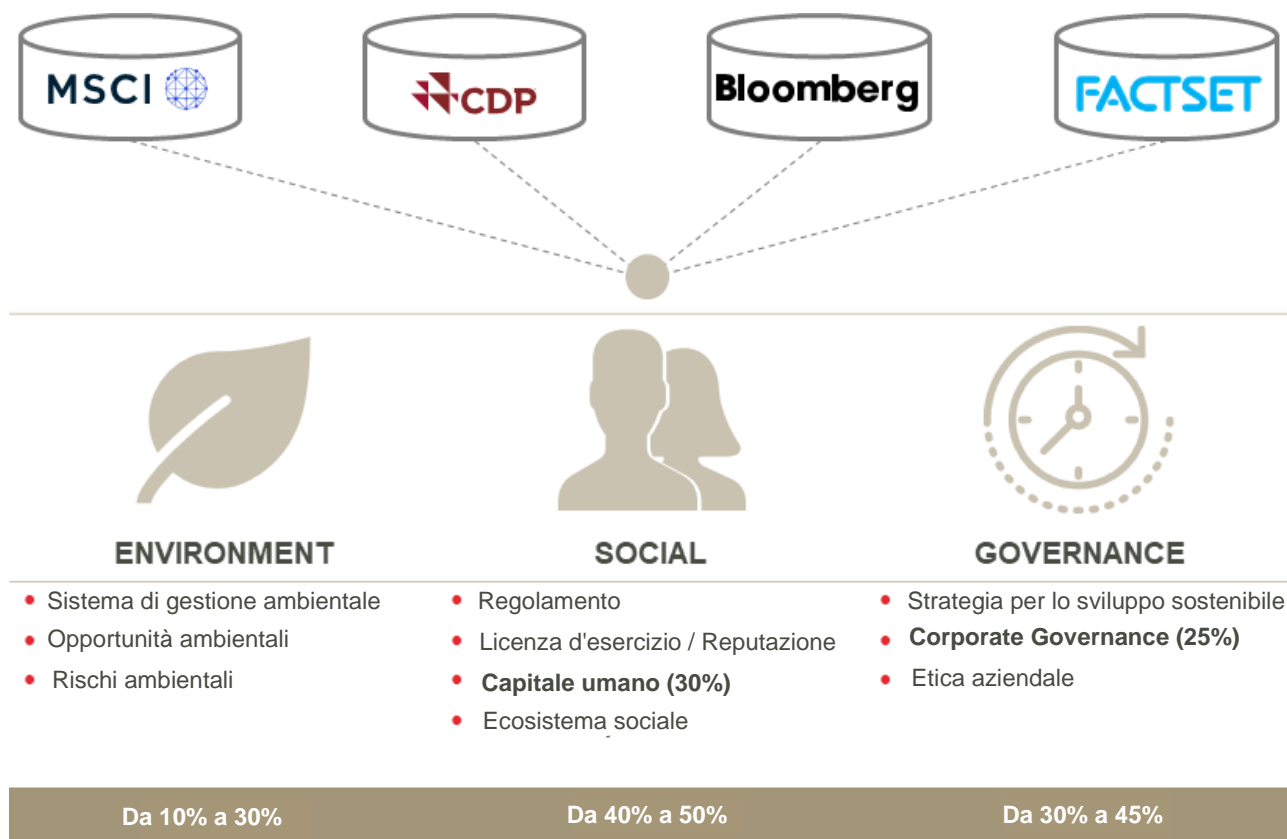
Schultz Theodore, Investment in human capital, The American Economic Review, 1961

Schumpeter Joseph, Capitalism, Socialism and Democracy, 1942

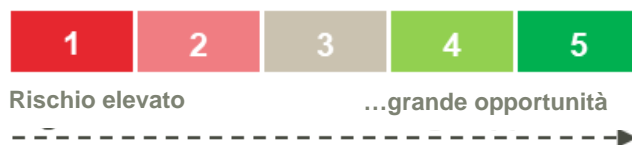
World Economic Forum & Willis Towers Watson, Human Capital as an Asset: An Accounting Framework to Reset the Value of Talent in the New World of Work, 2020

APPENDICE

IL NOSTRO MODELLO DI RICERCA ESG



Scala di valutazione interna ESG che misura il "rischio di esecuzione".



