SUSTANABILITY LINKED BONDS & ESG BONDS:

ALCUNE RIFLESSIONI* SU QUESTA NUOVA TIPOLOGIA DI BONDS SUL MERCATO: SIAMO DIFRONTE AD UNA NUOVA OPPORTUNITÀ?

Investimento Custodito
Boutique Finanziaria S.r.l.

Authors:

Gabriele Galletta
Strategist, Analista, CEO

Carlo Serlenga
Analista e Docente

INVESTIMENTO CUSTODITO
Boutique Finanziaria

*PLEASE READ CAREFULLY DISCLAMER AT THE END OF THIS DOCUMENT

© 2021_ Investimento Custodito. All rights reserved.

INTRODUZIONE

Nel mondo attuale, gli investimenti ESG e Green propriamente detti hanno raggiunto, ormai, si sente spesso dire, un punto di svolta: la loro presenza in portafoglio sta diventando sempre più mainstream e diverse ricerche in materia hanno provato come orientarsi verso titoli (azionari) ESG possa restituire maggiori rendimenti corretti per il rischio.

Questa proliferazione di strumenti collegati alle performance ESG di una particolare entità sta riguardando anche i titoli a reddito fisso, con alcuni chiaroscuri che cercheremo di indagare in questo lavoro.

Infatti, senza poteri di voto azionario, non è sempre ovvio quali strade gli investitori obbligazionari possono utilizzare per investire attivamente o coinvolgere gli emittenti. Ma dall'altra parte, una nuova generazione in crescita di obbligazioni ESG, chiaramente legate alla sostenibilità, sta aprendo nuove opportunità.

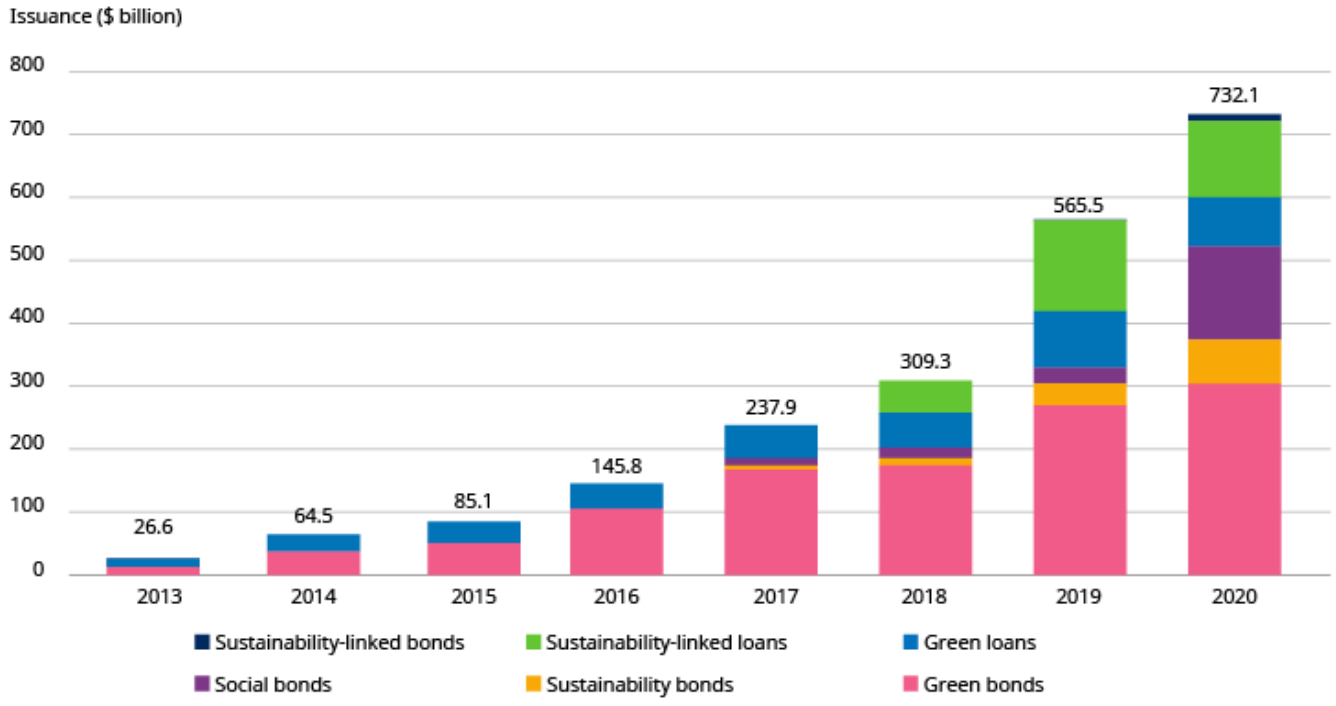
Il ritmo dell'emissione di obbligazioni ESG è aumentato negli ultimi due anni e i cosiddetti green bond, dove il capitale raccolto viene utilizzato in iniziative o progetti ambientali, costituiscono la quota maggiore. L'anno scorso, il volume dell'emissione di obbligazioni sociali, in cui i proventi vengono

