

INVESTIMENTI SOSTENIBILI

**Bond Esg, chi è green
e chi fa soltanto finta**

INVESTIMENTI Le obbligazioni sustainability-linked sono in auge perché permettono alle società di fare raccolta pagando meno a fronte di obiettivi Esg, che però rischiano di non essere ambiziosi come dovrebbero. E i gestori si attrezzano per avere più trasparenza

Dietro al green del bond

di Paola Valentini

Si scrive «green» ma si può leggere in vari modi che con il green hanno poco a che fare. In finanza non è così scontato coniugare sostenibilità e profitto - lo si è visto con la guerra in Ucraina - e così l'abbinata Esg-investimenti rischia di diventare un ossimoro. Una recente analisi di Bloomberg Markets avverte che non sempre le obbligazioni che le aziende emettono con l'obiettivo di migliorare il proprio profilo di sostenibilità, ossia i cosiddetti sustainability-linked bond, prevedono in realtà traguardi ambiziosi sul fronte dei criteri Esg (environment, social, governance). Un ambientalismo di facciata: dietro l'etichetta green tutto rischia di restare come prima o quasi. Il fatto è che queste emissioni sono molto apprezzate dagli investitori, i quali mostrano una sensibilità crescente verso le tematiche socio-ambientali affermatesi anche sul mercato finanziario negli ultimi anni. Nel 2020 il settore a livello globale ha registrato un record di emissioni di green, social e sustainability bond per un totale di 461 miliardi di dollari, in crescita del 46% rispetto ai dati 2019. Una delle novità più recenti, rileva un'analisi di Azimut, è rappresentata proprio dai sustainability-linked bond, strumento finanziario innovativo emesso per la prima volta nel 2019.

«I sustainability-linked bond sono titoli obbligazionari le cui caratteristiche finanziarie, tipicamente le cedole, sono collegate a obiettivi di sostenibilità prestabiliti, i sustainability performance targets, la cui misurazione avviene tramite degli indicatori di prestazioni chiave, i key performance indicators, che verificheranno se l'obiettivo è raggiunto, quanto è ambizioso o facilmente raggiungibile», dice Antonella Manganeli, amministratore delegato e responsabile Investimenti di Payden & Rigel Italia. La potenziale variazione della cedola, a secon-

da del raggiungimento o meno dei target, è sicuramente la caratteristica più comune di questi bond, con un aumento del tasso in caso di mancato raggiungimento degli obiettivi di sostenibilità (e viceversa).

Come nel caso dei green bond, gli obiettivi di sostenibilità sono misurati attraverso la definizione di indicatori denominati key performance indicators che devono essere rilevanti, credibili, misurabili e confrontabili rispetto all'attività svolta dall'emittente. E tali obiettivi vengono valutati rispetto a parametri predefiniti (sustainability performance targets) dalle caratteristiche ben precise: è necessario che rappresentino un miglioramento sostanziale della performance aziendale nei rispettivi indicatori, che siano programmati su una tempistica predefinita, coerenti e confrontabili con un benchmark o un riferimento esterno. «I sustainability-linked bond sono strumenti in cui l'emittente ha individuato dei key performance indicators, tipicamente legati al clima: lo stesso emittente pagherà una cedola più alta agli investitori nel caso in cui non li raggiunga», fa eco Benjamin Kelly, analista senior di Columbia Threadneedle Investments. E il rischio è che le aziende si finanzino a basso costo ponendo l'asticella troppo in basso.

Uno studio condotto a inizio 2022 da due docenti universitari svizzeri (Julian Kolbel e Adrien Paul Lambillon) è arrivato alla conclusione secondo cui un sustainability-linked bond paga un tasso più basso di 0,3 punti percentuali rispetto a un'obbligazione tradizionale comparabile. E se l'emittente non raggiunge il traguardo di sostenibilità prefissato pagherà soltanto 0,25 punti percentuali in più, il che vuol dire che, cumulo l'effetto, la spesa sugli interessi sarà comunque più bassa rispetto a quella prevista da un titolo analogo non sostenibile. Costo di finanziamento ridotto e una limitata penalità nel caso di non raggiungimento degli obiettivi hanno decretato il successo di questi bond tra le aziende.