A PROPOSITO DI ODDO BHF ASSET MANAGEMENT

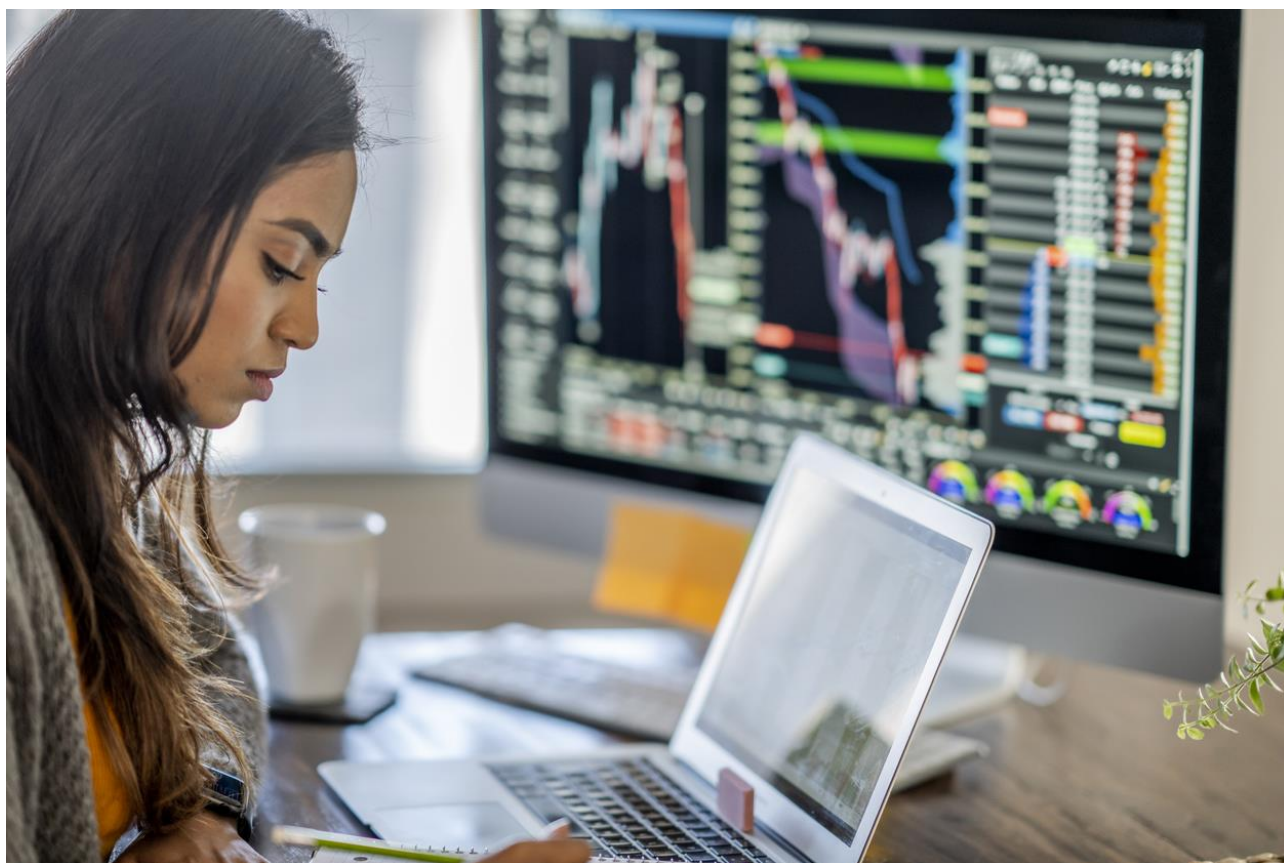
ODDO BHF AM fa parte del gruppo finanziario indipendente franco-tedesco ODDO BHF, fondato nel 1849.

