

30 agosto 2021

Il Sole **24 ORE**

INVESTIMENTI (NON TROPPO) VERDI: UN BOOM INARRESTABILE

di Marcello Minenna

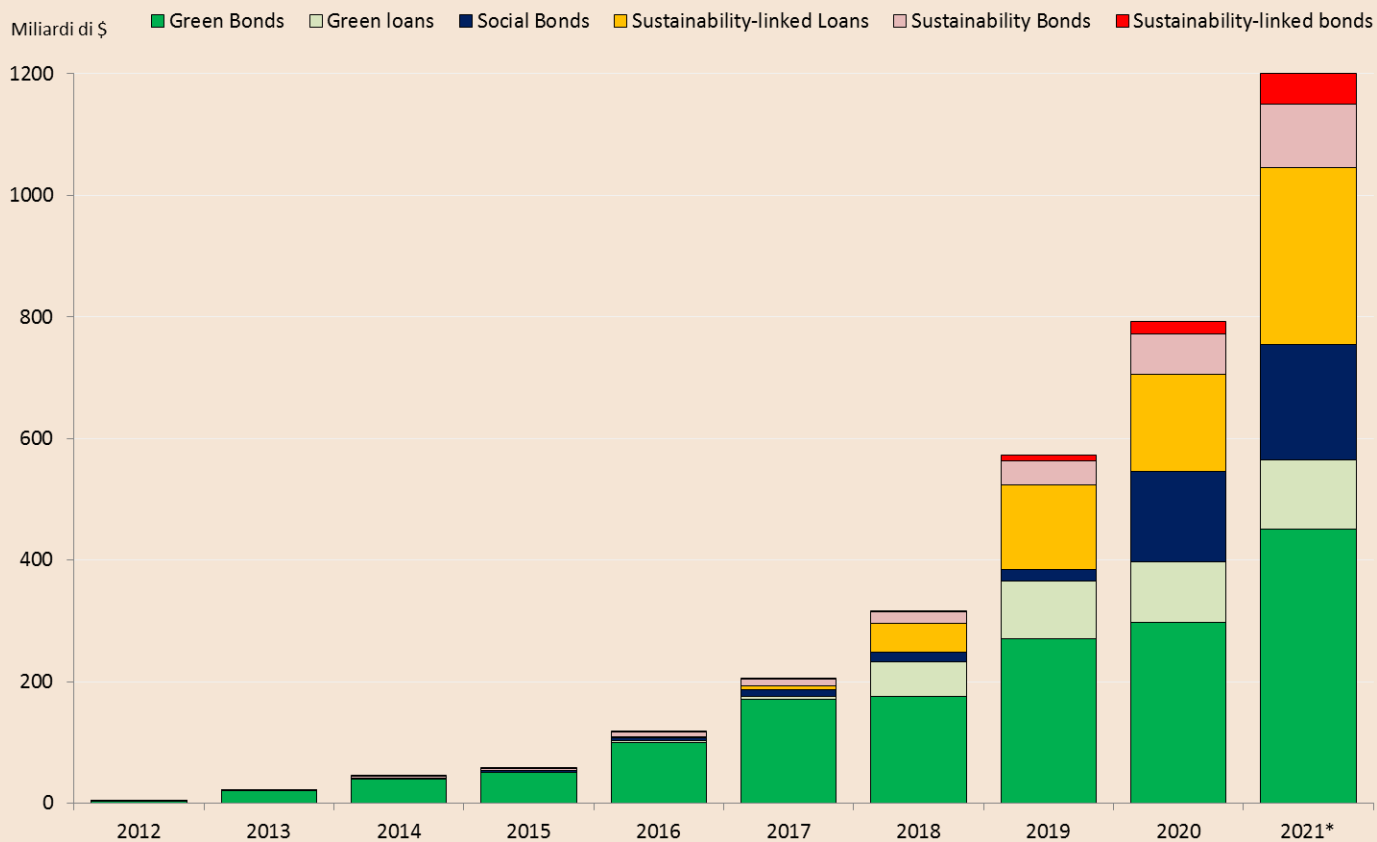
Dopo avere registrato un breve arresto all'inizio della crisi pandemica, negli ultimi 12 mesi il mercato degli investimenti verdi è letteralmente esploso: solo nei primi 6 mesi del 2021 sono stati emessi dal settore privato e dai governi oltre 800 miliardi di \$ di debito “sostenibile” (o altrimenti definito ESG: *Environmental, Social, Governance*); la stessa quantità collocata nell'intero 2020, che si era già concluso con una fortissima crescita (+39% annuo).

