

Corporate governance sui mercati emergenti

Cosa c'è davvero
dietro le quinte?



NOVEMBRE 2023

Comunicazione marketing

Informazioni sugli autori.

Hien Nguyen

ESG Analyst



Hien è entrata a far parte di Candriam nel 2021 come ESG Analyst per i mercati emergenti; ha sviluppato esperienza ESG sia dal punto di vista di detentore di attivi, sia di gestore patrimoniale. La sua esperienza precedente include ruoli di analista SRI sia nel Gruppo AXA, sia in AXA IM; tra le attività svolte, l'analisi degli emittenti azionari e obbligazionari, la valutazione dei green bond, l'impegno, le tendenze normative e le questioni di reporting. Come consulente presso Ernst & Young, ha aiutato le compagnie assicurative, i gestori patrimoniali e altre istituzioni finanziarie a sviluppare e valutare le strategie ESG e di impatto.

Hien ha conseguito un Master in Politica economica internazionale presso Sciences Po Paris, con specializzazione nelle economie emergenti, e una laurea di primo livello in Economia presso Sciences Po con specializzazione in Studi internazionali.

Vincent Compiègne

Deputy Global Head of ESG Investments and Research



Vincent è entrato a far parte della società nel 2017 in qualità di Senior ESG Analysts del team ESG Investments & Research. Nel 2019 è stato nominato Deputy Head of ESG Investments & Research. In precedenza, ha lavorato presso AXA IM come analista SRI dei settori dei Trasporti e dei Beni Industriali, occupandosi di monitorare lo sviluppo e il follow-up degli investimenti green, tra cui i Green Bond di AXA Group e AXA IM. Ha inoltre lavorato presso ERAFP, il primo fondo pensionistico francese al 100% sostenibile e Bloomberg. Opera nel settore dei servizi finanziari dal 2007.

Vincent ha conseguito un master di secondo livello in economia e finanza presso la Sorbona (Francia)

Lucia Meloni

Lead ESG analyst, ESG Investments & Research



Lucia Meloni è ESG Analyst in Candriam dal 2011. In Candriam, oltre a ricoprire il ruolo di analista senior ESG nel settore finanziario (banche e assicurazioni), Lucia ha svolto un ruolo chiave nello sviluppo e nel follow-up degli investimenti in obbligazioni sostenibili.

Ha iniziato la sua carriera nel 2010, ricoprendo il ruolo di analista di ricerca sulla corporate governance presso RiskMetrics.

Lucia ha conseguito una laurea in economia politica e un master in economia e finanza presso la LUISS Business School Guido Carli di Roma.

Sommario.

Sommario

Sommario **04**

Piccoli passi verso la trasparenza **05**

Trend attuali: un vento di cambiamento **06**

Consigli di Amministrazione più indipendenti ed efficaci **06**

Trasparenza e diversità: settori da migliorare **09**

Oltre l'approccio "con lo stampino" **12**

Riflettori accesi 1: *Le Promoter firm* in India **13**

Riflettori accesi 2: Gruppi familiari in Corea del sud **15**

Verso un set comune di standard minimi di governance: il ruolo delle autorità di regolamentazione **17**

Verso le best practice: il ruolo degli investitori **20**

Il management della società è sufficientemente responsabile verso gli stakeholder? **21**

La società adotta misure adeguate per assicurare l'integrità e la responsabilità societarie? **22**

La società è sufficientemente trasparente verso gli stakeholder esterni? **23**

Conclusione: Guardare dietro le quinte, un imperativo per prendere decisioni di investimento migliori **26**

Note e riferimenti **27**

Riassunto esecutivo.

Notiamo ancora discrepanze nelle pratiche di corporate governance attuali sui mercati sviluppati ed emergenti. Alcuni paesi hanno rafforzato i doveri e le funzioni dei CdA, nonché la trasparenza e le comunicazioni con gli azionisti, dimostrando la volontà di migliorare i propri standard di sostenibilità. Tuttavia, è possibile compiere ancora ulteriori progressi.

La normativa e i codici di corporate governance locali fungono da standard minimi e da tutela per azionisti e investitori, ma le società dei mercati emergenti dovrebbero compiere un progresso graduale verso le migliori prassi globali.

Analizzare la corporate governance delle società dei mercati emergenti richiede un approccio ben ponderato: un'analisi effettuata spuntando meramente delle caselle non è sempre accurata, in quanto non tiene conto delle specificità regionali. Forniamo esempi di paesi con aziende specifiche o strutture di azionariato che richiedono l'adozione di analisi contestuali.

Una gestione complessiva degli stakeholder, che includa tutti e tre i fattori E, S e G, è essenziale per una buona governance. Una gestione inadeguata degli stakeholder riflette una debole corporate governance.

Abbiamo identificato tre temi principali che vanno affrontati nella valutazione delle pratiche di corporate governance delle società dei mercati emergenti: responsabilità, integrità, trasparenza. Riteniamo che siano indicatori pertinenti per valutare il comportamento sostenibile delle società nel loro contesto locale.

Andando oltre la selezione delle società che rispondono ai nostri standard in materia di sostenibilità/ESG, cerchiamo anche di incoraggiare le società a convergere verso buone pratiche di sostenibilità e trasparenza. La stewardship attiva aiuta gli investitori a ottenere informazioni sulle società dei mercati emergenti e a incoraggiare l'allineamento con le migliori prassi.



Piccoli passi verso la trasparenza.

Nel 2020, il principale organo di sorveglianza finanziaria di Taiwan, la *Financial Supervisory Commission*, ha pubblicato il documento *Corporate Governance 3.0 – Sustainable Development Roadmap for 2021-2023*. Questo report presenta piani specifici di azione per il rafforzamento dei doveri e delle funzioni dei CdA, migliorando la trasparenza delle informazioni e la comunicazione con gli stakeholder, e incoraggiando la *stewardship*¹.

La pubblicazione di questo report è uno dei segnali che gli standard di corporate governance locali si sono notevolmente rafforzati. Questa roadmap ha messo in luce ancora meglio l'importanza della gestione della sostenibilità e della divulgazione nella corporate governance complessiva, particolarmente in riferimento alla *Taskforce on Climate-related Financial Disclosures* (Task force sulle informazioni finanziarie relative al clima, TCFD) e al *Sustainability Accounting Standards Board* (Organismo per gli standard contabili di sostenibilità, SASB) per l'allineamento delle rendicontazioni.

Taiwan non è l'unico mercato emergente in cui gli standard di corporate governance e la divulgazione ESG si sono evoluti negli anni recenti. In effetti, abbiamo visto trend incoraggianti su tutti i principali mercati emergenti (EM).

Dovremmo cogliervi il segno di una crescente consapevolezza tra gli organismi di regolamentazione e gli investitori che le aziende e il loro top management devono essere ritenuti responsabili per i rispettivi ruoli ricoperti nella società in cui viviamo?

I mercati emergenti e sviluppati operano in contesti diversi. Anche i rischi sono piuttosto diversi. Pertanto, sembra opportuno riconoscere le specificità dei mercati emergenti riguardo alle pratiche di corporate governance. Di quali specificità stiamo parlando? Andrebbero accettate date tali differenze nell'ambiente aziendale, o sono irrilevanti dal punto di vista di un investitore internazionale?

In che modo gli investitori possono promuovere prassi di corporate governance più efficaci sui mercati emergenti?

Trend attuali: un vento di cambiamento.

Consigli di Amministrazione **più efficaci e indipendenti**

Nella corporate governance, l'indipendenza dei Consigli di Amministrazione è considerata una pratica standard migliore per assicurare la tutela degli interessi degli azionisti e la prevenzione dei conflitti di interesse. In Europa e negli USA, il livello medio dell'indipendenza del CdA delle società che compongono gli indici MSCI è quasi dell'80%² (vedi Figura 1).