ODDO BHF AM è leader nella gestione patrimoniale in Europa. Comprende ODDO BHF AM GmbH in Germania, ODDO BHF AM SAS, ODDO BHF BHF Private Equity SAS in Francia e ODDO BHF AM Lux in Lussemburgo, che insieme gestiscono un patrimonio complessivo di 55,9 miliardi di euro.

ODDO BHF AM offre ai suoi clienti istituzionali e all'ingrosso una gamma unica di soluzioni d'investimento ad alte prestazioni in tutte le principali classi di attività, ovvero azioni europee, strategie quantitative, reddito fisso, soluzioni multi-asset, private equity e debito privato. Firmatario UN-PRI dal 2010, ODDO BHF AM ha integrato i criteri di investimento sostenibile in un'ampia gamma di strategie. Il suo approccio ESG si concentra sull'integrazione dei criteri ESG, sull'impegno con le aziende e su una politica climatica a sostegno della trasformazione energetica.

Su base combinata, il 61% dei patrimoni gestiti proviene da clienti istituzionali e il 39% da partner di distribuzione. I team operano dai centri di investimento di Dusseldorf, Francoforte, Parigi e Lussemburgo con ulteriori sedi a Milano, Ginevra, Stoccolma, Madrid, Madrid, Hong Kong, Abu Dhabi e Zurigo.

ODDO BHF AM pone il supporto a lungo termine dei suoi clienti al centro delle sue priorità. La sua indipendenza consente ai suoi team di essere reattivi, flessibili e innovativi per trovare costantemente soluzioni su misura per le esigenze dei clienti.



DISCLAIMER

ODDO BHF AM è la divisione di gestione patrimoniale del Gruppo ODDO BHF. È il marchio comune di quattro società di gestione patrimoniale giuridicamente distinte: ODDO BHF AM SAS (Francia), ODDO BHF PRIVATE EQUITY (Francia), ODDO BHF AM GmbH (Germania) e ODDO BHF AM Lux (Lussemburgo).

Questo documento è stato redatto da ODDO BHF ASSET MANAGEMENT SAS per tutte le comunicazioni di mercato. La comunicazione agli investitori è di competenza di ciascun distributore o consulente. I potenziali investitori dovrebbero consultare un consulente d'investimento prima di investire in una strategia. Si richiama l'attenzione dell'investitore sul fatto che tutte le strategie non sono autorizzate in ogni paese. Se decidono di investire, gli investitori sono invitati a conoscere la natura dettagliata di eventuali rischi incorsi, in particolare il rischio di perdita di capitale. Il valore dell'investimento può variare sia verso l'alto che verso il basso e non può essere restituito integralmente. L'investimento deve essere effettuato in conformità agli obiettivi d'investimento degli investitori, al loro orizzonte d'investimento e alla loro capacità di affrontare il rischio derivante dalla transazione. ODDO BHF AM SAS non può essere ritenuta responsabile per eventuali danni diretti o indiretti derivanti dall'utilizzo del presente documento o delle informazioni in esso contenute. Tali informazioni sono fornite a titolo indicativo e possono essere modificate in qualsiasi momento senza preavviso. Le opinioni presentate in questo documento sono il risultato delle nostre previsioni di mercato alla data di pubblicazione. Esse sono soggette a modifiche in base alle condizioni di mercato e ODDO BHF AM SAS non potrà in alcun caso essere ritenuta contrattualmente responsabile per esse.



ODDO BHF Asset Management SAS

12 boulevard de la Madeleine – 75440 Paris Cedex 09 France – Tel.: +33 (0)1 44 51 85 00.

am.oddo-bhf.com