

Fixed Income ESG

Guida a cura di



**CFA Society
Italy**



**Global Asset Management
BlueBay Asset Management**

Con la collaborazione di

Autori

Camilla Cotta Ramusino, CFA - Portfolio Manager - ANIMA SGR

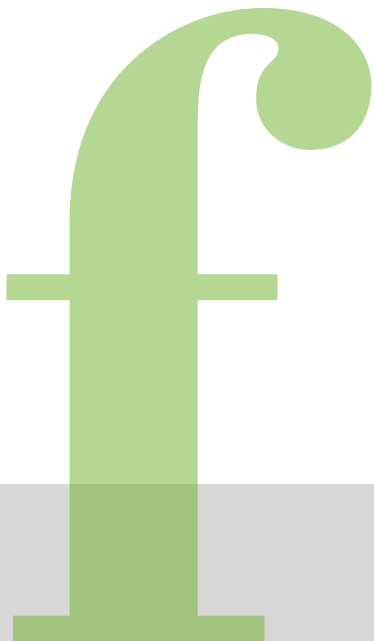
Ha iniziato il suo percorso professionale in ANIMA SGR nel 2016. Attualmente ricopre il ruolo di portfolio manager obbligazionario nel team dei fondi Bilanciati presso la medesima società. Il suo focus principale sono i crediti societari Europei investment grade e le tematiche ESG. In precedenza, ha completato alcuni stage curriculari presso banche di investimento sia estere che italiane, nella divisione di Sales&Trading. Camilla ha conseguito la laurea magistrale in Finance presso l'Università Commerciale Luigi Bocconi di Milano nel 2017 ed è CFA Charterholder dal 2021.

Alessandro Parassina, CFA - Corporate Bond Syndicate Manager - Mediobanca

Ricopre la funzione di Bond Syndicate Manager in Mediobanca dal 2020 con la responsabilità del segmento Corporate. La sua ampia esperienza in prodotti fixed income include strumenti: Derivati, Ibridi, ESG e High Yield. Precedentemente ha lavorato in Eurizon SGR come Portfolio Manager nel team di prodotti alternativi dove ha maturato competenze nell'ambito dei leveraged loans e dei prodotti cartolarizzati come CLO, CMBS e ABS e in Banca IMI dove ha ricoperto diversi ruoli nella divisione Investment Banking tra Milano e Londra. Alessandro ha conseguito la laurea magistrale in Finance presso l'Università Commerciale Luigi Bocconi di Milano nel 2010 ed è CFA Charterholder da settembre 2017.

Luca Soria - Responsabile HTC Credit & ESG Investments - Finance & Investments - IMI CIB Intesa Sanpaolo

Attualmente è Responsabile del desk HTC Credit & ESG Investments nella divisione IMI CIB dove tra i vari incarichi ricopre il ruolo di integrare strategie ESG nei portafogli di proprietà di Intesa Sanpaolo. In precedenza, tra il 2016 e il 2020, ha ricoperto il ruolo di Responsabile del desk Credit Portfolio Management in Finanza di Proprietà di UBI Banca dopo un'esperienza di circa 12 anni in ARCA SGR come gestore di portafogli Corporate Bond. Luca ha conseguito la laurea in Economia e Commercio presso l'Università LUISS Guido Carli di Roma nel 2000.



Fixed Income ESG

Guida a cura di



Con la collaborazione di



Global Asset Management
BlueBay Asset Management

CAPITOLO 1

INTEGRAZIONE DEI FATTORI ESG NEL PROCESSO DI INVESTIMENTO OBBLIGAZIONARIO

4

di Luca Soria

**Sette trend ESG che guidano l'agenda
degli investimenti**

12

**a cura di My-Linh Ngo, Head of ESG Investment, Portfolio Manager,
BlueBay**

CAPITOLO 2

GLI INVESTIMENTI TEMATICI O ESG “LABELLED” BOND

16

di Camilla Cotta Ramusino, CFA e Alessandro Parassina, CFA

CAPITOLO 3

IL MERCATO DEI CORPORATE GREEN BOND

22

di Camilla Cotta Ramusino, CFA

La centralità della sostenibilità sociale

30

CAPITOLO 4

SUSTAINABILITY-LINKED BOND: INIZIO DI UNA NUOVA ERA?

34

di **Alessandro Parassina, CFA**

CAPITOLO 5

RELAZIONE FRA FATTORI ESG E RISCHI DI CREDITO

50

di **Luca Soria**

CAPITOLO 6

DECARBONIZZAZIONE DI UN PORTAFOGLIO OBBLIGAZIONARIO

58

di **Luca Soria**

Una mappatura della transizione verso l'energia pulita

66

a cura di **Robert Lambert, Senior Corporate Analyst,
BlueBay Asset Management**

14 | **FIXED INCOME ESG**

Allegato ad AP ADVISOR PRIVATE n. 35
maggio-giugno 2022 (registrato presso il
Tribunale di Milano n. 302 del 23/10/2015)

REALIZZAZIONE:

a cura della redazione ADVISOR

DIRETTORE RESPONSABILE:

Francesco D'Arco

GRAPHIC DESIGNER:

Luca Baraggia

INFOGRAFICHE:

Salvatore Tomaselli

PROPRIETARIO ED EDITORE:

Open Financial Communication Srl

Via Savona, 1/B - 20144 Milano

NON VENDIBILE

CAPITOLO 1

INTEGRAZIONE DI FATTORI ESG NEL PROCESSO DI INVESTIMENTO OBBLIGAZIONARIO

di Luca Soria

L'integrazione di fattori ESG nei processi di investimento obbligazionario è molto recente e in continua evoluzione in linea con le dinamiche regolamentari e con la crescente domanda di soluzioni di investimento sostenibili. Se inizialmente il comparto azionario è stato considerato il mercato ideale per la diffusione di strategie ESG, negli ultimi anni la necessità di un dirottamento sempre maggiore di capitali verso pratiche sostenibili ha favorito l'introduzione di fattori ambientali sociali e governance anche nel mondo obbligazionario.