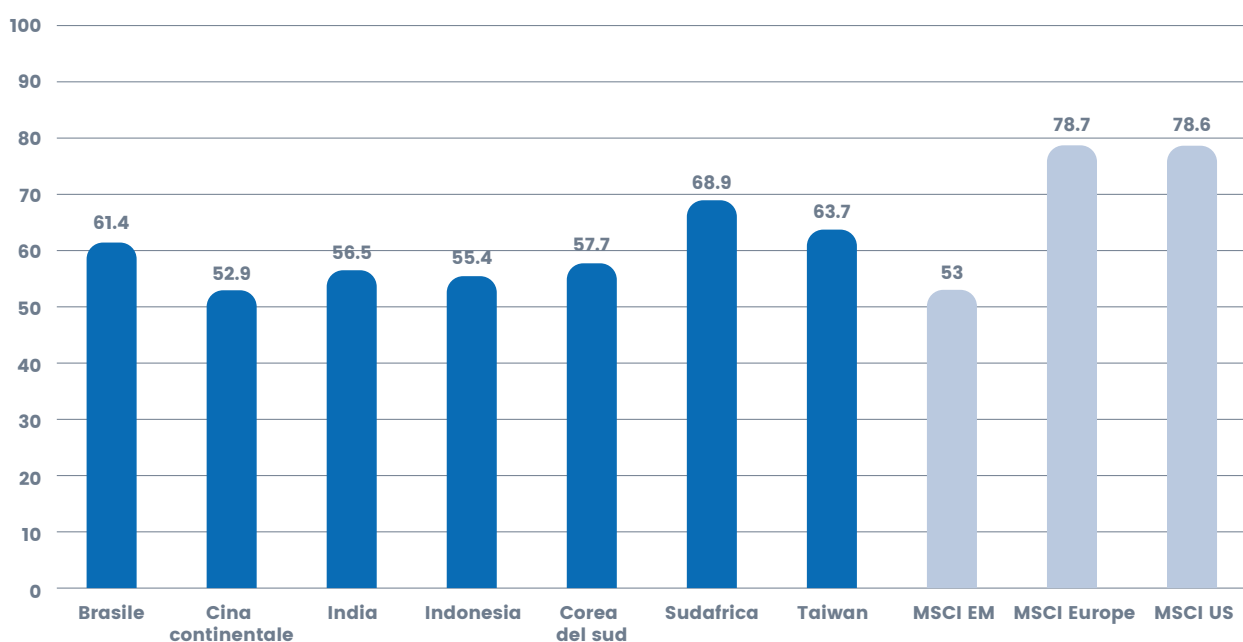
La situazione è differente sui mercati emergenti. A gennaio 2023, il 53% delle società che compongono l'indice MSCI Emerging Markets (di qui in avanti MSCI EM) ha istituito un CdA con una maggioranza indipendente, il che significa che **più della metà dei Cda sono indipendenti dal management**. Ciò è vero anche per tutti i principali mercati dell'indice MSCI EM.

Se è vero che i mercati emergenti sono indietro rispetto alle prassi europee e USA, ciò dimostra comunque che le società dei mercati emergenti quotate sono sempre più consapevoli della necessità di avere un organismo capace di esercitare una sorveglianza indipendente sul management della società.



Figura 1:

Livello di indipendenza medio del CdA sui mercati emergenti selezionati che compongono l'indice MSCI EM (gennaio 2023)

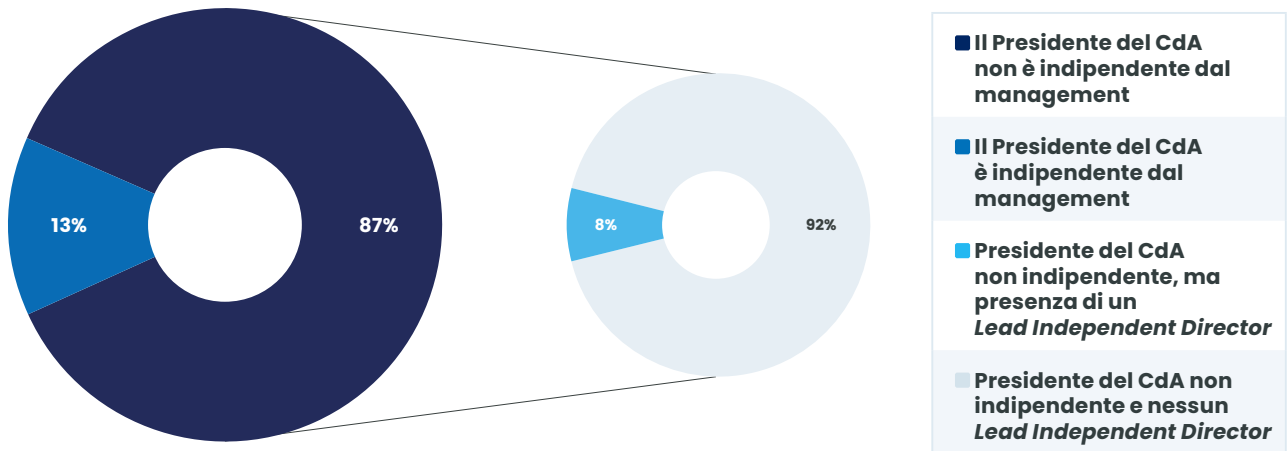


Fonte: Candriam, MSCI ESG

Oltre a un Consiglio di Amministrazione composto da membri indipendenti, anche l'identità del Presidente del Consiglio di Amministrazione è un elemento cruciale per stabilire l'indipendenza del CdA. **Gran parte delle società dei mercati emergenti hanno separato i ruoli del CEO e del Presidente del CdA**, il che contribuisce a ridurre l'influenza del management sulla capacità di sorveglianza del CdA. Tuttavia, l'indipendenza del Presidente del CdA è ancora discutibile. La maggioranza delle società dei mercati emergenti che compongono l'indice MSCI EM non ha nominato un CdA indipendente dal management della società né un *lead independent director*.

Figura 2:

Indipendenza del Presidente del CdA nelle società MSCI EM (Gennaio 2023)

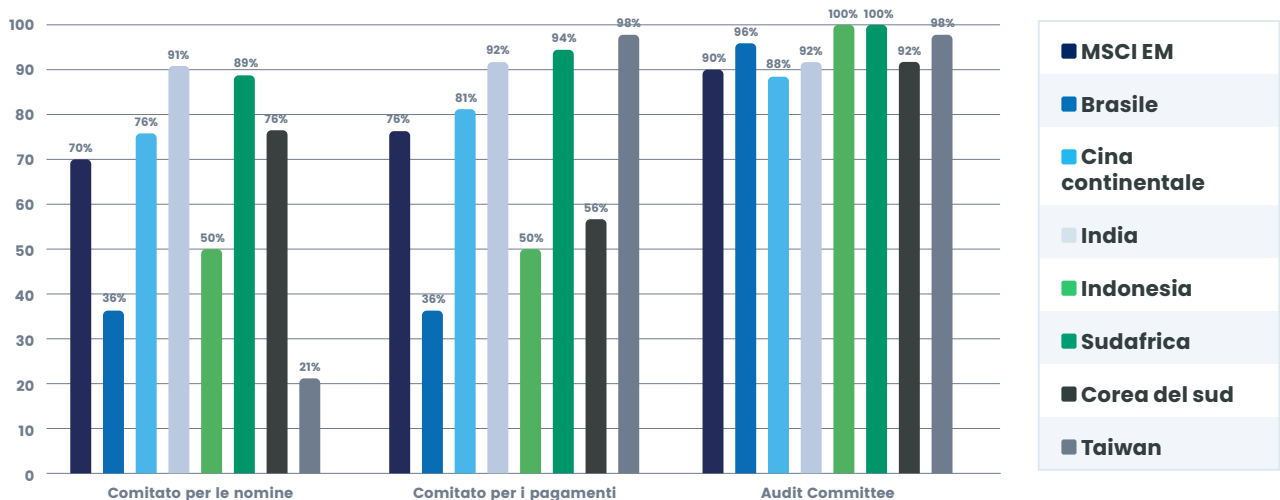


Fonte: Candriam, MSCI ESG

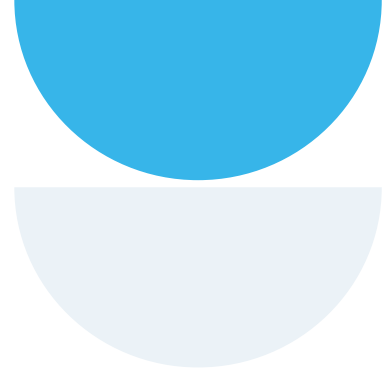
Riguardo alle funzioni del Consiglio di Amministrazione, osserviamo che avere un *Audit Committee*, un Comitato per le nomine e un Comitato per le remunerazioni sotto il Consiglio di Amministrazione sta diventando prevalente tra le società dei mercati emergenti. Questi comitati esercitano una sorveglianza specifica della compliance interna della società e una valutazione delle prestazioni del management, assicurando un'appropriata politica delle remunerazioni. Molte società nell'indice MSCI EM hanno almeno due terzi di questi membri del comitato indipendenti dal management.