utilizzati per bisogni di base come posti di lavoro di qualità o accesso all'assistenza sanitaria, è aumentato di sette volte, in parte in risposta al Covid-19.

La domanda che ci poniamo adesso è: i Sustanibility Green Bonds e i più generali ESG Bonds sono una nuova opportunità di investimento o rischiano di essere solo il classico "*greenwashing*" di settore, convogliando risorse verso titoli che non sono altro che obbligazioni nominali?

LE STRUTTURE OGGETTO DI ANALISI

L'aumento dei titoli a reddito fisso nell'alvuo di quelli che definiamo, per l'appunto, titoli a reddito fisso ESG è stato cospicuo negli ultimi anni, ma è bene fare una prima categorizzazione dei titoli ESG che stiano affrontando, per non commettere errori di analisi.



Source: Schroders

Come detto, sembra che l'attenzione sia cresciuta, aiutata anche dalla pandemia, che ha esacerbato alcuni problemi sociali già esistenti. Le pressioni per una gestione della crisi climatica stanno crescendo inesorabilmente e l'emessione di strumenti

linciati a tematiche ambientali stanno crescendo: ma **i bond ESG non sono tutti uguali.**

Ci si potrebbe aspettare che un'azienda che emette un green bond abbia a cuore la riduzione dell'intensità di carbonio (emissioni di carbonio rispetto alle entrate), ma gli attuali principi alla base dei green bond non lo richiedono necessariamente.

In generale, i Green Bond sono in tutto e per tutto obbligazioni, emesse però con un obiettivo specifico: sono infatti obbligazioni destinate al **finanziamento di progetti aventi caratteristiche di sostenibilità ambientale**, come il risparmio energetico, la produzione di energia sostenibile, il trattamento dell'acqua e dei rifiuti, la prevenzione e controllo dell'inquinamento, etc.

Come detto, in settori come quello aereo o quello agricolo si sono notate interessanti emissioni di Green Bonds, che però non avevano niente a che vedere con la riduzione dell'emisione di carbonio, di cui questi settori sono particolarmente responsabili: un green bond può anche essere linkato, più semplicemente, al miglioramento del trattamento dei rifiuti, non necessariamente alla riduzione delle emissioni di gas serra.

E qui viene subito alla ribalta un problema rilevante, di cui abbiamo già solo accennato nell'introduzione al presente lavoro:

I green bond sono spesso stati definiti come strumenti di ***greenwashing***, il fenomeno per cui aziende o governi emittenti dichiarano un forte impegno ambientale, sociale o di sostenibilità, che non viene poi rispettato o che comunque viene collegato ad obiettivi minori, che non hanno grande impatto sulle problematiche climatiche.

Gran parte delle emissioni 'green' hanno poi riguardato stati sovrani, che non sono soggetti agli stessi standard o allo stesso livello di scrutinio da parte degli investitori, rispetto ai bond corporate.

Dall'altra parte, come si nota nella figura precedente, esistono anche altri Bond ESG, come i social Bonds: **i Social Bond sono prestiti obbligazionari finalizzati a sostenere iniziative di elevato interesse sociale e che creino valore per la comunità**, come ad esempio progetti volti alla riduzione della povertà o allo sviluppo di settori quali istruzione, sanità, agricoltura e infrastrutture.