Gli ostacoli iniziali alla diffusione dell'investimento responsabile tra i titoli a reddito fisso erano legati alla copertura dei dati, alla relazione tra fattori ESG e performance dei titoli e all'attività di engagement con gli emittenti.

La maggiore trasparenza dei dati da parte delle società, le evidenze di legami tra metriche di credito tradizionali e fattori non finanziari e un crescente ruolo degli obbligazionisti nell'incidere nell'attività di dialogo

con società e paesi stanno gradualmente facilitando l'integrazione di strategie sostenibili tra i vari comparti obbligazionari.

Principali Strategie di Integrazione di fattori ESG

I principi di investimento responsabile definiti dalle Nazioni Unite per supportare gli investitori nella diffusione delle best practice sostenibili all'interno dei processi di investimento suggeriscono una serie di soluzioni che possono essere adottate anche dagli investitori del reddito fisso.

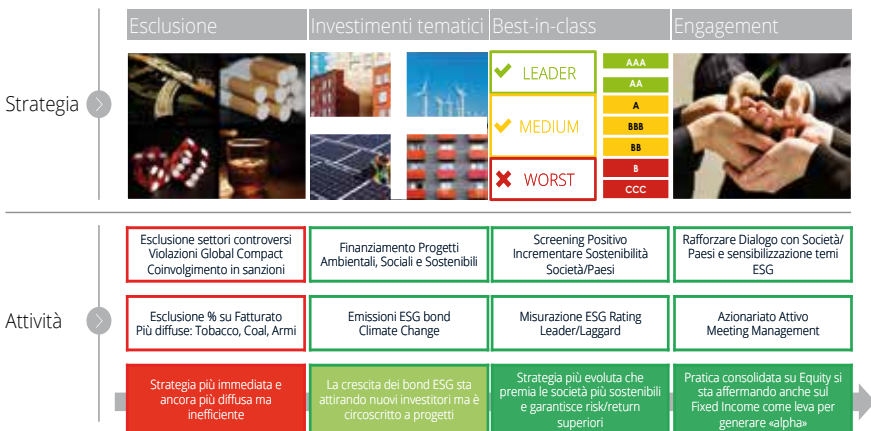
In sintesi, le strategie di integrazione di fattori ESG nel mondo obbligazionario possono essere suddivise in 4 categorie:

1. Esclusioni o screening negativo
2. Investimenti tematici o impatto
3. Approccio Best-in-class
4. Engagement

1. Esclusioni o screening negativo

Oltre a costituire il primo ad essere implementato, l'approccio per esclu-

Figura 1
Principali strategie di integrazione



Fonte: elaborazione interna Intesa Sanpaolo

sioni è indubbiamente la soluzione più immediata e di semplice applicazione. La strategia consiste nel rimuovere dall'investimento i titoli di società appartenenti a settori non considerati socialmente responsabili oppure i titoli di società o paesi che violano i principi definiti dalle Nazioni Unite in ambito ambientale, di diritti

umani, dei diritti dei lavoratori e di corruzione. La lista di settori considerati non socialmente responsabili è piuttosto ampia e comprende diverse categorie di business ma la scelta di esclusione dall'investimento è dettata prevalentemente dall'adeguamento ai codici etici aziendali. Le esclusioni

più diffuse comprendono i seguenti settori: armi, tabacco, carbone termico, giochi d'azzardo, intrattenimento per adulti, alcol.

In alcuni mandati più stringenti è prevista l'esclusione totalitaria dall'investimento se esiste una connessione con questi settori, in altri mandati più flessibili lo screening negativo viene applicato attraverso il principio della presenza significativa laddove l'esposizione (tipicamente misurata in proporzione al giro d'affari) superi una determinata percentuale.

L'approccio per esclusioni se da un lato consente rapidamente di posizionare gli investimenti in modo responsabile dall'altro penalizza la costruzione di portafogli in ottica di diversificazione limitando l'universo investibile di molti titoli presenti nei principali indici di mercato. Questa strategia preclude inoltre la possibilità agli investitori di dialogare attivamente con gli emittenti per incoraggiarli ad accelerare il cambiamento del business model verso un framework più sostenibile.

2. Investimenti tematici o ad impatto

Gli investimenti tematici rientrano nella sfera delle soluzioni che cercano di avere un impatto positivo sull'ambiente e sulla società in linea con i 17 obiettivi di sviluppo sostenibile definiti dall'Organizzazione delle Nazioni Unite. Gli obiettivi di sviluppo sostenibile mirano ad affrontare un'ampia gamma di questioni relative allo sviluppo economico e sociale che includono la povertà, la fame, il diritto alla salute e all'istruzione, l'accesso all'acqua e all'energia, il lavoro, la crescita economica inclusiva e sostenibile, il cambiamento climatico, la tutela dell'ambiente, l'urbanizzazione, l'uguaglianza sociale e di genere. Nel mondo obbligazionario tali investimenti, illustrati in modo più esauritivo all'interno del documento, si traducono in emissioni volte a finanziare specifici progetti in ambito ambientale e sociale (obbligazioni green e social) o a promuovere un cambiamento del framework sostenibile dell'emittente (obbligazioni sustainable).