Figura 3:

% di società che compongono l'indice MSCI EM index e mercati emergenti selezionati, con almeno 2/3 di indipendenza nei Comitati a livello di CdA (Gennaio 2023)



Fonte: Candriam, MSCI ESG



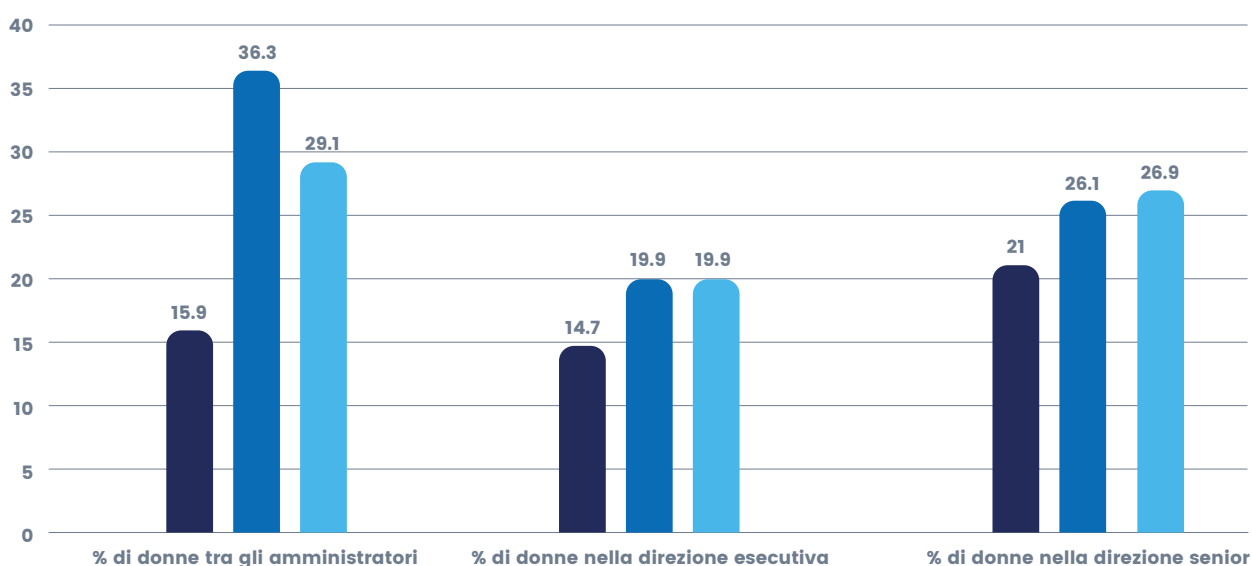
Trasparenza e diversità: settori da migliorare

La diversità di genere nelle posizioni di leadership non è un elemento sul quale si concentrano le società dei mercati emergenti nel complesso; molte di esse sono indietro rispetto a Europa e USA in questo settore. Se le società MSCI EM sono vicine ai livelli di MSCI Europe e MSCI US rispetto alla rappresentanza femminile nell'alta dirigenza, sono chiaramente indietro rispetto alla presenza di amministratori donne nei CdA.

Figura 4:

Media % di donne in posizioni di leadership, gennaio 2023

■ MSCI EM ■ MSCI Europe ■ MSCI US

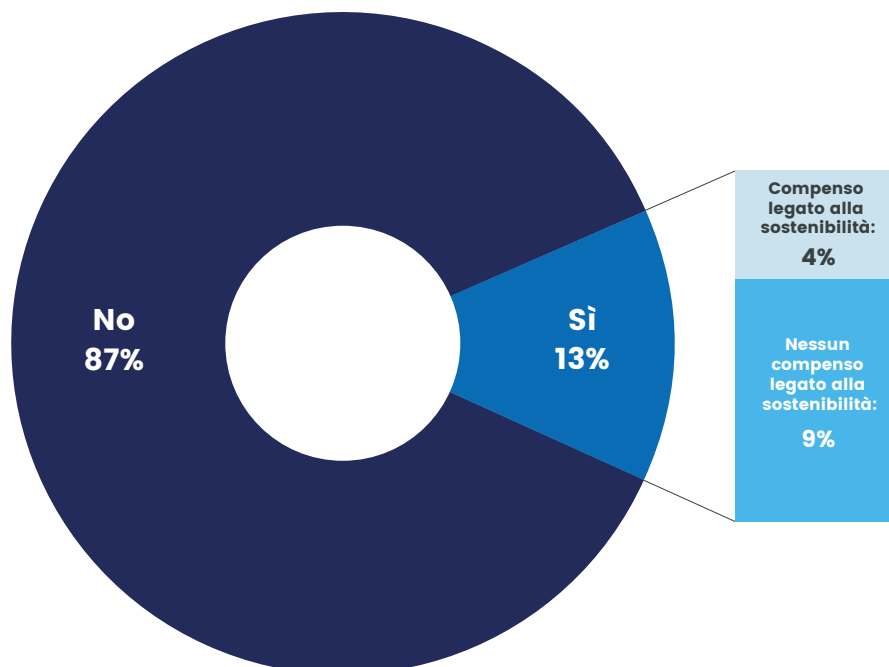


Fonte: Candriam, MSCI ESG

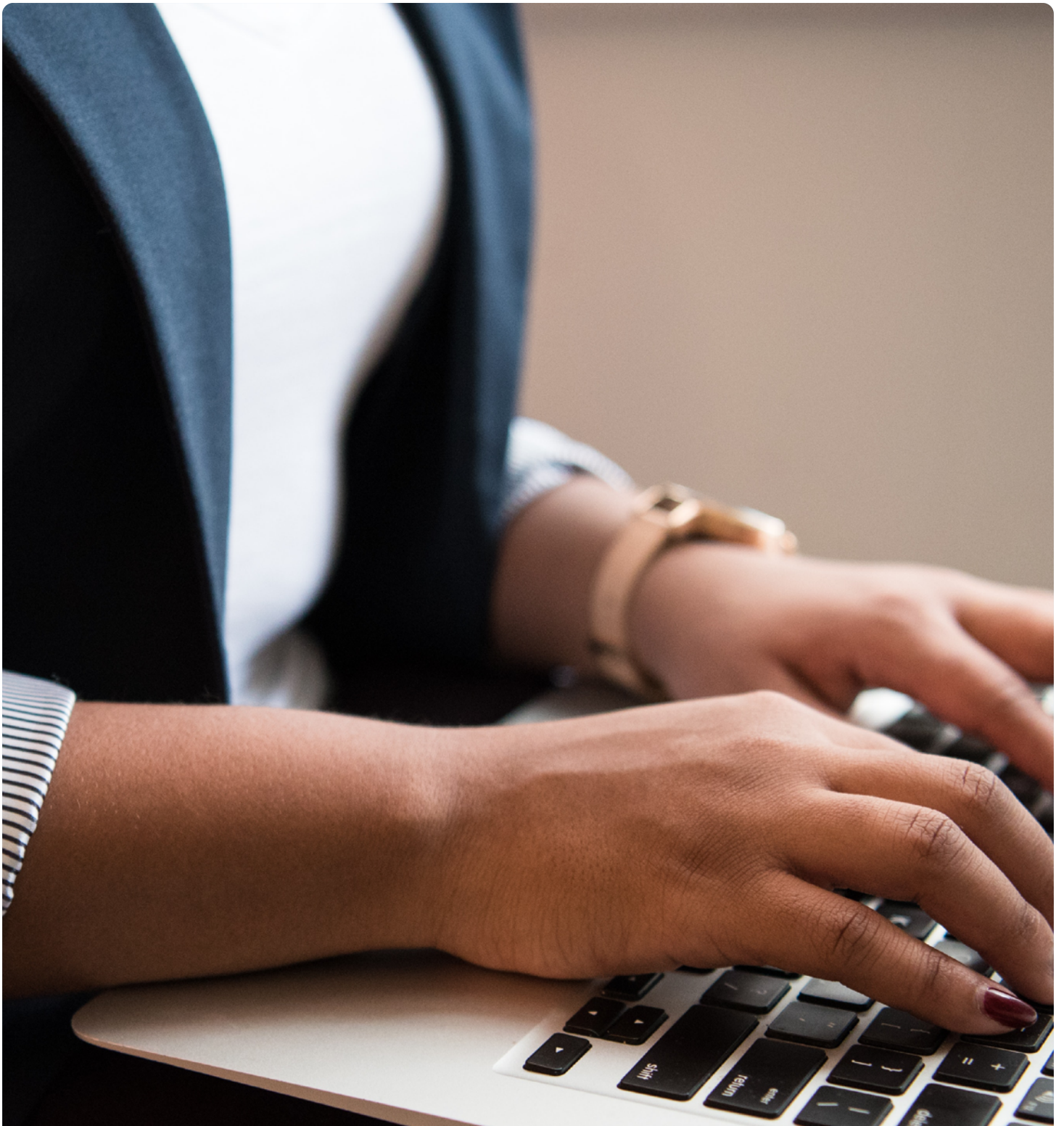
Osserviamo anche che gran parte delle società rappresentate nell'indice MSCI EM non forniscono sufficiente trasparenza rispetto ai criteri di performance dei dirigenti e alla politica di remunerazione. **Solo il 13% delle società dell'indice MSCI EM ha svolto regolari votazioni Say-on-Pay alle assemblee dei soci**, rispetto a circa il 97% in MSCI Europe e il 92% in MSCI US³. Di questo 13%, solo il 4% ha dimostrato che gli indicatori di sostenibilità a lungo termine fanno parte della valutazione delle prestazioni del management. Ciò limita i canali attraverso i quali gli azionisti possono esprimere timori sulla prestazione del management e se questo agisce in linea con gli obiettivi a lungo termine di azionisti e società.