L'analisi di Bloomberg cita il ca-

so di Chanel. La maison di moda due anni fa ha emesso un sustainability-linked bond da 600 milioni di euro che prometteva appunto una penalità in termini di maggiore cedola nel caso non avesse raggiunto determinati obiettivi climatici. In pratica una multa per non essere verde. Ma Chanel non ha rischiato più di tanto nell'emettere il bond perché, rivela l'analisi di Bloomberg, aveva già raggiunto il target che si era prefissato prima del lancio dell'obbligazione. Il bond richiedeva che Chanel riducesse le emissioni Scope 3 (ovvero quelle prodotte dai suoi fornitori e clienti) del 10% entro il 2030. Ma, spiega Bloomberg, al momento del collocamento quelle emissioni erano già scese del 21% rispetto al limite fissato nel prospetto del bond. Chanel si è giustificata dicendo che la società stava ancora finalizzando i dati sul 2019 quando gli investitori hanno sottoscritto questa obbligazione. Ma alcuni gestori iniziano a mostrare una certa insoddisfazione. «Sebbene sul piano teorico questi strumenti possano generare significativi benefici ambientali o sociali, la realtà è meno convincente, poiché in genere i key performance indicators non sono sufficientemente impegnativi per l'emittente», dice Kelly.

Ad esempio, Azimut riporta due possibili key performance indicators per una società attiva nel campo dei servizi energetici: l'ammontare assoluto di emissioni di gas serra e la quantità di plastica riciclata. Mentre i target potrebbero essere, ad esempio, la riduzione delle emissioni di gas serra del 15% nel 2025 e del 35% nel 2030 rispetto alle emissioni 2020 e una determinata quantità di plastica riciclata nel 2025 e nel 2030, corrispondente a un aumento del 70% e del 150% rispetto alla produzione 2018. A differenza dei green bond, tuttavia, i sustainability-linked bond non sono legati alla realizzazione di un singolo progetto di sostenibilità. I proventi derivanti dall'emissione del titolo possono infatti essere utilizzati per scopi generali, basati su un'intera strategia cen-

trata sugli obiettivi di sviluppo sostenibile dell'Agenda 2030 dell'Onu, con target misurabili di anno in anno. La nascita dei sustainability-linked bond è legata al corporate bond Enel del settembre 2019, emesso per finanziare l'incremento di attività legata a fonti rinnovabili, in linea con l'Agenda Onu 2030 (si veda tabella in pagina). È un bond sostenibile multi-tranche per un totale di 2,5 miliardi di euro che offre un aumento del tasso cedolare di 25 punti base in caso di mancato raggiungimento dell'obiettivo di riduzione del 70% delle emissioni di anidride carbonica nel periodo 2017-2030.

Il ruolo dei sustainability-linked bond, ricorda ancora Azimut, è stato riconosciuto anche a livello di politica monetaria. La Bce ha stabilito che a partire da gennaio 2021 le obbligazioni con coupon legato a obiettivi di sostenibilità possono essere utilizzate come collaterale nelle operazioni di credito dell'Eurosistema.

È comunque prevista una serie di verifiche a tutela degli investitori. In pre-emissione è consigliata, anche se non obbligatoria, la presenza di una second party opinion, redatta da uno o più revisori esterni, che valuti pertinenza, affidabilità e livello di ambizione dei key performance indicators e dei sustainability performance targets. Una volta emesso il bond, la società deve pubblicare (almeno una volta l'anno) e mantenere accessibili tutte le informazioni rilevanti relative ai key performance indicators e ai sustainability performance targets. Tali verifiche vanno effettuate da un revisore esterno qualificato, come ad esempio un consulente ambientale oppure una agenzia di rating, e idealmente devono essere pubblicamente disponibili. Il fatto è che, diversamente da quanto accade con le obbligazioni ad uso specifico dei proventi, ovvero con i cosiddetti green, social e sustainability bond, la rendicontazione per i sustainability-linked bond è meno onerosa, in linea con le tipiche obbligazioni generiche, e quindi è molto più difficile per gli investi-

Settimanale
26-11-2022
Pagina 1+34/5
Foglio 2 / 4



www.ecos&.it

tori scoprire come vengono spesi i proventi», avverte l'analista di Columbia Threadneedle.