Questa strategia ha il vantaggio di indirizzare risorse finanziarie verso espliciti target sociali o ambientali e al tempo stesso di misurare l'impatto e gli eventuali risultati raggiunti.

In un'ottica di portafoglio, però, anche questa strategia potrebbe avere dei riflessi sulla diversificazione degli investimenti in quanto gli emittenti che prediligono questi titoli in formato "ESG" sono spesso concentrati in pochi settori (Utility, Financials).

Ci potrebbe inoltre essere il rischio di pratiche di greenwashing laddove alcuni player cerchino di nascondere attraverso un collocamento di un'obbligazione green un business model aziendale non sostenibile nel suo complesso.

3. Approccio Best-in-class

Per far fronte ai limiti delle precedenti strategie un nuovo approccio sta prendendo sempre più piede nei processi di integrazione di fattori ESG nei mandati obbligazionari sulla falsa riga dell'esperienza vista sui mercati azionari. Tale approccio

consiste nel valutare gli emittenti in base al loro framework sostenibile inteso come capacità nel mitigare i rischi ambientali, sociali e di governance e nel trasformare questi rischi in opportunità di business prospettici. Esistono diversi provider di dati ESG che trasformano i vari fattori in uno score finale come sintesi del giudizio della società o del Paese in chiave sostenibile. Tale score viene utilizzato nella costruzione dei portafogli attraverso un processo di ottimizzazione che cerchi di massimizzare il ritorno dell'investimento e allo stesso modo di migliorare il profilo di sostenibilità dei titoli acquistati.

La definizione di best-in-class si riferisce alla selezione dei singoli emittenti considerati leader nell'impegno verso tematiche ESG all'interno del loro settore di appartenenza cercando di sovraperponderare i titoli di queste realtà a discapito dei titoli di realtà considerate laggard ossia meno impegnate o non attive rispetto ai temi legati alla sostenibilità. Questa strategia ha il vantaggio di ga-

rantire un profilo di efficienza elevato nella costruzione di un portafoglio in quanto non esclude categoricamente alcuni business e non si concentra solo su una tipologia di emissioni (green, social e sustainable).

Le limitazioni di questo approccio risiedono nella qualità del dato fornito e nella mancanza di standardizzazione fra le diverse metodologie di scoring applicate per la costruzione dei rating ESG.

Se nella qualità del dato rientrano considerazioni legate all'attendibilità della fonte, all'aggiornamento dei campi e alla copertura delle società presenti nell'universo dei vari indici di mercato, la mancanza di standardizzazione fa riferimento alle modalità di valutare il profilo sostenibile di società e paesi che non sempre è omogenea. In alcuni casi si osservano giudizi sui rischi ESG totalmente contrapposti che potrebbero creare confusione nella valutazione dell'emittente.

La rapida evoluzione di questi aspetti unita alla maggiore sofisticazione ri-

chiesta dagli investitori sta portando da un lato ad un consolidamento dei provider e dall'altro ad un intensificarsi di soluzioni proprietarie in cui i dati ESG vengono analizzati e trasformati in un proprio giudizio in base a criteri definiti internamente secondo le priorità attribuite ai rischi e opportunità dei fattori ambientali, sociali e di governance.

4. Engagement

L'engagement consiste nell'attività di confronto e dialogo tra investitori ed emittenti con la finalità di accompagnare le società e i paesi nel percorso di integrazione della sostenibilità all'interno dei rispettivi processi aziendali e istituzionali. L'efficacia del confronto risiede nel potere di influenzare il management ed indirizzare un cambiamento verso un percorso più responsabile e sostenibile. Questa strategia è tipica degli investitori azionari che attraverso il diritto di voto alle assemblee sono in grado di esercitare un peso significativo nelle scelte aziendali.

Tuttavia, anche gli obbligazionisti sono in grado di incoraggiare le realtà in cui investono o vorrebbero investire ad adottare pratiche più sostenibili attraverso il dialogo con il management come in occasione di investor roadshow per collocamento di nuovi titoli.

Rispetto alla strategia best-in-class che contempla la sovra esposizione su titoli di emittenti con elevato profilo sostenibile l'engagement si focalizza su titoli di realtà che non possiedono al momento un giudizio ESG elevato ma che hanno le potenzialità prospettiche per migliorarlo.

Conclusioni

Le 4 strategie sopra descritte rappresentano i principali approcci che gli investitori obbligazionari utilizzano per integrare i fattori ESG all'interno dei processi di investimento.

L'evoluzione regolamentare, la maggiore trasparenza dei dati e la consapevolezza che i rischi ESG hanno implicazioni sui rischi di credito degli emittenti stanno gradualmente con-

vincendo gli investitori a perseguire soluzioni più inclusive in grado di rafforzare e premiare iniziative positive. Per questo motivo le tradizionali policy di esclusione settoriale sono sempre meno restrittive e stanno lasciando spazio a strategie volte da un lato a finanziare specifiche iniziative ambientali o sociali e dall'altro a favorire entità leader nell'impegno ESG o che hanno le potenzialità per diventarlo.