Per il 2021 le stime più aggiornate puntano ad un controvalore emesso a livello globale di circa 1.200 miliardi di \$ (cfr. Figura 1). Per capire l'accelerazione in corso, si consideri che a maggio le grandi banche di investimento mondiali avevano stimato un livello di circa 860 miliardi. È verosimile dunque che si tratti dell'ennesima sottostima, destinata ad essere aggiornata al rialzo entro poche settimane.

Figura 1

Mercato del debito sostenibile - Decomposizione per categorie

EMISSIONI ANNUALI - DATI E STIME AGGIORNATI AD AGOSTO 2021



Fonte: Bloomberg NEF

Investimenti sostenibili: è la nascita di una bolla speculativa?

Indipendentemente dal fenomeno in analisi, un occhio esperto riconoscerebbe nell'andamento parabolico delle emissioni alcuni segnali di una classica bolla speculativa, destinata a sfuggire in breve termine al controllo dei *regulators*. Per capire meglio cosa sta succedendo, è necessario distinguere le varie tipologie di strumenti finanziari negoziati sul mercato ed osservare se ci sia un'intensificazione della crescita in una particolare categoria. All'interno dell'etichetta di debito "sostenibile" rientrano infatti una vasta gamma di investimenti: il più diffuso (barre verdi) sono i c.d. *green bonds*, cioè le obbligazioni verdi "classiche" strutturate intorno ad uno standard globale di certificazione, il cui funzionamento è coordinato dal consorzio globale della

"*Climate Bond Initiative*" (CBI), una costola dell'ICMA (l'*International Capital Market Association* che è portavoce e referente globale degli emittenti di *bond*).

Il "codice verde" per gli investimenti *green* definisce procedure trasparenti in grado di identificare: la destinazione d'uso dei proventi, i processi di valutazione e selezione dei progetti, la loro gestione ed il successivo *reporting* al mercato. I titoli che soddisfano questi *standard* vengono certificati come *green* dall'ICMA, un riconoscimento che funge da garanzia contro comportamenti fraudolenti finalizzati a perseguire un ambientalismo puramente di facciata (il c.d. *greenwashing*) da parte di industrie inquinanti.

La chiave di volta del codice verde (CBI) è la c.d. "tassonomia verde" per classificare le attività produttive oggetto di finanziamento attraverso obbligazioni *green*. La tassonomia elenca tutte le attività che contribuiscono alla transizione energetica, come la generazione di energia rinnovabile o la produzione di auto elettriche e definisce puntualmente dei requisiti tecnici specifici per ogni settore necessari al fine di ottenere la certificazione verde.