«Il nostro timore è che gli investitori abbandonino i loro schemi di green bond per i sustainability-linked bond in quanto trovano in questi ultimi un modo più facile di emettere obbligazioni legate alla sostenibilità», aggiunge Kelly. Per questo motivo in Columbia Threadneedle «abbiamo un'esposizione molto limitata a strumenti come i sustainability-linked bond all'interno dei nostri fondi di social impact bond», afferma Kelly. Manganelli sottolinea che «come investitori, oltre a valutare le caratteristiche intrinseche dell'emissione, prestiamo attenzione al meccanismo premiante o penalizzante del tasso cedolare offerto, che nel caso di raggiungimento degli obiettivi rimarrà invariato o sarà ridotto per tutta la vita residua dell'obbligazione, mentre in caso contrario aumenterà, per esempio di 25 punti base, a decorrere dal primo periodo utile post-misurazione e per il resto della vita dell'obbligazione». Poi «durante tutta la vita del bond «seguiamo attentamente le verifiche a cadenza almeno annuale fornite dalla second party opinion».

Finora la maggior parte degli investimenti Esg è nell'azionario ma il mercato dei corporate bond globali, che vale 22 mila miliardi di dollari, può giocare un ruolo incisivo e potente. Il fatto è che le aziende si affidano al debito molto più di quanto fanno con le azioni perché le risorse finanziarie raccolte con le obbligazioni servono a sostenere sia le attività quotidiane sia le operazioni straordinarie. Al momento circa il 5% dei corporate bond è classificato come sostenibile. Ovvero rispetto agli obiettivi sul clima.

«Riteniamo essenziale incoraggiare i futuri emittenti di sustainability-linked bond a rendere i key performance indicators molto più impegnativi e le sanzioni più severe in caso di mancato raggiungimento degli obiettivi previsti. I sustainability-linked bond dovrebbero rappresentare uno strumento interessante soprattutto per gli emittenti più piccoli, che potrebbero non avere la base patrimoniale per emettere un'obbligazione con un uso specifico dei proventi, per migliorare le loro credenziali Esg e favorire le loro ambizioni di net zero. Per questo motivo ci siamo uniti al sottogruppo di lavoro SLB con l'International Capital Markets Association, con l'obiettivo di migliorare le linee guida per l'emissione di questa tipologia di obbligazioni», spiega l'esperto di Columbia Threadneedle. E proprio il mondo del risparmio gestito ha accolto con molto favore gli investimenti Esg anche se non sono

mancati passi falsi, come il caso di Dws scoppiato nel maggio scorso con accuse di greenwashing. Nel frattempo a maggio la Sec (Tomologo statunitense dell'italiana Consob) ha multato Bank of New York Mellon per 1,5 milioni di dollari per dichiarazioni errate e omissioni relative all'integrazione Esg nei suoi prospetti informativi nel periodo compreso tra luglio 2018 e settembre 2021.

La guardia quindi inizia ad alzarsi su tutti i fronti, non soltanto sulle società emittenti ma anche sugli asset manager che mettono questi bond nei portafogli dei fondi Esg. Che, come emerge da un'analisi di Fida, quest'anno mostrano rendimenti poco entusiasmanti per via della fase molto difficile per il mondo obbligazionario a causa dell'aumento dei tassi. Non si sono salvati nemmeno i bond Esg: le tabelle pubblicate in pagina sui fondi collocati in Italia evidenziano da una parte i primi 15 comparti per rendimento da inizio anno tra i prodotti della categoria obbligazionario corporate bond della zona euro, dall'altra tutti gli altri fondi obbligazionario corporate bond che non fanno parte della zona euro. Per questa ultima categoria, essendo molto ampia, sono stati considerati soltanto i fondi classificati come articolo 9 della direttiva europea cosiddetta Sfd, la normativa che classifica i fondi Esg con un'etichetta di sostenibilità meno stringente (articolo 8) o più severa (articolo 9).

Intanto cresce l'interesse per gli investimenti sostenibili da parte degli investitori istituzionali italiani, ma il rischio di greenwashing è ben presente. Se tra i fondi pensione e le casse previdenziali la sensibilità verso i temi Esg è in aumento (si veda box) anche tra le fondazioni si rileva la stessa dinamica. Da una ricerca realizzata dal Forum per la Finanza Sostenibile con Acri e Mondo Institutional sono 29 sulle 36 interpellate (78,1% del totale) le fondazioni che dichiarano di investire con criteri di sostenibilità, in aumento dell'84% rispetto al 2020, anno della prima edizione dello studio.

Le principali criticità individuate riguardano la difficoltà di misurare gli impatti ambientali e sociali generati, la mancanza di dati Esg affidabili e standardizzati e di certificazioni che tutelino contro il greenwashing.