**Negli ultimi anni la necessità
di un dirottamento
sempre maggiore di capitali
verso pratiche sostenibili
ha favorito l'introduzione
di fattori ambientali, sociali
e di governance anche
nel mondo del reddito fisso**

Sette trend ESG che guidano l'agenda degli investimenti

a cura di My-Linh Ngo, Head of ESG Investment, Portfolio Manager, BlueBay

La pandemia potrebbe aver rallentato la crescita globale, ma lo slancio degli investimenti ESG continua a guadagnare terreno, e il 2022 sarà senza dubbio un altro anno intenso. Abbiamo identificato sette macro-trend che prevediamo definiranno gli investimenti ESG quest'anno.

1. Climate change

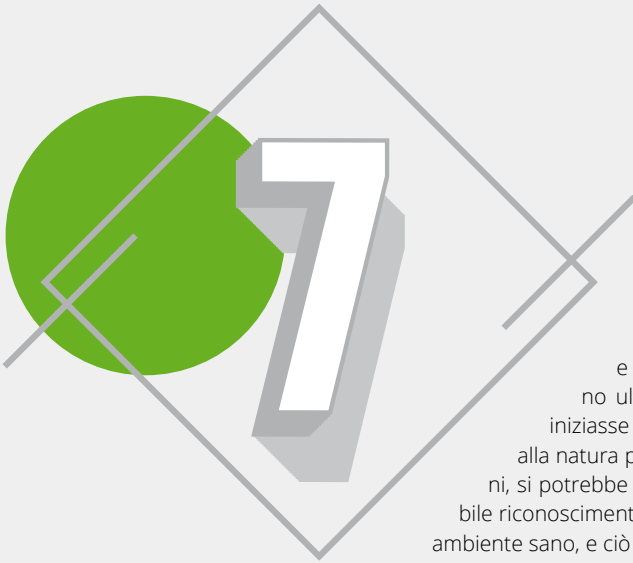
Oltre al maggiore controllo su aziende, investitori e governi affinché dimostrino i progressi nella riduzione delle emissioni, sta aumentando anche l'attenzione nei confronti della "corsa alla resilienza", che riconosce la necessità di adattarsi al cambiamento climatico. Tutti gli occhi saranno puntati sui leader mondiali, che si incontreranno di nuovo alla Conferenza sul clima delle Nazioni Unite COP27, a novembre in Egitto. Se faranno progressi su aspetti specifici come l'affrontare le emissioni "Scope 3", le emissioni di metano e il finanziamento per i Paesi in via di sviluppo, allora sarà possibile un passo avanti sulla strada dell'impegno della COP26 di "mantenere il limite di 1,5 gradi".

2. Capitale naturale e biodiversità

L'importanza del capitale naturale e della biodiversità aumenterà, con maggiore attenzione sugli ambienti marini (la cosiddetta "economia blu") e sugli ecosistemi terrestri, in particolare le foreste. Temi come il cambiamento dello sfruttamento del suolo legato ai beni alimentari e all'agricoltura, alle attività estrattive e alle infrastrutture saranno fondamentali, tanto quanto una maggiore enfasi su un approccio circolare alla produzione e al consumo. La seconda parte della COP15 sulla biodiversità avrà luogo ad aprile, con l'obiettivo di assicurare l'impegno dei governi per il "30x30": per la protezione del 30% delle terre e degli oceani entro il 2030.

3. Il capitale umano

Se si considera la "S" di ESG, il "sociale", i temi della forza lavoro includono il benessere e la resilienza, insieme alla diversità e all'inclusione. Riguardo a quest'ultima, ci aspettiamo di vedere un ampliamento del focus iniziale su genere ed etnia. La tendenza verso un modello economico più inclusivo e flessibile sarà mantenuta nel 2022, con la pandemia che ha permesso di sviluppare un pensiero creativo su come le aziende ingaggiano talenti e trattengono i loro dipendenti.



Più in generale, il lavoro e i diritti umani riceveranno ulteriore attenzione. Se si iniziasse a vedere un approccio alla natura più basato sui diritti umani, si potrebbe aprire la strada al possibile riconoscimento globale del diritto a un ambiente sano, e ciò potrebbe rappresentare un vero game changer in termini di partecipazione alla governance della terra e delle risorse e alla protezione dei popoli indigeni.

4. Governance

Aspettiamoci di vedere una maggiore richiesta di integrazione dei criteri ESG nelle pratiche retributive per generare maggiore responsabilità e progresso. Sempre più investitori azionari esprimeranno la loro opinione attraverso attività di voto per delega e richiederanno una reportistica più dettagliata, mentre gli obbligazionisti utilizzeranno le emissioni con etichetta ESG come trampolino di lancio per inquadrare le discussioni con il management su questioni ESG strategiche. La pandemia ha portato a un aumento dei controlli sulla qualità del management e ciò continuerà perché per gli investitori il cambiamento è il new normal e le aziende dovranno dimostrare agilità e resilienza.