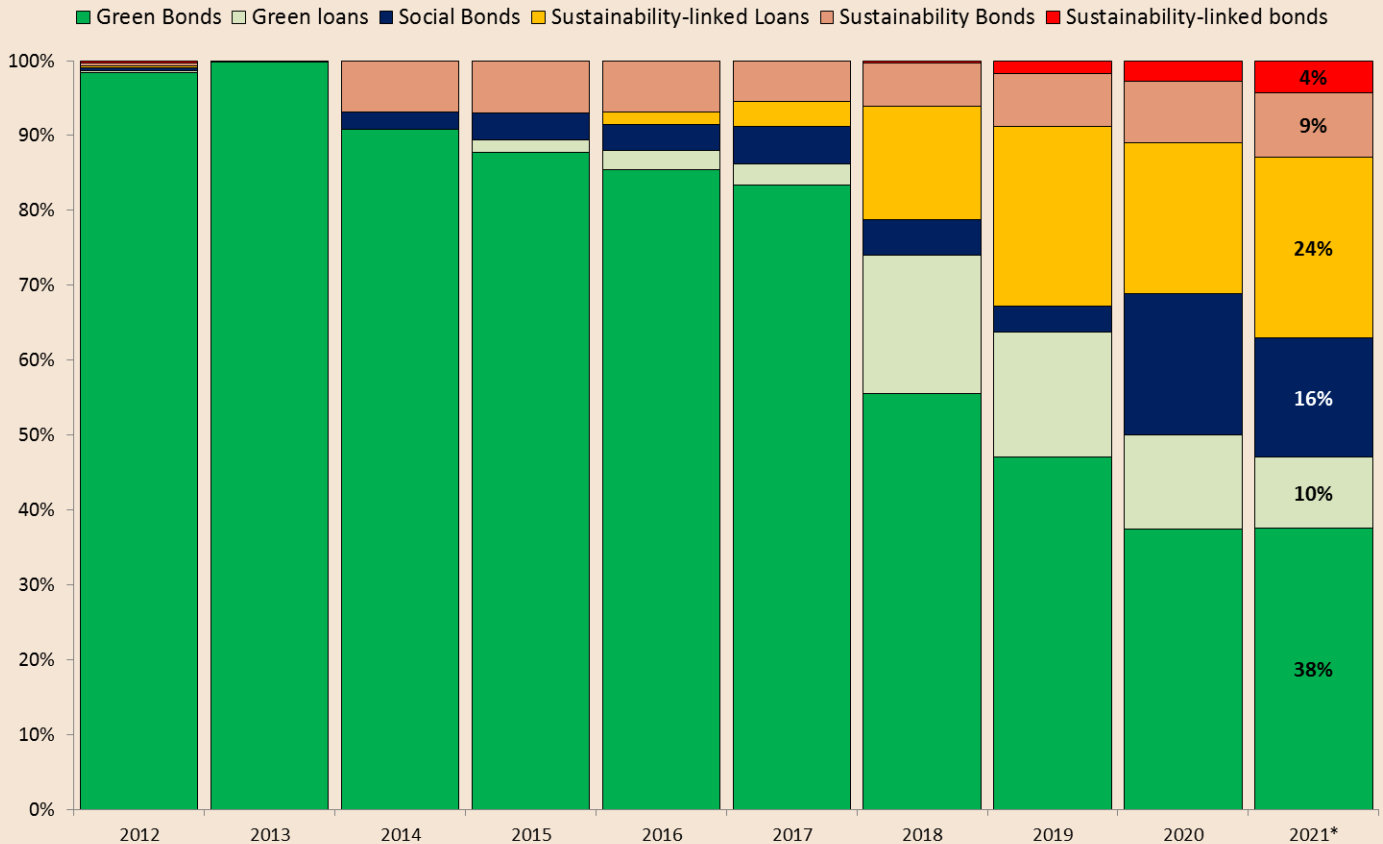
Come si può notare bene dai dati (cfr. Figura 2), per anni i *green bonds* sono stati gli unici strumenti a disposizione dell'investitore sensibile alle tematiche ambientali. Dal 2018 però hanno preso piede altre tipologie come i *green loans* (barre verde chiaro; sono prestiti modulati sulle esigenze delle imprese finanziate) o i *sustainability bonds* (barre rosa), in cui lo spettro delle attività finanziate comprende anche progetti di miglioramento dell'impatto ambientale in settori non propriamente *green* come l'industria petrolifera e chimica.

Durante la crisi pandemica si sono diffusi anche i *social bonds* (barre blu), obbligazioni destinate a finanziare le Casse Integrazioni Guadagni ed altri schemi di protezione dell'occupazione: l'Unione Europea è stata l'apripista a livello globale nell'emissione e *management* di *social bonds* a rischi condivisi grazie al progetto SURE (*temporary Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*) che ha erogato quasi 100 miliardi di € ai Paesi membri più colpiti dalla crisi pandemica.