Figura 5:

% delle società che compongono l'indice MSCI EM che svolgono votazioni Say-on-Pay alle assemblee generali dei soci (Gennaio 2023)



Fonte: Candriam, MSCI ESG



La diversità di genere nelle posizioni di leadership non è un elemento sul quale si concentrano le società dei mercati emergenti nel complesso.



Oltre l'approccio "con lo stampino"

Un'analisi delle caratteristiche standard della corporate governance è sufficiente per capire e valutare la qualità della corporate governance sui mercati emergenti? Crediamo di no. Secondo la nostra esperienza, **andrebbe condotta un'ulteriore analisi che comprenda la cultura aziendale delle società, nonché l'ambiente e il contesto specifici in cui operano.**

In realtà, le strutture di capitale con azionisti di maggioranza (che detengono più del 30% delle azioni della società) non sono così rare per le società quotate sui mercati emergenti. Nel gennaio 2023, **circa il 70% delle società che compongono**

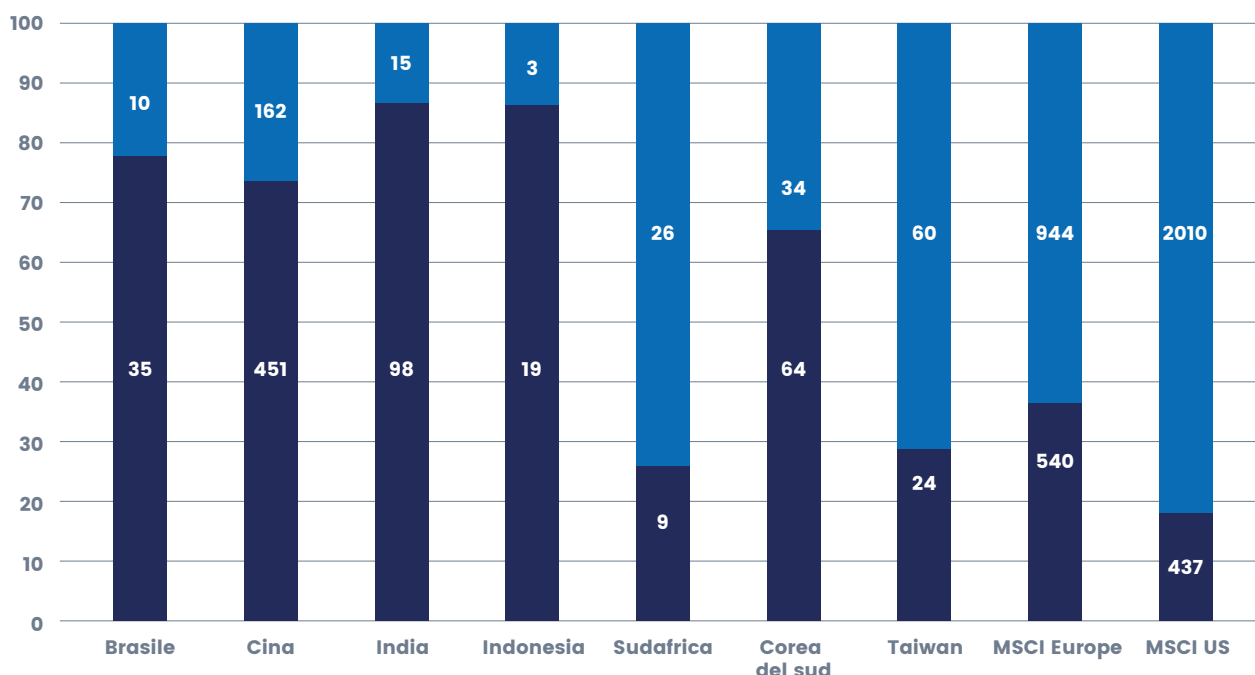
l'indice MSCI EM ha azionisti di maggioranza, rispetto al 18% delle società dell'indice MSCI US e il 36% di quelle dell'indice MSCI EU⁴. Questa struttura potrebbe sollevare timori relativi all'influenza degli azionisti di maggioranza sulla direzione della società e al potenziale conflitto contro i migliori interessi dei soci. Va anche notato che la natura dei soci di maggioranza e la cultura aziendale nelle società controllate differisce anche tra i mercati emergenti. Affrontare i timori relativi agli azionisti di maggioranza, pertanto, richiede informazioni specifiche per ogni mercato e ogni società.

Figura 6:

% delle società con azionisti di maggioranza in MSCI EM

■ Soci di maggioranza

■ Nessun socio di maggioranza



Fonte: Candriam, MSCI ESG

Riflettori accesi 1:

Le promoter firm in India



Le *promoter firm* sono società con una proprietà concentrata - di una persona fisica o di un gruppo di persone fisiche o dello Stato -, o i cui fondatori ("*promoter*") hanno ancora un'influenza significativa sulla direzione della società pur non essendo azionisti di maggioranza o dirigenti. La maggioranza delle più grandi società quotate in India, in termini di capitalizzazione di mercato, sono *promoter firm*: per esempio, le multinazionali di servizi IT globali Tata Consultancy e Infosys, i conglomerati Reliance Industries e Adani Enterprise, o il gruppo di telecomunicazione Bharti Airtel. L'investimento nelle società *promoter* offre diverse opportunità: innanzitutto sono operatori di mercato affermati con lunghe tradizioni in fatto di attività commerciali in India. Inoltre, secondo diversi studi potrebbero avere più incentivi per impegnarsi a far crescere a lungo termine la propria azienda rispetto al breve termine, in quanto hanno l'obiettivo a lungo termine di trasmettere l'azienda alle generazioni successive⁵. D'altra parte, per gli investitori esterni le *promoter firm* possono comportare alcuni rischi di corporate governance, inclusi potenziali rischi di conflitto di interessi, mancanza di trasparenza e sorveglianza sulle transazioni finanziarie tra la società e il fondatore o le entità controllate dal fondatore, nonché una limitata tutela dei diritti dei soci di minoranza.

In questo contesto, una prassi cui prestiamo una particolare attenzione è la divulgazione delle partecipazioni e delle "azioni costituite in pegno" esistenti dei fondatori. È comune tra le *promoter firm* in India l'utilizzo di una partecipazione di un fondatore in una società quale garanzia collaterale per i finanziamenti. Una mancanza di trasparenza rispetto alle azioni costituite in pegno potrebbe consentire ai fondatori di continuare a controllare le proprie società mentre una parte significativa delle proprie azioni sono state costituite in pegno a favore dei prestatori. In alcuni casi, la costituzione in pegno di azioni potrebbe anche consentire ai fondatori di agire contro i migliori interessi degli investitori; per esempio, recenti report dimostrano che le azioni di Adani Green vengono usate quale garanzia collaterale per una linea di credito per la miniera di carbone Carmichael di Adani Enterprises in Australia⁶.

A nostro parere, i rischi di corporate governance nelle *promoter firm* possono essere mitigati da un Consiglio di Amministrazione che funziona bene, insieme a una migliore trasparenza rispetto alla struttura di partecipazione, nonché ai flussi finanziari tra le entità controllate dai fondatori, dimostrando così che si risponde in qualche modo agli investitori esterni.

Caso di studio:

Infosys, un gigante dei servizi di consulenza informatici con buone prassi di corporate governance

Infosys⁷ è una delle società di servizi e consulenza IT più grandi dell'India, con più di 300.000 dipendenti in oltre 50 Paesi. La società è stata co-fondata da Narayana Murthy, che ha servito quale CEO per 21 anni dalla costituzione fino al 2002 e da Nandan Nilekani, che è diventato Executive Chairman nel 2017, dopo le dimissioni dell'ex CEO Vishal Sikka, il primo CEO non fondatore della società, dopo che vi sarebbero state divergenze con i fondatori della società in merito alla linea strategica di Infosys.

Oggi, salvo per la mancanza di un CdA indipendente, Infosys ha una migliore struttura di corporate governance delle società di pari grado, con un Consiglio di Amministrazione composto interamente di amministratori indipendenti a parte Nilekani e l'attuale CEO

Salil Parekh (secondo CEO non fondatore di Infosys). Il funzionamento del CdA è supportato da comitati pienamente indipendenti; tra gli altri, i comitati consueti, l'Audit Committee, il Comitato per le nomine e il Comitato per le remunerazioni, nonché un Comitato per la gestione del rischio e un Comitato per le relazioni con gli stakeholder. La società ha anche un buon livello di trasparenza rispetto alla propria corporate governance, le attività del Cda e del management, come anche le transazioni delle parti collegate. Il gruppo fondatore di Infosys detiene all'incirca il 13% delle azioni della società, a marzo del 2023, ma non siede nel Consiglio di Amministrazione (a parte Nilekani quale Presidente) o altre posizioni esecutive.