5. Regolamenti e controversie

I regolamenti europei relativi alla finanza sostenibile impatteranno maggiormente sugli operatori di mercato e sugli emittenti. Accanto al rollout in corso del regolamento SFDR, sia la tassonomia verde sia le preferenze di sostenibilità MiFID si aggungeranno al mix. Ci aspettiamo che il lavoro sulla tassonomia sociale e il focus sui diritti umani progrediscano. L'Europa non sarà sola nei suoi sforzi, dato che il Regno Unito e altre giurisdizioni cercano di definire le loro prese di posizione sull' "evitare i danni" e sul "fare del bene" in termini di attività economiche e condotta. Con i dati ESG e i rating sempre più enfatizzati come base per le aziende che evidenziano le loro credenziali, la qualità, l'affidabilità e la comparabilità di questi provider sarà anch'essa sottoposta a maggior scrutinio.

6. Informative e reporting

La spinta per una maggiore trasparenza continuerà, dato che il reporting fornisce la lente attraverso la quale le organizzazioni possono essere ritenute responsabili dei loro sforzi per aiutare il mondo a raggiungere i 17 obiettivi di sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite. Sarà necessaria una serie di dati più ampia per coprire una vasta gamma di questioni di rischio, politiche, processi e indicatori relativi alle prestazioni.

Mentre il cambiamento climatico resterà la massima priorità, ci aspettiamo di vedere più dati relativi ai rischi connessi a natura e diritti umani. La rilevanza dei fattori ESG e il loro impatto saranno ulteriormente discussi, con concetti come la “doppia materialità” che probabilmente garantiranno un dibattito più ampio. Il volume dei dati crescerà, ma la quantità non garantisce la qualità: c'è ancora lavoro da fare per concordare standard contabili e di reporting ESG globali per promuovere la fiducia in ciò che viene divulgato. Terremo d'occhio gli sviluppi di organismi come l'International Sustainability Standards Board (ISSB).

7. Stewardship, collaborazioni e partnership

Mentre l'elusione e il disinvestimento come strategia possono avere un posto come parte di un approccio considerato e mirato, non è desiderabile o pratico disinvestire dall'intera economia. Ecco perché la stewardship attiva rimarrà in primo piano per la maggior parte degli investitori. La collaborazione e le partnership per allineare gli stakeholder con obiettivi condivisi saranno fondamentali quando si tratterà di affrontare i rischi ESG sistematici.

La comunità degli investitori deve affrontare delle sfide man mano che le questioni ESG diventano più complesse, con approcci diversi che emergono da diverse giurisdizioni. Gli scontri tra bias culturali, così come le diverse agende politiche ed economiche, non sono una buona ricetta per l'armonizzazione e la standardizzazione.

In definitiva, mentre c'è molto che possiamo - e dovremmo - fare per accelerare la transizione verso la sostenibilità, ci sono anche dei limiti. Il nostro successo dipende dalle azioni di altri attori chiave come governi, policymaker e settore privato.

Ma ci sono opportunità per quegli investitori che adottano un approccio ponderato, che integrano le considerazioni ESG nelle loro pratiche di investimento e collaborano con altri per sviluppare soluzioni.

La pandemia potrebbe aver rallentato la crescita globale, ma lo slancio degli investimenti ESG continua a guadagnare terreno, e il 2022 sarà senza dubbio un altro anno intenso

CAPITOLO 2

GLI INVESTIMENTI TEMATICI O ESG “LABELLED” BOND

**di Camilla Cotta Ramusino, CFA
e Alessandro Parassina, CFA**

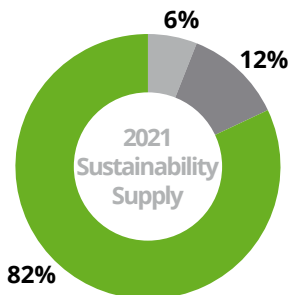
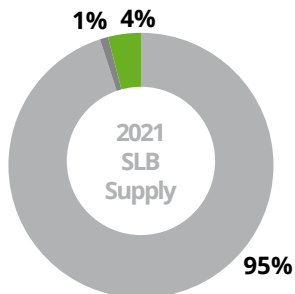
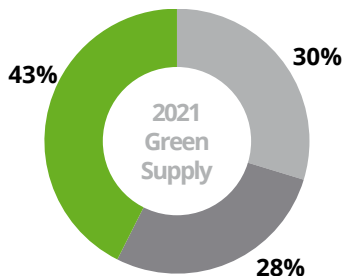
Trend nell'offerta ESG europea, 3 anni a confronto nel mercato obbligazionario

Il mercato obbligazionario ESG (Environmental, Social, and Governance) Europeo sta mostrando una crescita significativa, spinto sia dal lato dell'offerta sia da quello della domanda. La maggiore attenzione degli operatori del mercato verso le tematiche ambientali e sociali, unita agli interventi dell'Unione Europea nell'ambito del Green Deal, hanno creato le basi per uno sviluppo solido e duraturo per i prossimi anni dirigendo sempre di più la finanza verso il concetto di Sustainable Investing. Analizzando il lato dell'offerta è possibile notare come siano state approcciate tutte le tipologie di strumenti ESG ad oggi disponibili sul mercato, indipendentemente dalla tipologia di emittente - Corporate, Sovereign Supranational and Agency (SSA) o Istituzioni Finanziarie.