«Il greenwashing pone problemi al pianeta se il denaro non confluisce in attività che contribuiscono a risolvere problemi ambientali o sociali», affermano Jon Hale, direttore della ricerca sulla sostenibilità in America di Morningstar Sustainability, e Hortense Bioy, direttore globale della ricerca sulla sostenibilità di

Morningstar. Naturalmente, dice Morningstar, non tutti i comportamenti scorretti sono intenzionali o fraudolenti. Alcuni di essi derivano dal fatto che il mercato è giovane e mancano standard uniformi. Il mercato può aspettare, ma la Terra no. (riproduzione riservata)

Settimanale
26-11-2022
Pagina 1+34/5
Foglio 3/4



I FONDI OBBLIGAZIONARI CHE INVESTONO IN CORPORATE BOND ESG DELLA ZONA EURO

I primi 15 fondi per risultato da inizio 2022

Nome	Isin	Nome società	Rend. da inizio 2022	Rend. a 3 anni	Comm. di gestione %	Articolo Sldr
DWS Invest ESG Floating Rate Notes LC Cap EUR	LU1965927921	Dws	-1,21%	-1,58%	0,18	art.8
Candriam Sust. Bond Euro Short Term R EUR	LU1434522634	Candriam	-3,85%	-4,71%	0,25	art.9
LUX IM ESG UBS Short Term Euro Corporates DL Cap EUR	LU2344435933	BG Fund	-4,67%	-	0,7	art.8
GIS SRI Euro Corporate Short Term Bond DX Cap EUR	LU0438548447	Generali Investments	-6,07%	-4,51%	1,1	art.8
Anima ESaloGo Prudente A	IT0005437488	Anima Sgr	-7,11%	-	1	art.8
Anima Communital Obbligazionario Corp. A	IT0005437642	Anima Sgr	-7,81%	-	1	art.8
Fin. Ech. Credit SRI Europe G Cap EUR	FR0013286614	Fin. de l'Echiquier	-8,94%	-	0,8	art.8
Pictet-Global Sustainable Credit R EUR	LU2053548165	Pictet Am	-8,94%	-6,12%	1,15	art.9
NN (L) Green Bond Short Duration X Cap EUR	LU1983361905	NN Investment	-9,19%	-11,09%	0,75	art.9
Raiffeisen Obbligazionario PAXetBONUM R VTA EUR	AT0000A28LF2	Raiffeisen	-9,28%	-9,92%	0,6	art.8
DWS Invest ESG Euro High Yield LC Cap EUR	LU2111935651	Dws	-11,31%	-	1,1	art.8
Anima ESaloGo Obbligazionario Corporate A	IT0005384596	Anima Sgr	-11,62%	-10,86%	1,1	art.8
EdR SICAV Euro Sust. Credit A-EUR EUR	FR0010172767	Ed. de Rothschild Am	-12,13%	-10,85%	0,95	art.8
AXA WF Euro Sustainable Credit A EUR	LU0361820812	Axa Im	-12,15%	-11,31%	0,75	art.9
SISF Sustainable Euro Credit C Cap EUR	LU2080995567	Schroder Im	-12,37%	-	0,45	art.8

Performance calcolate sui dati disponibili il 21/11/2022. Classi Retail e capitalizzazione dei proventi in euro