Riflettori accesi 2: Gruppi familiari in Corea del sud

Otto delle dieci maggiori società quotate in Corea del Sud⁸ sono aziende familiari o entità collegate di gruppi familiari. In termini di struttura di corporate governance, queste società rispondono a gran parte dei requisiti: maggioranza indipendente nei Consigli di Amministrazione, ruoli distinti per CEO e Presidente del CdA, comitati a livello di CdA e una struttura di capitale "un'azione - un voto". D'altra parte, resta da vedere se la corporate governance nelle imprese familiari è davvero indipendente dall'influenza della famiglia fondatrice. Diversi studi hanno criticato l'indipendenza delle procedure di elezione degli amministratori esterni⁹ o l'efficacia della sorveglianza degli amministratori esterni¹⁰ in gruppi familiari coreani.

Negli anni recenti, diversi gruppi familiari coreani hanno iniziato a migliorare la propria interlocuzione con gli investitori su argomenti di corporate governance, in particolare durante il periodo che va fino all'assemblea annuale dei soci. Per i nostri analisti ESG in Candriam, queste sono opportunità di ottenere migliori informazioni rispetto alla cultura aziendale delle società del nostro portafoglio, nonché di trasmettere le nostre posizioni sulle prassi migliori in materia di corporate governance.

Inoltre, di recente osserviamo un trend tra le società coreane: la creazione di Comitati in materia di sostenibilità/ESG a livello di CdA per sorvegliare l'implementazione delle misure relative alla sostenibilità da parte delle società. Le dieci

principali
s o c i e t à
coreane quotate

hanno tutte questo

Comitato per la sostenibilità con almeno due dei tre membri amministratori esterni. Valutiamo positivamente questo trend, che mostra che le società stanno sempre di più prendendo consapevolezza dell'interesse degli investitori sulle pratiche ESG.

Allo stesso tempo, stiamo valutando se un Comitato per la sostenibilità ha competenze e capacità pertinenti per mettere in atto cambiamenti sostanziali e positivi nelle prestazioni ESG di una società. In gran parte di queste società, il Comitato per la sostenibilità ha membri con operatività pregressa nel settore in cui è attiva la Società. D'altro canto, la presenza di amministratori con lunga esperienza in un ambito legato ad ambiente, manodopera o diritti umani è molto meno comune. Ciò non è in linea con la nostra raccomandazione che i Comitati per la sostenibilità a livello di CdA dovrebbero dimostrare competenze operative in ambiti legati alla sostenibilità. Rimane da vedere se le società coreane quotate si adegueranno a questa pratica ma, innanzitutto, se la presenza di un Comitato per la sostenibilità formale al Consiglio di Amministrazione può facilitare l'inclusione di argomenti relativi alla sostenibilità nell'adozione di decisioni strategiche da parte della società.



Tabella 1:

Caratteristiche principali della corporate governance delle dieci maggiori società quotate in Corea del sud

Società	Azienda familiare?	Presidente di CdA	Indipendenza del CdA	Comitati a livello di CdA	Struttura "un'azione - un voto"?	Comitato per la sostenibilità a livello di CdA
Samsung Electronics	Si	Indipendente	55%	Comitati audit, retribuzioni, nomine	Si	Si
LG Energy Solution	Si	CEO/ Presidente CdA combinati	50%	Audit Committee completamente indipendente, Comitato per le nomine è indipendente per 2/3, nessun Comitato per le retribuzioni	Si	Si
Samsung Biologics	Si	Non CEO, esecutivo	57%	Audit Committee completamente indipendente, Comitato per le nomine e Comitato per le retribuzioni indipendenti per 2/3	Si	Si
SK hynix	Si	Indipendente	67%	Audit Committee e Comitato per le nomine completamente indipendenti, Comitato per le retribuzioni indipendente per 2/3	Si	Si
LG Chem	Si	CEO/ Presidente CdA combinati	57%	Audit Committee completamente indipendente, Comitato per le nomine è indipendente per 2/3, nessun Comitato per le retribuzioni	Si	Si
Samsung SDI	Si	Non CEO, esecutivo	57%	Audit Committee completamente indipendente, Comitato per le retribuzioni e Comitato per le nomine indipendenti al 50%	Si	Si
Hyundai Motor	Si	Non CEO, esecutivo	55%	Audit Committee completamente indipendente, Comitato per le nomine indipendente al 50%, Comitato per le retribuzioni indipendente per 2/3	Si	Si
NAVER Corporation	No	Non esecutivo, non indipendente	57%	Audit Committee completamente indipendente, Comitato per le nomine e Comitato per le retribuzioni indipendente per >2/3	Si	Si
KIA Corporation	Si	Non esecutivo, non indipendente	56%	Audit Committee e Comitato per le retribuzioni completamente indipendenti, Comitato per le nomine indipendente al 60%	Si	Si
Kakao Corp.	No	Non CEO, esecutivo	57%	Audit Committee e Comitato per le retribuzioni completamente indipendenti, Comitato per le nomine indipendente per 2/3	Si	Si

Fonte: Candriam, rendiconti aziendali

Verso un set comune di standard minimi di governance: il ruolo delle autorità di regolamentazione.

Data la diversità nella struttura e nel contesto corporate sui mercati emergenti, **i codici di corporate governance locali**, siano essi obbligatori od opzionali, **riescono** ad assicurare standard di governance minimi, come anche la tutela degli investitori esterni. Inoltre, sono utili perché gli investitori comprendano la cultura aziendale delle società dei mercati emergenti, in quanto i codici locali intendono rispondere a ognuna delle caratteristiche di corporate governance specifiche. Siccome questi codici hanno un'evoluzione nel tempo, alzano anche l'asticella e spingono le società dei mercati emergenti a migliorare gradualmente le prassi di trasparenza e governance.

In Brasile, nel 2000 è stato creato un segmento speciale della Borsa di San Paolo (B3), "**Novo Mercado**", che introduce ulteriori criteri di corporate governance per promuovere le società con nessun legame con gruppi aziendali costituiti o aziende familiari. Il Novo Mercado ha affrontato un'importante questione di corporate governance tra le società brasiliane allora quotate: la concentrazione del potere di voto nelle mani di pochi azionisti, talvolta a scapito degli interessi degli azionisti di minoranza, emettendo azioni con e senza diritto di voto. Le società che hanno scelto

di quotarsi in questo segmento si sarebbero impegnate a varare misure di corporate governance più robuste, come il rispetto del sistema "un azione - un voto", nonché una maggiore trasparenza. Assicurando diritti addizionali e rafforzando la tutela degli azionisti di minoranza, la creazione del Novo Mercado ha migliorato la percezione che gli investitori hanno delle prassi di corporate governance brasiliane e ha facilitato lo sviluppo del mercato dei capitali negli anni 2000¹¹. Nel mese di ottobre 2022, il segmento B3 ha 475 società quotate, di cui 202 sono nel segmento Novo Mercado¹².

In India, i cambiamenti dei codici e della normativa in materia di corporate governance hanno avuto un ruolo non trascurabile nell'evoluzione della struttura di governance delle aziende guidate dai fondatori. L'organismo **Security and Exchange Board of India (SEBI)**, negli anni, ha rafforzato i requisiti per la quotazione in borsa al fine di accrescere la responsabilità del management delle società e del Consiglio di Amministrazione; in particolare, i fondatori devono ora divulgare l'importo delle proprie azioni costituite in pegno. Le ultime modifiche del 2021 e 2022 hanno ulteriormente accresciuto il livello di divulgazione, inclusa la rendicontazione obbligatoria in merito alla

responsabilità aziendale, hanno migliorato le funzioni per i comitati a livello di CdA, hanno chiarito le disposizioni relative alle transazioni con le parti collegate, e ruoli distinti di CEO e Presidente del Consiglio di Amministrazione nelle 500 principali società quotate¹³.

Inoltre, la SEBI ha anche incoraggiato le attività di stewardship da parte degli azionisti non fondatori.

Ha emesso un codice obbligatorio in materia di stewardship nel 2019, che ha richiesto agli investitori istituzionali che sono azionisti delle società quotate indiane di sorvegliare e interagire con le società partecipate su diverse questioni, incluse la strategia e le prestazioni della società, la qualità della leadership, la corporate governance, considerazioni ESG e diritti dei soci¹⁴.



Le autorità di regolamentazione e le borse nei principali mercati emergenti hanno accresciuto la propria attenzione sulla sostenibilità delle aziende.



La tabella 2 fornisce un riassunto dei criteri chiave dei codici di corporate governance in diversi grandi mercati emergenti. Uno standard comunque che osserviamo in questi mercati è avere un criterio minimo di indipendenza per il Consiglio di Amministrazione (sebbene il requisito minimo di indipendenza sia ancora abbastanza basso e pochi abbiano criteri per l'indipendenza del Presidente del CdA), e un Comitato di livello CdA responsabile per assicurare la compliance interna e rendiconti finanziari accurati. D'altra parte, altri comitati a livello di CdA, quali il Comitato per le nomine e il Comitato per le remunerazioni, rimangono ancora eccezioni piuttosto che la norma.