Anch’essi sono soggetti a linee guida specifiche: come si può notare, se i Green bonds sono linkati particolarmente a progetti green, i social bonds sono legati pià che altri ad aspetti sociali, nell'alveo più ampio della microfinanza e della finanza etica.

I Sustainability Linked Bond sono invece obbligazioni volte a finanziare o rifinanziare una combinazione di **Progetti Green e di Progetti Sociali (Green and Social Projects)**. Sono dunque allineati alle quattro componenti fondamentali che caratterizzano sia i Green che i Social Bond, a cui si possono affiancare anche i Sustainability Linked Loans, non pi prestiti obbligazionari, ma più propriamente prestiti legati a progetti green o sociali.

I Sustainability Linked Bond (SLB) vengono generalmente fatti confluire nel più grande alveo di ESG Bonds, che rispettano criteri sociali, ambientali e anche di Governance, anche se generalmente i due termini vengono usati come sinonimi.

E' bene notare, comunque, come i SLB non siano propriamente un'unione dei green bonds e dei social bonds, ma ***siano qualcosa di più***, nei quali però potrebbe venire meno ***l'impatto generale*** che si richiede all'emissione di quesi strumenti.

Ricordiamoci come questi stessi strumenti rientrano nel più grande alveo ***dell'Impact Finance***, ovverosia tutte quelle forme di investimento "investments "***into companies, organizations, and funds with the intention to generate a measurable, beneficial social or environmental impact alongside a financial return***".

Sia i Green Bonds che i Social Bonds, assieme agli SLB, richiedono un ***impatto misurabile***, assieme al ritorno finanziario, in termini dei classici criteri ESG visti prima, ma con delle differenze.

I **SLB riflettono l'impegno a livello dell'emittente. I Green Bonds e i Social Bonds tendono ad essere più focalizzati a livello di progetto e sull'utilizzo dei proventi.**

Il problema è che identificare un uso sufficiente o solo ambientale o sociale dei proventi raccolti potrebbe essere difficile per determinati settori o aree geografiche o per le piccole imprese, con la conseguenza che i SLB risulta essere più versatili per l'emittente, anche che se, nella sua versatilità, come accennato su, potrebbero perdere parte dell'impatto misurabile promesso.

Una SLB è più versatile e nella sua strutturazione e nella presentazione dei suoi obiettivi e può offrire l'opportunità agli emittenti di comunicare le attività strategiche di sostenibilità in dettaglio e con una tempistica specifica. Se l'emittente raggiunge il suo obiettivo, la sostenibilità complessiva e, quindi, i fondamentali del business vengono migliorati. Se ciò non accade, l'emittente paga e l'investitore riceve un compenso maggiorato.

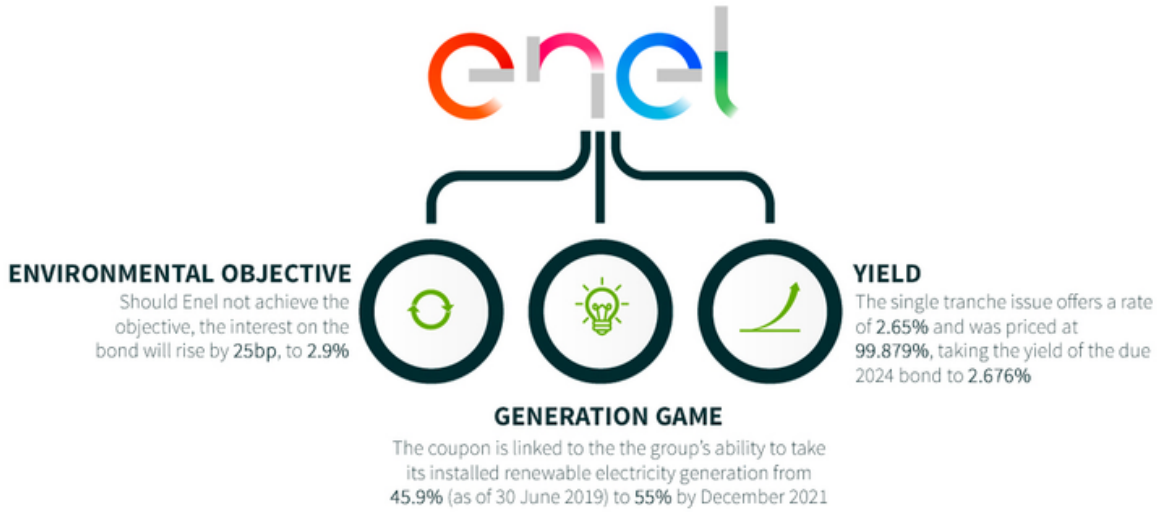
Ciò che gli investitori potrebbero perdere è la relativa rendicontazione dell'impatto, ad esempio laddove la maggior parte delle obbligazioni verdi fornisce rendicontazione, invece, su progetti specifici. Come sempre, versatilità e specificità non vanno di comune accordo.