I FONDI OBBLIGAZIONARI ESG CHE RISPETTANO L'ARTICOLO 9 DELLA SFDR*

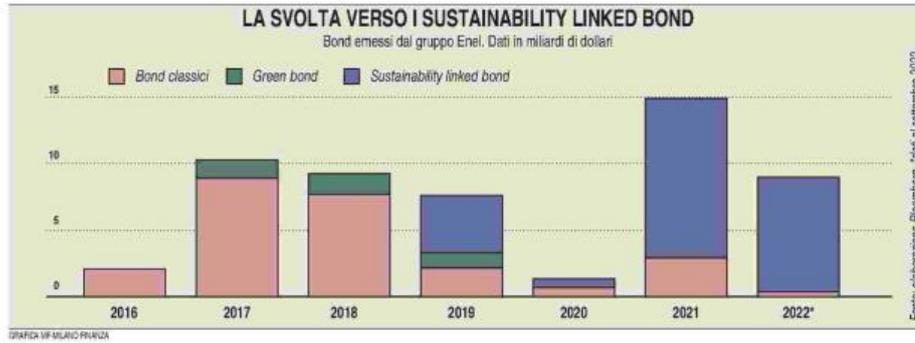
Nome	Isin	Nome società	Categoria Fida	Rend. da inizio 2022	Rend. a 3 anni	Comm. di gestione %
DPAM L Bonds Em. Markets Sustainable W Cap EUR	LU0966596875	Dogroof Petercam	Global (M. Em.) - Val. Locali	-2,03%	-4,50%	0,45
Candriam Sust. Bond Global High Yield C Cap EUR	LU1644441120	Candriam	Global - Corporate High Yield	-9,81%	-1,86%	1,1
BNP Paribas Social Bond N Cap EUR	LU2355551586	BNP Paribas Am	Global - Corp. e Gov. Inv. Grade	-10,07%	-	0,65
Candriam Sust. Bond Global R EUR	LU1434523442	Candriam	Global - Corp. e Gov. Inv. Grade	-10,42%	-9,63%	0,4
Amundi F. Emerging Markets Green Bond E2 EUR	LU2138390393	Amundi	Global (M. Emergenti) - Corp.	-12,12%	-	1,25
SISF BlueOrchard Em. Mkts Climate Bd C Cap EUR Hdg	LU2328267385	Schroder Im	Euro Hedged	-13,13%	-	0,6
Wellington Global Impact Bond N EUR Hdg	IE00B4321B33	Wellington	Euro Hedged	-14,42%	-	0,3
RobecoSAM SDG Credit Income DH Cap EUR	LU2091212550	Robeco Am	Euro Hedged	-14,55%	-	1
RobecoSAM Climate Global Bonds DH Cap EUR	LU2258368284	Robeco Am	Euro Hedged	-14,67%	-	0,7
Aberd.Stand.I Climate Transition Bd A Cap EUR Hdg	LU2332245534	Abrdn Inv.	Euro Hedged	-14,73%	-	0,8
Candriam Sust. Bond Euro R EUR	LU1313770023	Candriam	Area Euro - Corp. e Gov.	-14,84%	-15,36%	0,3
Aberd.Stand.I EM Sust. Dev. Corp. Bd A Cap EUR Hdg	LU2392363839	Abrdn Inv.	Euro Hedged M. Emergenti	-15,18%	-	1
PIMCO Climate Bond E Cap EUR Hdg	IE00BLH02N77	Pimco	Euro Hedged	-15,67%	-	1,42
La Francaise Carbon Impact Gl. Gov. Bonds R EUR	FR0010225052	La Francaise Am	Altri Obbligazionari	-16,31%	-23,79%	0,9
Janus Hend. Hor. Gl. Sustainable Eq. A2 EUR	LU1984711512	Janus Hend. Inv.	Global (M. Em.) - Val. Locali	-16,32%	34,48%	1,2
BGF Emerging Markets Impact Bond E2 Cap EUR Hdg	LU2372743995	BlackRock	Euro Hedged M. Emergenti	-16,86%	-	0,8
RobecoSAM Global Green Bonds DH EUR	LU2138804702	Robeco Am	Euro Hedged Global IG	-17,23%	-	0,7
CSIF (Lux) Bond Green Bond Global Blue FBH Cap EUR	LU1914373144	Credit Suisse Fm	Euro Hedged	-17,41%	-16,69%	0,15
RobecoSAM Global SDG Credits DH EUR	LU1811861357	Robeco Am	Euro Hedged	-17,84%	-12,69%	0,8
RobecoSAM Climate Global Credits DH Cap EUR	LU2258367559	Robeco Am	Euro Hedged	-18,48%	-	0,8
Pictet-Global Sustainable Credit-RH EUR	LU0503630310	Pictet Am	Euro Hedged	-18,83%	-16,38%	1,15
Amundi F. Impact Green Bond E2 EUR	LU2349692421	Amundi	Global - Corp. e Gov. Inv. Grade	-19,16%	-	0,7
Candriam Sust. Bond Emerging Markets R EUR Hdg	LU2016889705	Candriam	Euro Hedged M. Emergenti	-19,38%	-	0,7

Performance calcolate sui dati disponibili il 21/11/2022. Classi Retail e capitalizzazione dei proventi in euro. *Sono inseriti tutti i fondi obbligazionari articolo 9 che non rientrano nella categoria degli obbligazionari ESG della zona euro (tabella precedente)

Fonte: Fida

ORACLE BY MILANO FINANZA

161183



161183