Complessivamente, osserviamo che **le autorità di regolamentazione e le borse nei principali mercati emergenti hanno accresciuto la propria attenzione sulla sostenibilità delle aziende**. Più di recente, due

mercati in cui il tasso di rendicontazione medio in materia di sostenibilità è stata inferiore, la Cina e la Corea del sud, hanno mostrato segni di miglioramento. Nel 2021, la Commissione sui servizi finanziari della Corea del sud ha annunciato un approccio graduale per la divulgazione obbligatoria in materia di ESG da parte delle società quotate: iniziando dalle grandi società quotate, per arrivare a tutte le società quotate entro il 2030. Nel frattempo, la China Enterprise Reform and Development Society (CERDS), un think-tank soggetto alla sorveglianza della Commissione per la supervisione e l'amministrazione degli asset, controllata dal governo, ha pubblicato una guida volontaria sulla divulgazione ESG delle aziende nel 2022¹⁵, che potrebbe fornire una base per una divulgazione in materia di sostenibilità più omogenea e di migliore qualità nel prossimo futuro.

Tabella 2:

Codici e regolamenti di corporate governance per società quotate in mercati emergenti selezionati

Mercato	Indipendenza del Consiglio di Amministrazione	Indipendenza del Presidente del CdA	Comitati a livello di CdA	Diversità del Consiglio	Divulgazione ESG
Brasile	Le società quotate nel segmento Novo Mercado della Borsa brasiliana devono avere: - almeno il 20% o 3 amministratori indipendenti (il valore superiore dei due); - CEO e Presidente del CdA separati		Audit Committee obbligatorio per il segmento Novo Mercado	Revisione proposta nel 2022: Avere almeno una donna e una persona delle minoranze etniche nel CdA	Segnalare o spiegare
Cina	Almeno 1/3 del CdA deve essere costituito da amministratori indipendenti	Nessun criterio	Audit Committee obbligatorio per le società quotate	Nessun criterio	Il Codice della Corporate Governance per le società quotate del 2018 ha stabilito un quadro di base per la divulgazione in materia di ESG. Un quadro di divulgazione volontaria in materia di ESG è stato emesso nel 2022.
India	- Se il Presidente del CdA non è esecutivo, almeno 1/3 degli amministratori indipendenti. - Se il Presidente del CdA è esecutivo o non indipendente, almeno il 50% degli amministratori indipendenti.	Le 500 maggiori entità quotate con >40% di azioni quotate devono garantire che il Presidente del CdA sia un amministratore non esecutivo e non un parente dell'Amministratore delegato o CEO.	- Audit Committee obbligatorio, con una maggioranza indipendente e un presidente indipendente, e almeno un membro con competenze contabili - Comitato per le nomine e Comitato per le remunerazioni obbligatori	Le società quotate devono nominare almeno un amministratore donna.	Dall'esercizio finanziario 2022-23, le maggiori 1000 entità SEBI devono pubblicare un Report sulla responsabilità aziendale.
Indonesia	Almeno il 30% del <i>Board of Commissioners</i> (equivalente al Consiglio di Amministrazione) deve essere indipendente (il 50% per le banche commerciali, le compagnie assicurative e le società di finanziamento)	Nessun criterio	- Audit Committee obbligatorio - Sono consigliati altri comitati: Comitato per le remunerazioni e Comitato per le nomine, Comitato per i rischi	Nessun criterio	Dal 2020, le società quotate devono pubblicare un Report sulla responsabilità aziendale annuale.
Sudafrica	Nessun requisito specifico, ma le società quotate devono avere una politica chiara che consenta un equilibrio di poteri nel Consiglio di Amministrazione per assicurare che nessun amministratore abbia pieni poteri decisionali.	Le società quotate al Johannesburg Stock Exchange (JSE) devono nominare un Presidente del CdA indipendente o un <i>lead independent director</i> .	Secondo i requisiti di quotazione del JSE, l'Audit Committee, i Comitati per le Remunerazioni, Sociale ed etico sono obbligatori. Sono incoraggiati i Comitati per i rischi e per le nomine.	Il JSE richiede alle società quotate di avere adottato politiche per promuovere la diversità etnica e di genere a livello di CdA, ma non è stata definita alcuna soglia minima.	Il JSE richiede, su base "rendiconta e spiega", che le società quotate rendicontino annualmente la misura in cui osservano il Codice King, che include la rendicontazione sulla sostenibilità oltre alla rendicontazione integrata.
Corea del sud	- Il CdA delle società quotate dovrebbe avere almeno il 25% di amministratori esterni. - Le grandi società quotate (valore patrimoniale >= 2.000 miliardi di KRW) dovrebbero essere indipendenti almeno al 50%.	Nessun criterio	Le grandi società quotate dovrebbero avere un Audit Committee di livello CdA, composto per almeno da 2/3 da membri esterni, e un Comitato per le nomine di amministratori esterni composto per almeno il 50% da amministratori esterni.	Dal 2020, la nuova normativa richiede che le grandi società quotate dovrebbero "cercare" di nominare almeno un amministratore donna a partire dal 2022.	Il quadro volontario di divulgazione in materia di ESG pubblicato dalla Borsa della Corea diventerà obbligatorio per le grandi società quotate dal 2025 e per tutte le società quotate dal 2030.
Taiwan	Il CdA dovrebbe avere competenze pertinenti per il settore e almeno 1/3 degli amministratori indipendenti.	Nessun criterio	- Le società quotate dovrebbero avere un Audit Committee o un supervisore, e un Comitato per le remunerazioni. - L'Audit Committee dovrebbe essere pienamente indipendente e avere almeno un membro con competenze finanziarie.	Il Taiwan Stock Exchange (TSE) pubblica la classifica delle società quotate basata sulla diversità del relativo CdA, ma non ha ancora norme obbligatorie.	Il TSE ha stabilito una report annuale in materia di ESG a partire dal 2022.

Fonte: Candriam, rendiconti aziendali

Verso le migliori prassi: il ruolo degli investitori.

Se la normativa locale nei mercati emergenti serve da metro di valutazione per gli standard minimi di corporate governance, **riteniamo che gli investitori abbiano mezzi di pressione significativi** per influenzare il comportamento dell'azienda e incoraggiare le società ad andare oltre il minimo richiesto dai regolamenti.

In qualità di investitore responsabile, Candriam si aspetta che le sue società partecipate mettano in essere una struttura di corporate governance sana, in grado di assicurare che rimangano responsabili verso i propri azionisti interni ed esterni. Abbiamo sviluppato un quadro di corporate governance contenente di indicatori standardizzati e di un riferimento di performance al fine di analizzare le società sui vari mercati in modo omogeneo e leale. Questi indicatori sono raggruppati in cinque pilastri cruciali di corporate governance: direzione strategica, prevenzione dei conflitti di interessi, trasparenza in materia di remunerazione dei dirigenti, capitale azionario, condotta finanziaria e trasparenza.

Inoltre, abbiamo osservato che il livello di divulgazione in materia di corporate governance varia notevolmente tra le società dei mercati emergenti, e tra i mercati emergenti e sviluppati. Date le sfumature nella cultura aziendale sui mercati emergenti, un'analisi che si limita a spuntare delle caselle non può pienamente fotografare la natura specifica della corporate governance in ogni mercato emergente.

Pertanto, se è vero che applichiamo il quadro di corporate governance standardizzato di Candriam per raccogliere informazioni sulle società dei mercati emergenti, la nostra analisi della qualità della loro governance è guidata anche da tre temi omnicomprensivi:

- Responsabilità
- Integrità
- Trasparenza.

Il management della società è sufficientemente responsabile verso gli stakeholder?

Ci aspettiamo che le società e il loro top management siano responsabili verso gli investitori e altri stakeholder. Per verificarlo, la nostra analisi si concentra sui seguenti punti:

- **Sorveglianza efficace del management** attraverso un Consiglio di Amministrazione che è sufficientemente indipendente ed è composto da amministratori con competenze pertinenti e differenti.

La nostra analisi ci porterebbe a penalizzare pesantemente una struttura in cui una persona detiene le funzioni combinate di CEO e Presidente del CdA. Inoltre, ci aspettiamo che il Consiglio di Amministrazione abbia almeno un numero di amministratori esterni che rappresenti sufficientemente la base dei soci della società, e spingiamo affinché le società abbiano più del 50% di amministratori indipendenti. Analizziamo il profilo e le competenze di ogni amministratore per assicurare che il CdA accolga una diversità di competenze pertinenti. Finora abbiamo osservato che gran parte delle società dei mercati emergenti nel nostro portafoglio fornisce agli investitori le informazioni di cui necessitiamo per valutare queste prassi.