A distanza di qualche anno dalla comparsa di tali strumenti è possi-

bile osservare come alcune strutture siano preferite rispetto ad altre per le diverse categorie di emittenti. Come mostra la Figura 1, riferita alle nuove emissioni di bond in formato ESG dell'anno 2021, si nota come gli SSA si siano focalizzati principalmente su strumenti di tipo Social mentre le Corporate abbiano prediletto strumenti di tipo Green e Sustainability-Linked Bonds (SLB). Gli emittenti FIG, invece, hanno dovuto far fronte ai limiti regolamentari che non consentono l'eleggibilità di strumenti SLB ai fini MREL (i.e. passività regolate ai fini di resolution), elemento che al momento frena lo sviluppo di una completa gamma di offerta di strumenti ESG nel comparto. Al contrario, però, lascia ampio spazio di manovra sugli strumenti Social, dove le istituzioni finanziarie potrebbero trovare una corrispondenza naturale aprendo un nuovo canale di funding strutturale per finanziare l'economia reale. In termini di volumi, la supply di strumenti ESG in Europa è aumentata di

Figura 1
Emissioni ESG 2021 nel Mercato
Europeo - Breakdown per
Categoria di Emittente



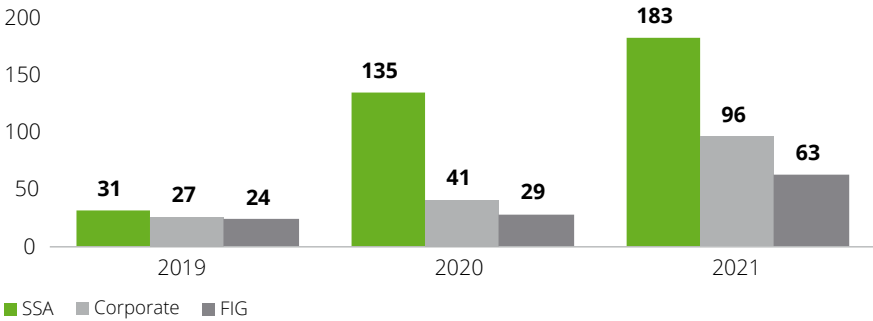
■ Corporate ■ FIG ■ SSA

Fonte: Bond Radar, 2022

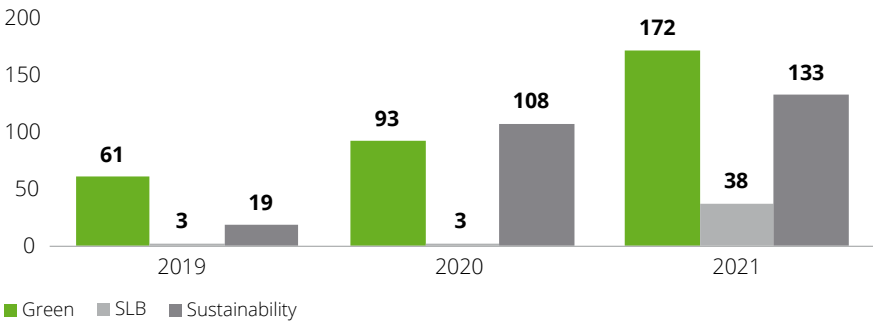
quattro volte in due anni passando da meno di 100 miliardi di euro di fine 2019 a quasi 350 miliardi di euro al termine del 2021. Come osservabile in Figura 2 il comparto SSA, in Europa, si dimostra il vero driver della crescita per volumi seguito dal comparto Corporate, che nel 2021 ha duplicato l'offerta grazie all'introduzione e all'affermazione del formato SLB come strumento di funding. Non facendo distinzioni in base alla categoria di emittente, il formato più utilizzato sul mercato dei capitali si conferma essere quello Green che beneficia di una domanda dedicata molto forte e di una "storia" maggiormente consolidata essendo stati i primi strumenti ad apparire sul mercato dei capitali già nel 2007 con la prima obbligazione emessa dalla European Investment Bank. Questo mercato è poi decollato a partire dal 2014, incrementando sempre di più la propria rilevanza, sostenuto principalmente da un framework e da un label efficace e altamente riconosciuto.

Figura 2
Evoluzione 2019-2021 della Nuova Offerta ESG

Nuove Emissioni Europee ESG per Tipologia di Emittente



Nuove Emissioni Europee ESG per Tipologia di Struttura



Fonte: Bond Radar, 2022; dati in miliardi di euro

Tipologie di strumenti

Per “labelled” bonds intendiamo tutte quelle obbligazioni che hanno in linea generale finalità ESG, o i cui proventi (use of proceeds) vengono impiegati per finanziare o rifinanziare particolari tipologie di progetti, a seconda della tipologia di “etichetta” assegnata allo strumento.

Nello specifico, le tipologie più conosciute di labelled bonds sono: green bond, social bond, sustainability bond e sustainability-linked bond.

I green bonds sono stati storicamente i primi a diffondersi, e attualmente rappresentano la fetta più grossa del mercato dei labelled instruments.

Al momento, ICMA (International Capital Markets Association) è l'istituzione che sviluppa i quadri normativi di riferimento, che permettono di categorizzare le obbligazioni labelled a seconda della destinazione dei proventi. Essi sono rappresentati da:

- Green Bond Principles (GBP),
- Social Bond Principles (SBP),
- Sustainability Bond Guidelines (SBG),

- Sustainability-Linked Bonds Principles (SLBP).