E' inoltre indubbio che, in futuro, potrebbe aiutare, nel mercato, una proliferazione di SLB emessi da emittenti sovrani che potrebbero **chiarire una volta per tutte gli obiettivi di sostenibilità da raggiungere** ad alzare così l'asticella degli stessi: come detto, la versatilità e la poca aderenza dei SLB è un loro punto di forza, ma anche un punto di debolezza nell'alveo dell'Impact Finance e nell'ambito della più nobile attività di legare un impatto ESG al ritorno finanziario.

Fatta questa rapida panoramica sugli strumenti oggetto della nostra analisi, necessaria a capirne le strutture e le dinamiche, soprattutto di chiaroscuro di cui si parlava in introduzione, quali sono i pro e i contro di questi strumenti, nei portafogli degli investitori retail?

PERCHÈ (NON) SONO DELLE OPPORTUNITÀ

Il recente boom dei bond **SLB (Sustainability-linked bond, cioè obbligazioni legate alla sostenibilità)** ha generato sia entusiasmo che scetticismo. Su un orizzonte più lungo vi saranno sicuramente vantaggi per le aziende che si impegnano a raggiungere risultati ambientali e sociali positivi, e che fissano target chiari.



Enel Green Bond - Source: Societe General

Nella figura, abbiamo riportato ad esempio uno dei più interessanti esempi di Bond Green, emessi da Enel: l'obiettivo di Enel è portare dal 45,9% al 56% l'energia prodotta, entro dicembre 2021, da fonti rinnovabili. Il bond paga interessi nominali al 2,65% (TRES al 2,676%), ma se l'azienda non dovesse

raggiungere gli obiettivi green che si è posta con questa emissione, la cedola passerebbe al 2,9%: come detto in precedenza, questa famiglia di Bond ***penalizza*** le aziende che non riescono a raggiungere i propri obiettivi e da all'investitore un rendimento aggiuntivo maggiorato.

Come detto, però, e come si nota da questo chiaro esempio, i green bonds sono collegati ad obiettivi specifici e facilmente misurabili (come anche i social bonds), che obbligano le aziende ad un *commitment* pià chiaro e deciso: questa peculiarità non sempre è ravvisabile nei SLB.

Le aziende che hanno integrato buone pratiche ESG saranno meno probabilmente impattate dalla tassazione ambientale o dalla maggiore regolamentazione, anche se ciò non elimina il rischio né preclude la possibilità di una cattiva gestione in altre aree.

L'etichetta 'ESG' è sicuramente positiva, ma l'elemento essenziale per valutare un bond ESG rimane l**a solidità dell'impatto positivo che avrà l'uso dei proventi delle obbligazioni**.

E ciò implica un'analisi attiva sull'impatto del framework del bond e degli obiettivi sociali o di sostenibilità, oltre a un monitoraggio sistematico.

Questo, insieme all'analisi delle valutazioni e del rischio di credito, rappresenta il miglior modo di valutare i bond ESG.

L'impatto è particolarmente **rilevante nei mercati emergenti, dove le vulnerabilità e i rischi posti dai cambiamenti climatici sono maggiori e più diffusi**.

E non è un caso, quindi, che un altro esempio di Sustanability Linked Bonds sia ventuo dal produttore brasiliano di cellulosa e carta Suzano, che ha emesso 750 milioni di dollari USA di obbligazioni Jan-2031 con un rendimento del 3,95%.

La cedola obbligazionaria (3,75%) è soggetta a un obiettivo di performance di sostenibilità e aumenterà di 25 pb all'anno da luglio 2026 se l'emittente non raggiunge il suo obiettivo nel 2025.