- **Meccanismi efficaci per garantire la tutela dei diritti degli azionisti di minoranza**

Analizziamo in particolare le disposizioni che conferiscono potere indebito ad alcuni gruppi di azionisti o che limitano la capacità degli azionisti di minoranza ad agire. Queste disposizioni possono in particolare avvenire in strutture di classi di azioni multiple. In caso riscontriamo grandi rischi di violazioni potenziali dei diritti degli azionisti di minoranza, richiediamo alle società di avere una sorveglianza ancora più robusta del CdA e di adottare altre disposizioni che consentano le azioni degli azionisti di minoranza.

- **Compensi al management allineati con la strategia della società e gli interessi a lungo termine degli azionisti**

Per valutare le prestazioni della società e se il management sta agendo in linea con gli interessi della società e degli azionisti, gli investitori necessitano di un certo livello di trasparenza relativamente alla politica in materia di remunerazione del management, inclusi qualsiasi criterio di performance a breve e lungo termine. Tuttavia, pochissime società dei mercati emergenti

divulghano queste informazioni. In particolare nelle aziende familiari con dirigenti della famiglia; gli azionisti esterni raramente hanno i mezzi per valutare se i dirigenti della famiglia stanno agendo in linea con gli interessi degli azionisti. In tali casi, tipicamente cerchiamo di ottenere queste informazioni attraverso altri canali, specialmente contattando direttamente le società.

Se una società ha un Consiglio di Amministrazione che risponde a tutti i criteri ma è coinvolto in controversie di corporate governance, lo consideriamo un segno che gli amministratori indipendenti non soddisfano le funzioni di sorveglianza e tradiscono il proprio ruolo di fare in modo che il management risponda per le proprie azioni.

La società adotta misure adeguate per assicurare l'integrità e la responsabilità societarie?

La gestione complessiva degli stakeholder è un aspetto integrante di una buona corporate governance. Pertanto, non solo ci aspettiamo che il management della società sia responsabile verso gli azionisti e agisca in linea con gli interessi a lungo termine di questi; sottolineiamo anche l'importanza di tutelare gli altri stakeholder: dipendenti, partner commerciali/fornitori, la società in cui viviamo e l'ambiente. Ecco perché ci aspettiamo che management e Consiglio di Amministrazione svolgano un'interlocuzione adeguata con gli stakeholder, a svolgere una sorveglianza su etica e compliance, oltre ad altre questioni di sostenibilità che sono essenziali per le operazioni della società.

L'analisi degli stakeholder è parte integrante del quadro di analisi ESG proprietario di Candriam. Consiste nel valutare l'integrazione degli interessi degli stakeholder (Clienti, Fornitori, Dipendenti, Società in cui viviamo, Ambiente, Investitori) da parte della società nella strategia di lungo termine. È nostra convinzione che la corporate governance sia cruciale per una gestione efficace degli stakeholder, e, viceversa, la gestione degli stakeholder sia un indicatore della qualità della corporate governance.

La valutiamo attraverso le azioni concrete delle società, quali la fornitura di una divulgazione pubblica sulle prassi ESG, avendo Amministratori con competenze in campi relativi alla sostenibilità (quali etica e compliance,

risorse umane, diritti umani, scienze ambientali), inclusa la strategia ESG della società nel programma del Consiglio di Amministrazione, e/o l'integrazione degli indicatori di performance ESG della società nella remunerazione del management. Non differenziamo gli standard ESG tra società dei mercati emergenti e non emergenti. Riteniamo che i problemi di sostenibilità, inclusi diritti umani, cambiamento climatico, diritti del lavoro, siano universalmente applicabili, qualunque sia il settore o la regione in cui opera una società. La posizione importante delle società dei mercati emergenti nella catena di fornitura globale significa anche che dovrebbero essere valutati rispetto agli standard globali.

Nei mercati emergenti sta diventando prassi comune condurre un'analisi sostanziale della sostenibilità per determinare questioni relative ai fattori ESG che sono le più pertinenti e salienti per la loro impresa. Vediamo sempre di più che le società costituiscono un Comitato ESG/Comitato per la sostenibilità a livello di CdA quale organismo che sorveglia sulla performance ESG. D'altro canto, la governance della sostenibilità non sembra ancora pienamente integrata al più alto livello del management nelle società dei mercati emergenti: pochissime società hanno introdotto criteri relativi ai fattori ESG significativi ed efficaci nella valutazione delle prestazioni del management.

La società è sufficientemente trasparente verso gli stakeholder esterni?

Uno dei modi più efficaci e di impatto perché le società siano responsabili verso gli azionisti e altri investitori è di essere trasparenti. Ci aspettiamo che le società forniscano divulgazioni pertinenti e sufficienti in diversi ambiti:

- **Report finanziari:** È assolutamente essenziale che le società forniscano informazioni sul modo in cui garantiscono rendicontazioni finanziarie accurate agli investitori. Tra le altre, revisioni finanziarie fornite da un revisore indipendente, come anche un'efficace procedura di selezione del revisore svolta da un Audit Committee indipendente a livello di Consiglio di Amministrazione. Eviteremmo le società in cui il revisore ha forti riserve riguardo ai propri rendiconti finanziari. Valutiamo anche la politica in materia di imposte sulle società e la sua trasparenza e analizziamo in particolare le prassi di arbitraggio fiscale nei gruppi multinazionali.



La divulgazione è solo il primo passo in un percorso di sostenibilità; quel che importa davvero per noi è che le società non si limitino a parlare, ma siano concrete.

• **Pratiche di sostenibilità:** Più le società comunicano esternamente sulle attività di interlocuzione con i propri stakeholder, maggiore è la fiducia che abbiamo nella loro capacità di gestione efficace degli stakeholder stessi. Siccome la normativa in materia di divulgazioni ESG in gran parte dei mercati emergenti è meno severa rispetto a quanto previsto nell'Unione europea con la Direttiva riguardante la rendicontazione societaria di sostenibilità (CSRD)¹⁶, non abbiamo ancora visto lo stesso livello di dettaglio nelle divulgazioni in materia di sostenibilità delle società dei mercati emergenti. Incoraggiamo le società dei mercati emergenti ad andare oltre i requisiti di divulgazione normativa e fornire quanto più possibile informazioni sostanziali agli investitori e altri stakeholder sulle loro prassi ESG. Nondimeno, siamo coscienti che le società con divulgazioni e comunicazioni elaborate in materia di sostenibilità non sono necessariamente più "responsabili" o "sostenibili". **La divulgazione è solo il primo passo in un percorso di sostenibilità; quel che importa davvero per noi è che le società non si limitino a parlare, ma siano concrete.**

• **Impegno a svolgere azioni di interlocuzione con gli investitori:** Le attività di stewardship svolgono un ruolo cruciale nell'aiutarci a comprendere le società al di là di quanto divulgano. Inoltre, siccome la corporate governance e le prassi non cambiano da un giorno all'altro, i dialoghi con le società sono un mezzo attraverso il quale possiamo incoraggiarle ad allinearsi progressivamente alle prassi raccomandate. **Di conseguenza, la reattività delle società all'interlocuzione con gli investitori, per noi, è anche un parametro per sapere se sono sufficientemente trasparenti e responsabili verso gli investitori.**

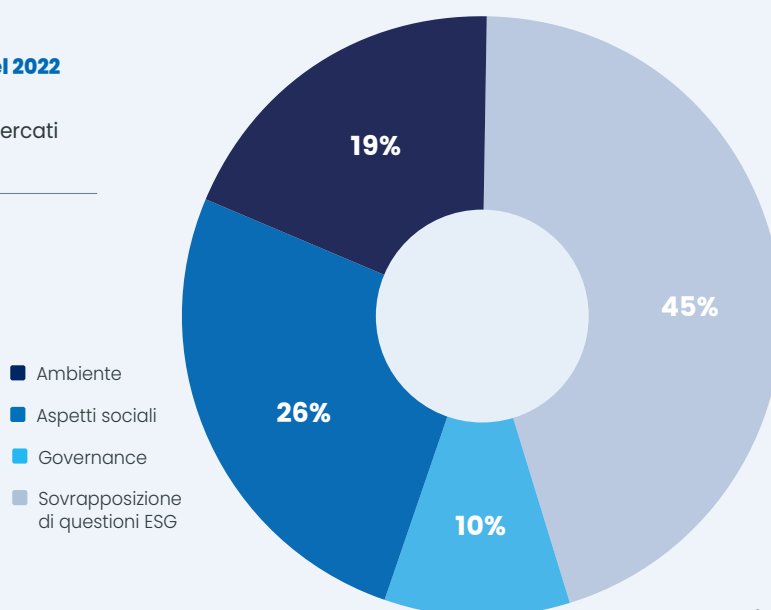
Dopo aver analizzato questi tre argomenti - responsabilità, integrità e trasparenza delle società - abbiamo una visione a 360° delle loro prassi di corporate governance, sulla base della quale determiniamo le società che sono per noi off-limit. Tipicamente escludiamo dal nostro universo le società nelle quali abbiamo poca fiducia rispetto all'efficacia e all'indipendenza della sorveglianza del management. Anche se una società può aver definito una struttura di governance che risponde a tutti i requisiti, una mancanza di trasparenza o di interlocuzione con gli investitori può riflettersi negativamente sul suo livello di responsabilità. In modo simile, consideriamo che le società coinvolte in gravi controversie e che non dimostrano di essersi adoperate in modo sufficiente per affrontare i timori degli investitori comportano rischi insostenibili, in quanto una gestione inadeguata degli stakeholder riflette complessivamente una debole corporate governance.