Tali insiemi di principi e linee guida sono stati creati per l'utilizzo da parte degli attori del mercato e sviluppati con lo scopo di fornire le informazioni necessarie per la raccolta del capitale destinato a progetti sostenibili. Il focus è posto sull'utilizzo dei proventi (use of proceeds): attraverso la comunicazione circa le modalità di utilizzo delle risorse raccolte, viene promossa la trasparenza e la divulgazione di informazioni, al fine di garantire una integrità del mercato di tali strumenti.

Da questi principi deriva la classificazione delle obbligazioni labelled che segue:

- Green bonds,
- Social bonds,
- Sustainability Bonds,
- Sustainability-Linked Bonds

I primi due si riferiscono a obbligazioni che prevedono un utilizzo dei proventi per fini ambientali e sociali, rispettivamente. Nel caso invece una obbligazione sia compatibile sia con

la categoria green bond, che social bond, essa verrà definita sustainability bond.

Inoltre, GBP e gli SBP sono linee guida procedurali e non vincolanti che raccomandano agli emittenti di seguire particolari procedure e informative trasparenti.

Una obbligazione, per essere Green/Social deve rispettare determinati criteri in termini di:

1. Utilizzo dei proventi;
2. Processo di valutazione e selezione del progetto;
3. Gestione dei proventi;
4. Attività di reporting.

Questo equivale a dire che solo certe tipologie di progetti, che apportano benefici sociali o ambientali, possono essere finanziati mediante questo tipo di strumenti, ma non solo. Infatti, come la stessa ICMA precisa, gli emittenti di Green/Social bond devono comunicare con chiarezza agli investitori gli obiettivi ambientali/sociali, e i procedimenti tramite i quali l'emittente seleziona i progetti da finanziare. Infine, gli emittenti saranno tenuti

a elaborare e mantenere aggiornate le informazioni riguardanti l'uso dei proventi annualmente, in modo da permettere agli obbligazionisti di esercitare attività di controllo.

Per quanto concerne invece i Sustainability bond, essi non sono altro che obbligazioni le quali presentano sia le caratteristiche di Green, che di Social bond.

Infine, venendo a definire brevemente l'ultima categoria di strumenti labelled indicata sopra, per Sustainability-Linked Bond si intende qualsiasi obbligazione per la quale le caratteristiche finanziarie e/o strutturali possono variare a seconda che l'emittente raggiunga o meno degli obiettivi ESG/sostenibili predefiniti.

CAPITOLO 3

IL MERCATO DEI CORPORATE GREEN BOND

di Camilla Cotta Ramusino, CFA

Per elaborare una definizione di green bond è necessario partire dalla documentazione di riferimento, la quale è costituita dai Green Bond Principles (GBP).

La pietra angolare di un green bond è l'utilizzo dei proventi per gli Eligible Green Projects, che vanno accuratamente descritti nella documentazione legale dello strumento.

Vi sono una serie di categorie di Eligible Green Projects, di cui ICMA fornisce un elenco, sebbene sia specificato che tale elenco non voglia in alcun modo essere esaustivo:

- Energie rinnovabili,
- Efficienza energetica,
- Controllo e prevenzione dell'inquinamento,
- Gestione delle risorse naturali e dell'utilizzo della terra che sia sostenibile a livello ambientale,
- Preservazione della biodiversità,
- Clean transportation,
- Utilizzo e gestione sostenibile delle acque,
- Adattamento al cambiamento climatico,

- Economia circolare,
- Green buildings.

Attualmente, il mercato in euro delle obbligazioni green corporate che abbiano un ammontare outstanding di almeno 500 milioni di euro ha raggiunto la quota dei 160 miliardi di euro di nozionale e vede una distribuzione settoriale a favore prevalentemente di banche e utilities.

La Tabella 1 mostra i nozionali outstanding in euro di tutte le emissioni green in euro con un nozionale maggiore di 500 milioni.

Da una analisi delle emissioni che presentano le caratteristiche indicate sopra, si evince inoltre un'altra importante considerazione in merito allo sviluppo e alla crescita del mercato per questa particolare tipologia di strumenti. Il 76% delle obbligazioni analizzate è stata emessa dal 2019 in poi, in concomitanza con lo sviluppo e il perfezionamento della regolamentazione europea in merito alla finanza sostenibile (vedi Tabella 2).

Tabella 1**Nozionale outstanding di corporate green bond per settore**

Sector	Nozionale outstanding (EUR)	Percentuale su totale
Utilities	38,06%	38,06%
Banks	27,35%	27,35%
Industrial	7,97%	7,97%
REITS	6,49%	6,49%
Consumer, Cyclical	2,40%	2,40%
Communications	3,65%	3,65%
Insurance	4,08%	4,08%
Real Estate	2,40%	2,40%
Diversified Finan Serv	1,20%	1,20%
Technology	1,20%	1,20%
Basic Materials	1,72%	1,72%
Consumer, Non-cyclical	2,71%	2,71%
Energy	0,77%	0,77%