Si nota qua una prima grande differenza col green bond di Enel: i capitali raccolti dall'emissione di obbligazioni verdi devono essere utilizzati per progetti rispettosi dell'ambiente, mentre, come già sappiamo, **le obbligazioni legate alla sostenibilità possono vedere i loro proventi utilizzati per scopi aziendali generali, come nel caso di Suzano.**

L'obiettivo generale di Suzano, quindi quello che abbiamo definito **social or green impact**, è quella di ridurre l'intensità delle emissioni di gas serra (GHG) come "*strategia chiave per l'azienda per mitigare i cambiamenti climatici e affrontare la crisi climatica*".

L'indicatore chiave di prestazione dell'azienda sulla quale calibrare e definire il social or green impact per le emissioni di GHG sarà misurato come tonnellate di CO2 equivalente (tCO2e) per tonnellate prodotte di carta e cellulosa, all'anno.

Il **Sustainability Performance Target (SPT)** di Suzano è una riduzione pari o inferiore a 0,190 tCO2e/tonnellata prodotta negli anni 2024 e 2025: la base di riferimento è rappresentata dall'emissioni di gas serra per tonnellata di carta e cellulosa prodotta nel 2015, ovverosia 0,213 tCO2e/tonnellata, **il che corrisponderebbe quindi a una riduzione dell'11% dell'intensità delle emissioni di GHG dal 2015.**

Analizzando il grafico successivo, si nota però come l'azienda ha raggiunto uno 0,193 tCO2e/tonnellata prodotte nel 2018, molto vicino all'obiettivo del 2025, che all'improvviso sembra diventato notevolmente meno ambizioso.

Suzano GHG Emission Intensity tCO2e/ t produced- Source: Bondvigilantes

Il management ha rassicurato gli investitori dicendo chiaramente che l'obiettivo era migliorare l'efficienza dei processi e dell'approvvigionamento energetico (ovvero il numeratore) piuttosto che gonfiare la produzione, quest'ultima guidata dalla domanda, ma un altro punto critico di questo LSB è derivato dal fatto che la cedola obbligazionaria era legata solo all'obiettivo di intensità delle emissioni di GHG, ma non ad altri fattori rilevanti nell'ambito dei criteri ESG.

Ad esempio, molti analisti hanno rilevato come Suzano abbia non soltanto standard bassi in tema di emissioni tossiche, ma

anche in tema di intensità dei rifiuti. Un obiettivo ambizioso avrebbe incluso quest'ultimo.

Suzano ha affermato che le emissioni di GHG sono rimaste l'argomento materiale chiave per le parti interessate e che i principi di **ICMA Sustainability-Linked Bond** raccomandavano di utilizzare KPI con almeno tre anni di storia: ciò significa che per altri KPI, come quello relativo all'impatto del ciclo di rifiuti prodotto dall'azienda, fossero poco utilizzabili perchè, ancora, mancassero i dati storici.