Figura 2

Investimenti ESG - Decomposizione delle emissioni per categoria

DATI ANNUALI IN % SUL TOTALE AGGIORNATI AD AGOSTO 2021



Fonte: Bloomberg NEF

Gli investimenti “Sustainability linked”: molte sfumature di verde

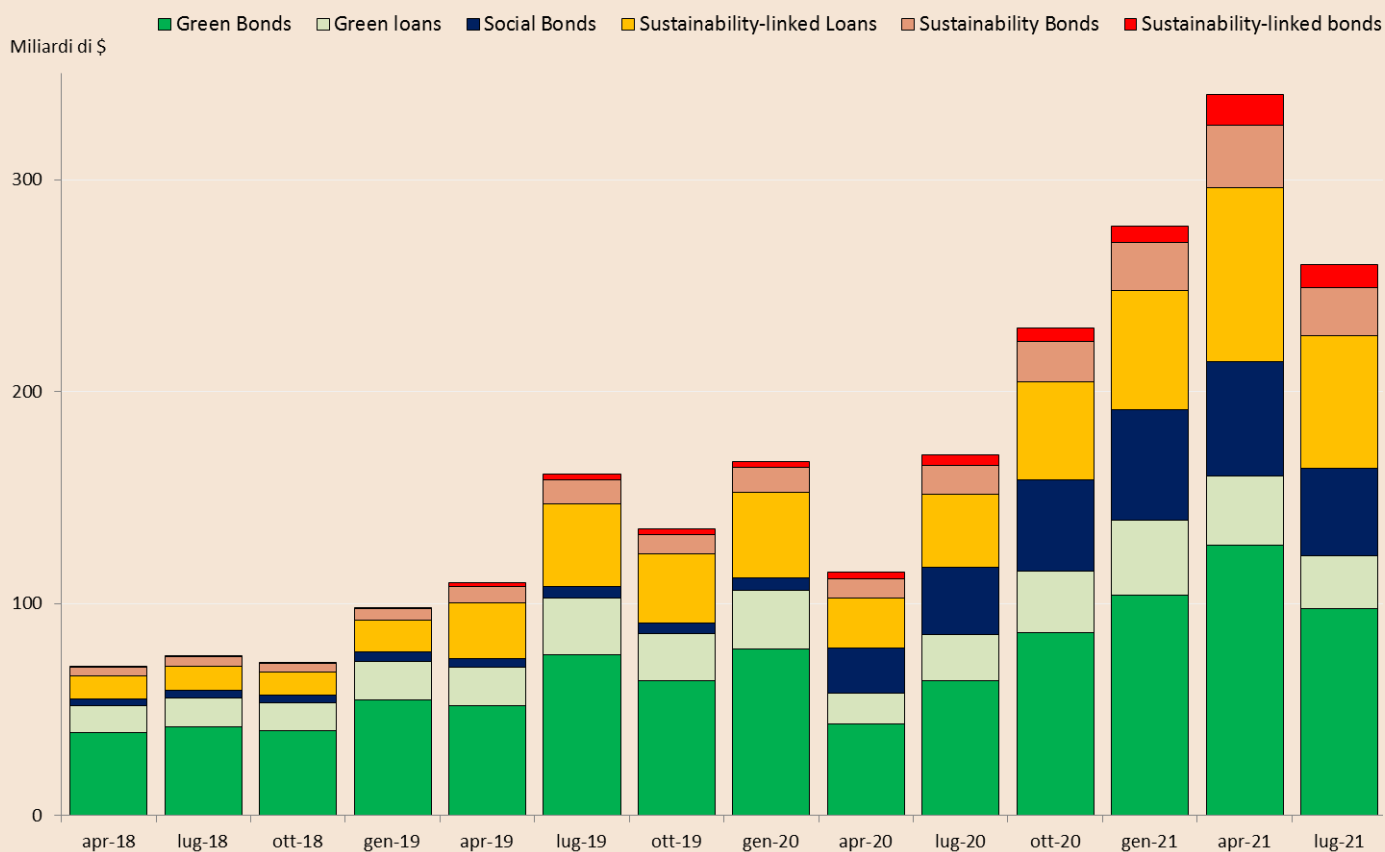
Tuttavia dal 2018 in poi la crescita più turbolenta è stata sperimentata da due ulteriori categorie di strumenti: i *sustainability linked bond/loans* (barre gialle, rosse) che sono arrivate a rappresentare il 30% dell'intero mercato degli investimenti ESG. È impressionante osservare come, nonostante un ritmo di espansione invidiabile per qualsiasi altro settore, il mercato globale dei *green bonds* classici abbia ridotto rapidamente il proprio peso e rappresenti ora solo il 38% del totale.

L'andamento dei flussi trimestrali delle emissioni ESG negli ultimi 3 anni (cfr. Figura 3) riesce a rendere con un discreto colpo d'occhio il differenziale nei tassi di crescita delle diverse categorie, con l'esplosione del fenomeno dei *sustainability linked bond/loans* che appare accelerare proprio negli ultimi trimestri.

Figura 3

Investimenti ESG - Decomposizione delle emissioni per categoria

EMISSIONI TRIMESTRALI - DATI E STIME AGGIORNATI AD AGOSTO 2021







Fonte: Bloomberg NEF

Le ragioni di questo fenomeno vanno cercate nelle differenze tra le caratteristiche contrattuali degli strumenti (cfr. Figura 4). I *green, social* e *sustainability bonds* condividono proprietà ben precise: 1) la connessione con un progetto esplicito da finanziare 2) la definizione di una specifica destinazione d'uso dei proventi e 3) l'impegno contrattuale alla pubblicazione periodica di un *report* di impatto ambientale. Si tratta di un *framework* piuttosto restrittivo che in passato ha funzionato bene nel ridurre il fenomeno del *greenwashing*, ma che ha anche ridotto la platea potenziale delle imprese emittenti.