Le attività di stewardship di Candriam con le società dei mercati emergenti – 2022

Nel 2022, abbiamo interloquito con quasi 500 emittenti nei mercati emergenti attraverso iniziative di collaborazione e dialoghi diretti, non tenendo conto di altre società oggetto di dichiarazioni di investitori che Candriam ha firmato. Abbiamo affrontato specificatamente timori legati alla corporate governance delle società attraverso diversi canali, inclusi i dialoghi diretti e discussioni svolte prima e dopo le assemblee annuali dei soci.

Argomenti di interlocuzione nel 2022

Dialoghi diretti e interlocuzione collaborativa con società dei mercati emergenti



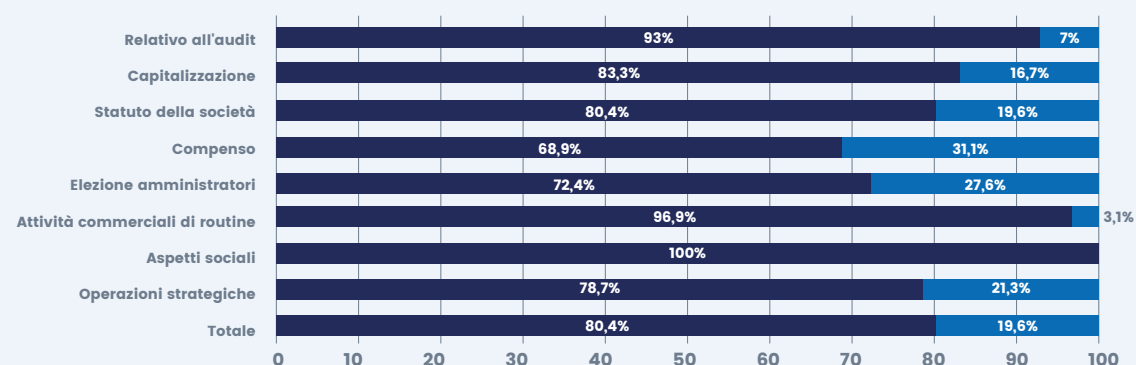
Fonte: Candriam

Nel 2022 abbiamo votato più di 3000 deliberazioni nelle assemblee dei soci di società di mercati emergenti. Le categorie di proposta nelle quali abbiamo votato maggiormente contro il management sono legate al Consiglio di Amministrazione e i Compensi.

Statistiche sul voto 2022

Società EM

■ Con il management ■ Contro il management



Fonte: Candriam

Conclusione: Guardare dietro le quinte, un imperativo per prendere decisioni di investimento migliori.

Le prassi di corporate governance dovrebbero e possono essere osservate con una prospettiva globale, a prescindere dal settore o dal paese delle società?

I principi di corporate governance quali l'indipendenza del CdA, l'allineamento della remunerazione del management alla performance della società nelle questioni di sostenibilità e la tutela degli interessi degli azionisti di minoranza, dovrebbero essere universalmente applicabili. Non vi è ragione filosofica del perché gli investitori dovrebbero accettare un livello inferiore di trasparenza da una società con sede in un paese emergente rispetto alle società di un paese sviluppato.

Allo stesso tempo, riteniamo che un'analisi di corporate governance completa dovrebbe essere più di un esercizio in cui si "spuntano delle caselle" osservando criteri dogmatici. Si dovrebbero considerare le informazioni dietro le quinte e valutare le prassi aziendali relativamente ai contesti locali, tenendo conto delle differenze tra i paesi. In tutti i casi, vanno valutati tre principi chiave nelle società partecipate: responsabilità, integrità e trasparenza. Riteniamo che questi assi siano indicatori pertinenti del comportamento sostenibile delle società.

Note e riferimenti.

- 1 Corporate Governance 3.0 –Sustainable Development Roadmap– Securities and Futures Bureau, Financial Supervisory Commission, R.O.C. (sfb.gov.tw)
- 2 Statistiche ottenute da MSCI ESG, gennaio 2023
- 3 Statistiche ottenute da MSCI ESG, a gennaio 2023
- 4 Statistiche ottenute da MSCI ESG, a gennaio 2023
- 5 Handbook on Corporate Governance in India 2021 (Russel Reynolds Associates)
- 6 Adani Credit Facilities Send a Chill Through ESG Markets – Bloomberg, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-02-19/adani-credit-facilities-expose-collateral-web-full-of-red-flags?leadSource=uverify%20wall>
- 7 La società è detenuta nel portafoglio Candriam
- 8 Le dieci società a maggiore capitalizzazione di mercato
- 9 Kim et al (2021). *A Survey of Research on the Corporate Governance of Korean*. (ecgi.global), https://www.ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/kimkimparkfinal.pdf
- 10 Taeyoung Yoo, Yunsung Koh (2022). *Remains on the board: outside directors' behaviour and their survival chance in Korean firms*.
- 11 Novo Mercado and Its Followers: Case Studies in Corporate Governance Reform (2008). <https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/45b36361-1d58-4c1b-98f1-999c15dd76bd/Novo%2BMercado%2B-text%2Bscreen%2B4-21-08.pdf?MOD=AJPERES&CVID=jtCwuvl>
- 12 B3 ha 475 società quotate | Mercantile Monitor (monitormercantil.com.br). <https://monitormercantil.com.br/b3-tem-475-empresas-listadas/#::-:text=Atualmente%2C%20a%20B3%20tem%20475,elevados%20padr%C3%B5es%20de%20governan%C3%A7a%20corporativa>.
- 13 Corporate Governance and Directors' Duties in India: Overview | Practical Law (thomsonreuters.com); Handbook on Corporate Governance in India 2021 (Russel Reynolds Associates). [https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/0-506-6482?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true#co_anchor_a804554](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/0-506-6482?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true#co_anchor_a804554)
- 14 SEBI | Stewardship Code for all Mutual Funds and all categories of AIFs, in relation to their investment in listed equities. https://www.sebi.gov.in/legal/circulars/dec-2019/stewardship-code-for-all-mutual-funds-and-all-categories-of-aifs-in-relation-to-their-investment-in-listed-equities_45451.html
- 15 China moves to standardize fragmented ESG reporting landscape – Thomson Reuters Institute; China issues first ESG disclosure guidance: international guidelines with Chinese characteristics | Eye on ESG. <https://www.eyonesg.com/2022/08/china-issues-first-esg-disclosure-guidance-in-international-guidelines-with-chinese-characteristics/>
- 16 Corporate sustainability reporting (europa.eu). https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/company-reporting-and-auditing/company-reporting/corporate-sustainability-reporting_en



144 Mld€

**AUM a fine
giugno 2023***



+600

**Professionisti
esperti**



+ 25 anni

**leader negli
investimenti sostenibili**

La presente comunicazione di marketing viene fornita a scopo esclusivamente informativo. Essa non costituisce un'offerta di acquisto o vendita di strumenti finanziari né rappresenta una raccomandazione di investimento o conferma alcun tipo di transazione, eccetto laddove espressamente concordato. Sebbene Candriam selezioni attentamente i dati e le fonti dei propri documenti, errori e omissioni non possono essere esclusi a priori. Candriam non può essere considerata responsabile per eventuali danni diretti o indiretti derivanti dall'uso del presente documento. I diritti di proprietà intellettuale di Candriam devono essere sempre rispettati e il contenuto del presente documento non può essere riprodotto senza previa approvazione scritta. Prima di investire in uno dei fondi, Candriam consiglia vivamente agli investitori di consultare, tramite il nostro sito www.candriam.com, il documento delle informazioni chiave per gli investitori, il prospetto e tutte le altre informazioni pertinenti, incluso il valore patrimoniale netto ("NAV") dei fondi. Questi documenti sono disponibili in inglese o nelle lingue locali per ogni paese in cui è consentita la commercializzazione del fondo.

*A partire dal 30/06/2023, Candriam ha cambiato la metodologia di calcolo delle attività in gestione (AUM) e AUM ora include alcune attività, come quelle non discrezionali AUM, selezione di fondi esterni, servizi di overlay, inclusi i servizi di screening ESG, servizi di [consulenza] e white labeling, e modelli di servizi di erogazione di portafoglio che non si qualificano come attività regolatorie in gestione, come definito nel modulo ADV della SEC. AUM è segnalato in USD. AUM non denominato in USD è convertito al tasso a pronti al 30/06/2023.



CANDRIAM. INVESTIRE PER DOMANI

WWW.CANDRIAM.COM

CANDRIAM 
A NEW YORK LIFE INVESTMENTS COMPANY