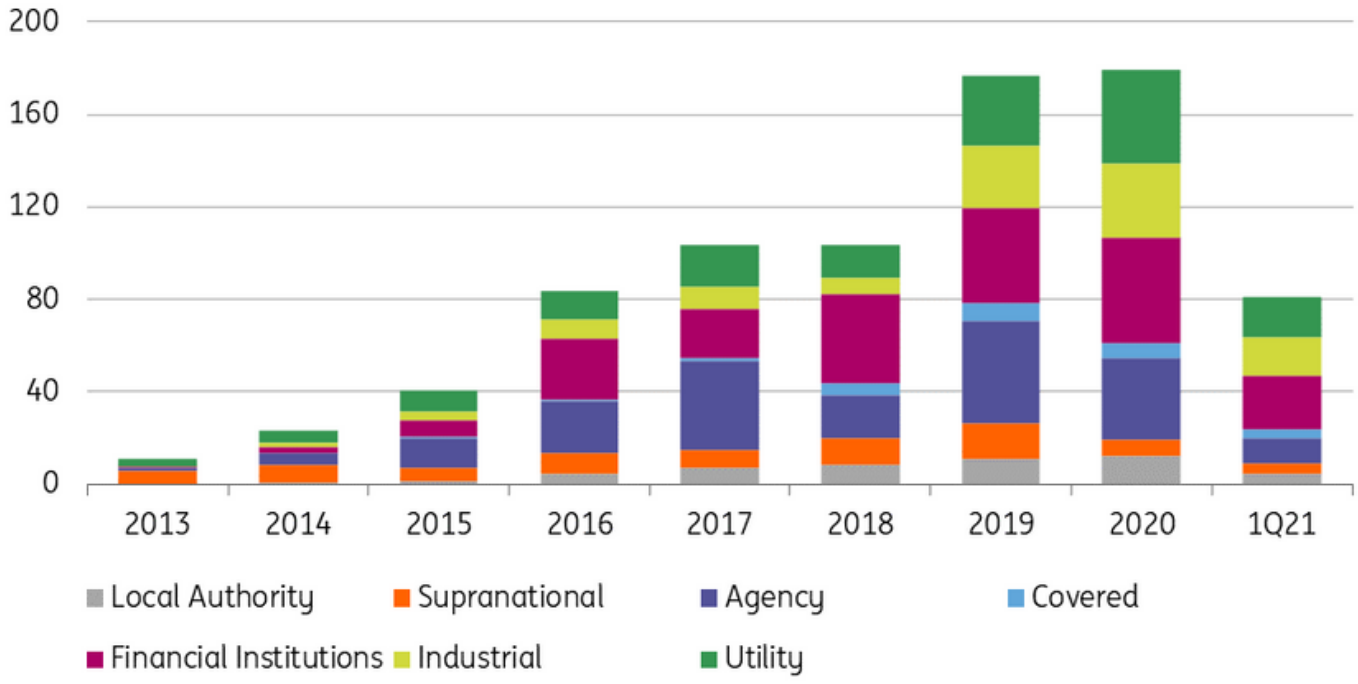
E' sembrata più una giustificazione che effettivamente una ragione alla criticità dei bonds emessi, anche se l'azienda stessa ha voluto ribadire di tenere la porta aperta alle emissioni di nuove obbligazioni legate alla sostenibilità con diversi KPI in futuro.

Sulla bse di questa breve analisi sul mercato effettivo dei SLB e dei più generali Green Bonds abbiamo potuto capirne le differenze, le caratteristiche e soprattutto i chiaroscuri che stiamo vedendo in questo segmento.

E' indubbio che il settore stia diventando sempre più mainstream e possa oggi essere caratterizzato da economicità maggiore che

lo farà sempre più essere vicino ai retail, per rispondere al punto centrale della nostra ricerca.

Se gurdiamo solo ai green bonds, nel primo trimestre del 2021 sono stati emessi sui mercati oltre 81 miliardi di euro di obbligazioni verdi pari o superiori a 100 milioni di euro. Questi primi tre mesi rappresentano poco meno della metà del totale delle emissioni di obbligazioni verdi nel 2020 (che ovviamente aveva comunque perso forza a causa dell'attenzione dedicata all'impatto negativo della pandemia di Covid-19 e della necessità di emettere obbligazioni sociali e sostenibili emesse per mitigare gli effetti della crisi).



Total Green bonds issuance - Source: ING

Il primo trimestre del 2021 dimostra che la crescita molto più striminzita nel 2020 è stata solo un rallentamento "tecnico" e che le questioni climatiche e di transizione energetica rimangono le priorità principali per i governi e un certo numero di aziende.

Inoltre, si nota come ormai sia molto variagato il campo degli emittendi di Green Bonds: se nel 2013, questi erano rilegati soltanto alle emissioni da parte di enti sovranazionali, come la BEI, la prima ad emettere un Green Bonds, dall'altra parte si nota oggi come, nel corrente anno, siano diverse le *entity* che oggi emettono questi tipi di strumenti.

Ma la domanda è: **sono strumenti utili per il piccolo risparmiatore**, all'interno del proprio portafoglio obbligazionario? Sono da preferire i green Bonds o i più generici Sustainability-linked bond?

CONCLUSIONI

Il limite dei **SLB (Sustainability-linked bond)** è quello di non essere direttamente collegati ad un impatto ambientale, sociale o di governance specifico, lasciando all'azienda più margine di utilizzare i capitali raccolti in attività generiche per l'azienda stessa.