Figura 4

Caratteristiche contrattuali degli investimenti ESG

	Green Bonds/Loans 	Social Bonds 	Sustainability Bonds 	Sustainability-linked Bonds/Loans 
Connessione con un progetto esplicito				
Destinazione d'uso dei proventi				
Impatto sul rendimento se obiettivi ambientali non raggiunti				
Inclusione negli indici obbligazionari green				
Obbligo ad un report di impatto ambientale				

I *sustainability linked bond/loans* incorporano una maggiore flessibilità nella raccolta ed utilizzo dei proventi, al fine di permettere anche ad imprese operanti in settori non *green* come l'industria chimica o degli idrocarburi di accedere ad un mercato in crescita. La prospettiva dovrebbe restare quella di migliorare il profilo di impatto ambientale delle proprie attività come ad es. la riduzione dell'ammontare complessivo di emissioni di CO₂.

De facto, si stanno introducendo in maniera massiccia sul mercato degli strumenti finanziari con sfumature di verde molto più labili.

Precisiamo meglio. Stante la presenza di obiettivi piuttosto “generici” di miglioramento dell'impatto ambientale è sorta la necessità di ancorare (il *link*) le *performance* di questi strumenti ad indicatori chiave di sostenibilità (*key performance indicators*, KPI). In parole semplici, l'obbligazione (o il prestito) *sustainability-linked* ha delle cedole che sono collegate in maniera diretta al raggiungimento di

livelli-obiettivo in alcuni indicatori chiave, che possono essere ad es. l'ammontare emesso di CO2 oppure la minimizzazione di scarti di produzione tossici.

Se l'impresa manca questi obiettivi, le cedole crescono automaticamente secondo un meccanismo *step-up* incrementando il costo complessivo del finanziamento di un ammontare pari alla stima teorica del danno prodotto dal comportamento negligente. Le conseguenze economiche del danno ambientale pertanto possono essere paragonabili per l'impresa ad un declassamento del merito di credito.

Non stupisce pertanto che queste nuove tipologie di investimento stiano ottenendo un travolgente successo sia tra gli emittenti che tra gli investitori.

Da un lato il meccanismo del *link* con gli indicatori KPI offre un innegabile incentivo all'impresa a centrare l'obiettivo di sostenibilità: mentre con i *green bonds* la responsabilità dell'impresa è solo reputazionale, in questo caso c'è un effetto economico tangibile sui conti aziendali. Inoltre i *bondholders* sono più tutelati rispetto agli investimenti *green* standard, potendo contare su un potenziale *bonus* in caso di mancato raggiungimento degli obiettivi ambientali.

Tuttavia occorre considerare che si sta introducendo uno scollamento inusuale tra gli interessi dell'azienda e quelli dei creditori: paradossalmente alcune categorie di investitori neutre rispetto a considerazioni di tipo etico e più attente alla profittabilità dell'investimento (ad esempio gli *hedge funds*) potrebbero trovare più conveniente investire in imprese inquinanti che abbiano un'alta probabilità di fallire i propri obiettivi di sostenibilità.

Nuovi rischi per investitori e regulators

Le prospettive di crescita a medio termine dei *sustainability linked bonds/loans* appaiono più che rosee, mano a mano che la platea dei potenziali emittenti nei settori non *green* continua ad ampliarsi, attirata dalla piena flessibilità nell'utilizzo dei proventi. Anche le istituzioni europee si stanno adeguando alla nuova realtà del mercato: da settembre 2020 la Banca Centrale Europea accetta questa

tipologia di strumenti (ancorché con numerosi *caveat*) come collaterale per le operazioni di rifinanziamento standard delle banche mentre la Banca Europea degli Investimenti ha erogato i primi prestiti attraverso questi nuovi schemi contrattuali.

Non è tutto oro quel che luccica. Mentre la regolamentazione appare più che adeguata nei mercati classici ESG, il comparto dei *sustainability linked bonds/ loans* non risulta al momento sufficientemente coperto a livello globale da un'adeguata trasparenza informativa. Storicamente il settore privato è sempre molto rapido nello sfruttare delle falle regolamentari per aumentare la profittabilità a breve termine: in questo caso è evidente che i rischi di un “assalto alla diligenza” (*greenwashing*) da parte di imprese non *green* alla ricerca di capitali poco costosi sono parecchio amplificati. A maggior ragione in un mercato in enorme espansione dove il denaro fluisce in maniera facile.

C'è solo da sperare che stavolta i *regulators* intervengano tempestivamente per evitare distorsioni e nuove bolle speculative.

Marcello Minenna, Direttore Generale dell'Agenzia delle Dogane e Monopoli

@MarcelloMinenna

Le opinioni espresse sono strettamente personali