Questo è un effetto della maggiore generalità dei Sustainability-linked bond, che generalmente sono legati ad un miglioramento complessivo dell'impatto ESG dell'entità che li emette: i casi Enel e Suzano ci hanno mostrato chiaramente la differenza trai SLB e i green bonds, soprattutto a livello di impact finanze e misurazione dell'impatto.

E**nel utilizza chiaramente i proventi del Bond per convertire le fonti di energia da fossili a rinnovabili; Suzano ha un obiettivo generale di riduzione della produzione di gas serra per prodotto, ma non un obiettivo specifico di utilizzo dei capitali raccolti.**

Il rischio, per l'investitore, **risiede sempre nella misurazione dell'impatto** e nella conoscenza stessa del fatto che l'impatto sia stato raggiunto. oppure no (generando quinid lo "blocco" della cedola aggiuntiva).

Dall'altra parte, però, fermo restando quanto detto e fermo restando la necessità di valutare bene questi strumenti in termini di ***impact finance***, i SLB possono essere strumenti obbligazionari alternativi che, essendo legati a variabili climatiche e sociale, potrebbero essere **meno legate ai tassi di interesse e potrebbero quindi essere per il risparmiatore un valido aiuto nei suoi obiettivi di riduzione della duration** della componente obbligazionaria di portafoglio.

Sono presenti ormai sul mercato strumenti passivi come ETF concentrati su corporate bonds ESG, ma anche fondi d'investimento della famiglia dei Mutual funds, che però non sono specificatamente legati a progetti green come nel caso di Enel, in quanto ovviamente il mercato è ancora poco ricco di questi strumenti, ma legati ad emittenti ESG.

PIMCO, ad esempio, nella propria gamma di fondi obbligazionari, presenta diverse soluzioni legate a questi temi (ad esempio, il PIMCO GIS ESG Income Fund è un portafoglio a gestione attiva che utilizza un'ampia gamma di titoli obbligazionari a livello globale al fine di conseguire un reddito interessante e una crescita del capitale nel lungo termine, con un'enfasi sui fattori ESG), **ma non è focalizzato sui Bonds ESG.**

Già questi esempio possono rappresentare una valida alternativa

per il risparmiatore.

Dall'altra parte, mancano invece fondi che siano focalizzati su **Bonds ESG (non emittenti, si badi bene)**: la proliferazione di questi strumenti, se avverrà, potrebbe allora diventare un ottimo strumento di diversificazione per l'investitore retail, per i motivi sopra detti.

Fermo restando il fatto che, si ipotizza e si spera, che la presenza nel mondo di emittenti e strumenti finanziari ESG sia così rilevante e ampia nel tempo da far diventare ***sostenibile qualsiasi emissione o emittente*.**

References

- *Examining the Potential Impacts of Climate Change on Economies*, Bridgewater, 2020
- https://www.schroders.com/it/it/investitori-privati/approfondimenti/economia/i-bond-esg-non-sono-tutti-uguali/
- https://www.schroders.com/br/lu/professional-investor/insights/markets/what-are-sustainability-linked-bonds-and-how-do-they-work/
- https://www.bondvigilantes.com/insights/2020/09/sustainability-linked-bond-look-beneath-the-surface
- https://wholesale.banking.societegenerale.com/en/insights/clients-successes/clients-successes-details/news/enel-electrifies-sustainability-market-with-inaugural-green-linked-bond-and-swap/
- https://think.ing.com/articles/green-bonds-no-reason-to-slow-down

Disclaimer

Investimento Custodito – Boutique Finanziaria s.r.l. (la "Società") è una società specializzata in servizi di formazione, divulgazione, studio e ricerca su temi finanziari nonché in servizi di consulenza generica. La Società non fornisce in nessun modo il servizio di consulenza finanziaria su investimenti Consulenza in materia di investimenti di cui all'art. 1, comma 5-septies, del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, né altri servizi di investimento oggetto di riserva di legge. La Società rimanda eventualmente tali rapporti a soggetti esterni quali consulenti finanziari abilitati con i quali può intrattenere rapporti di natura puramente commerciale. Tutti i contenuti presenti all'interno del sito, dei documenti, dei video, degli articoli e qualsiasi riferimento al logo della Società sono da considerarsi a scopo puramente informativo, educativo e divulgativo. Tutti i servizi offerti si ritengono esclusi dalle riserve di legge. Le informazioni, i prodotti, i dati, i servizi, gli strumenti e i documenti contenuti o descritti su questo documento/sito internet (i "Dati") rivestono esclusivamente carattere informativo e non sono da intendersi come sostitutivi del servizio di Consulenza in materia di investimenti di cui all'art. 1, comma 5-septies, del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, oggetto quindi di riserva di legge. Le informazioni fornite sul documento/sito internet non costituiscono, pertanto, né un'attività pubblicitaria o una raccomandazione né un'offerta o un invito ad acquistare o vendere strumenti di investimento, ad effettuare un'operazione o ad assumere un impegno giuridico. I prodotti e gli strumenti finanziari, nonché gli studi menzionati non sono idonei per tutti gli investitori in quanto standardizzati. Le informazioni contenute non costituiscono un parere finanziario, legale, fiscale e/o una raccomandazione di qualsivoglia altra natura. Le decisioni di investimento o di altra natura non devono essere assunte esclusivamente sulla base di tali informazioni. Prima di adottare tali decisioni di investimento, si consiglia di richiedere una revisione approfondita della documentazione e la consulenza di uno specialista qualificato. Il cliente è responsabile del proprio comportamento e delle decisioni intraprese nonché dei rischi derivanti dall'attività di investimento. La società declina ogni responsabilità derivanti da un utilizzo improprio di tali informazioni. Aderendo ai servizi proposti il cliente è consapevole di avere accesso a contenuti proprietari protetti da copyright e sollevando Investimento Custodito – Boutique Fiananziaria s.r.l. da qualsiasi utilizzo improprio di essi. I contenuti riportati appartengono al libero pensiero degli autori. Nella misura massima consentita dalle leggi e/o dai regolamenti vigenti, Investimento Custodito – Boutique Finanziaria s.r.l., nonché i suoi amministratori, agenti, dipendenti e appaltatori non assumano alcuna responsabilità per perdite o danni di qualsiasi natura derivanti da (i) l'accesso, l'utilizzo o la consultazione dei documenti e del Sito; (ii) qualsiasi inesattezza, errore, incompletezza o altra circostanza concernente i Dati contenuti; (iii) l'impossibilità di accedere o utilizzare i docmenti ed il Sito per qualsiasi ragione. Fatta salva l'ipotesi in cui siano accompagnati da una dichiarazione esplicita del contrario, tutti i materiali contenuti sono protetti da copyright, diritti relativi ai database o altri diritti di proprietà intellettuale di proprietà di Investimento Custodito – Boutique Finanziaria s.r.l.. Nessuna previsione è da intendersi come idonea a concedere alcuna licenza o diritto di utilizzare qualsiasi immagine, testo, marchio o logo. Il download o la copia dei Dati non è in alcuna forma idoneo a trasferire all'utente diritti di proprietà intellettuale su software o altri materiali. Qualsiasi riproduzione, pubblicazione o distribuzione dei contenuti è consentita esclusivamente nel caso di espressa autorizzazione scritta della Società e con specifica indicazione della fonte dei dati. I risultati passati non costituiscono un indicatore della performance futura di un investimento. Il valore degli investimenti può essere soggetto a fluttuazioni e gli investitori potrebbero non recuperare l'importo investito. Le variazioni dei tassi di cambio delle valute straniere possono altresì incrementare o diminuire il valore dell'investimento.

© 2020_ Investimento Custodito. All rights reserved.

T +090 - 54781

M info@investimentocustodito.com

W www.investimentocustodito.com

Il valore dell'investimento o il rendimento possono variare al rialzo o al ribasso. Un investimento è soggetto al rischio di perdita. Rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.

Sede Legale: Via Alcide De Gasperi, 9 - 62017, Porto Recanati | Sedi operative: Via Francesco d'Ovidio, 6 - 00185 Roma e Via Giuseppe Calfapetra, 31 - 89034 Bovalino (RC) | Tel: +39 0964 91 121 | Email: info@investimentocustodito.com | P.IVA e C.F. 14613431007 |