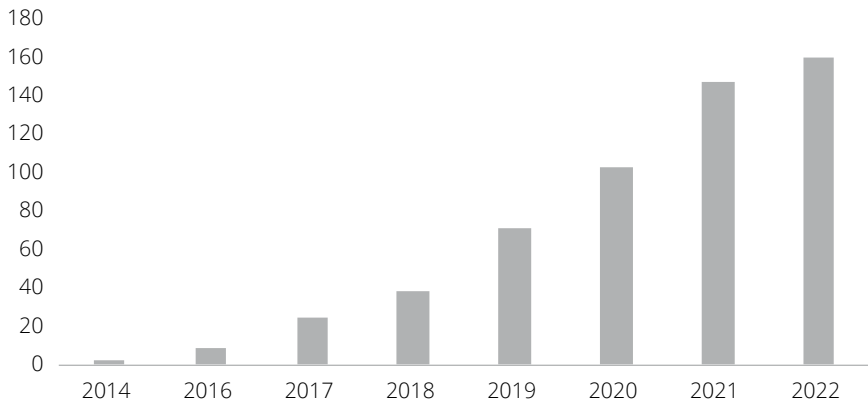
Fonte: Bloomberg, elaborazione personale dei dati (dati al 22/2/2022)

Tabella 2**Nozionale di green bond emesso per anno**

Anno di emissione	Nozionale emesso	Percentuale su totale
2014	2.824.506.980,92	2%
2016	5.741.790.500,00	4%
2017	16.463.187.000,00	10%
2018	13.669.607.500,00	9%
2019	32.957.755.500,00	21%
2020	31.681.382.998,71	20%
2021	43.756.291.727,00	27%
2022	12.719.275.000,00	8%

Fonte: Bloomberg, elaborazione personale dei dati (dati al 22/2/2022)

Figura 1
Nozionale di green bond outstanding per anno



Fonte: Bloomberg, elaborazione personale dei dati (dati al 22/2/2022 in miliardi di euro)

La Figura 1 mostra nello specifico il nozionale di green bond outstanding in ogni particolare anno. Tale grafico mostra che il mercato di green bond è cresciuto a un CAGR del 78% circa dall'anno in cui è emersa la prima obbligazione corporate green ad oggi.

Possibili evoluzioni future: **European Green Bond Standard**

Nel mese di Dicembre 2019, la Commissione Europea ha presentato il c.d. European Green Deal (EU Green Deal), ovvero un piano di azione da intraprendere per rendere l'economia europea sostenibile.

Il Green Deal europeo concretizza l'impegno da parte della Commissione Europea nel contrastare le sfide legate alla protezione dell'ambiente, ed evidenzia il ruolo che il settore privato può giocare nel finanziamento della green transition.

Attualmente, non esiste uno standard uniforme in termini di green bond all'interno dell'Unione Europea, ma esiste solamente lo standard volontario proposto da ICMA, il quale però non è in nessun modo connesso alla Tassonomia, ma propone semplicemente una serie di attività classificabili come eligible al

fine di ottenere l'etichetta "green". Il GBS europeo sarà a base volontaria e il suo obiettivo sarà quello di rappresentare un "gold standard" per i green bond. L'utilizzo di uno standard unico all'interno dell'Unione Europea ha infatti lo scopo di permettere a compagnie ed enti pubblici di ottenere più facilmente finanziamenti per progetti climate/environmentally-friendly.

Lo standard sarà però inclusivo in quanto aperto sia agli emittenti europei, che non, e potrà essere adottato da società, istituzioni finanziarie, emittenti sovrani o emittenti di covered bonds e ABS.

L'allineamento alla EU Taxonomy Regulation è una caratteristica chiave del GBS: lo stesso richiederà infatti che gli emittenti impieghino il 100% dei fondi ricevuti tramite i bond in attività che rispettano i requisiti indicati nella Taxonomy Regulation. In questo modo l'UE si propone di fornire supporto agli emittenti durante la fase di transizione verso una economia low-carbon e faciliterà la di-

sponibilità di risorse finanziarie per i progetti c.d. Taxonomy-aligned (ovvero che rispettano la Tassonomia europea).

Uno dei tratti salienti del GBS europeo, che lo differenzia dal Green Bond Principles (GBP) proposto da ICMA, è che il primo richiederà una verifica esterna per assicurare che i progetti finanziati siano effettivamente allineati alla Tassonomia (ICMA raccomanda che vi sia una external review, ma non vi è alcun obbligo). La regolamentazione GBS definirà quindi i requisiti per le società che opereranno come controllori esterni per i bond che utilizzeranno questo nuovo standard. La figura del controllore esterno (external verifier) sarà cruciale per il mantenimento dell'integrità del green bond market. Il ruolo di supervisore a questo proposito sarà assegnato all'ESMA (European Securities and Markets Authority).

Esisterà infine un meccanismo di grandfathering in caso di cambiamenti nei criteri tecnici inclusi nella

Tassonomia (che ha tra le caratteristiche quella di essere una regolamentazione in continua evoluzione). Questo meccanismo ha quindi lo scopo di permettere agli emittenti di adattarsi in modo agevole in caso di cambiamenti nei criteri con cui le attività sostenibili sono determinate dopo l'emissione di un green bond. La necessità di uno standard unico europeo per i green bonds deriva dal fatto che questi strumenti aiutano a finanziare investimenti climate-friendly ma, nonostante la recente crescita del mercato per questa tipologia di strumenti, esso soffre ancora di una mancanza di chiarezza intorno alla definizione di cosa sia un progetto green. La Commissione Europea sottolinea poi come ci sia ancora insufficiente standardizzazione, trasparenza e supervisione dei revisori esterni, che fornisca sicurezza all'emittente e all'investitore circa la "greenness" del loro investimento. Il nuovo standard Europeo sui green bonds mira proprio a ovviare a

questa problematica, richiedendo un allineamento al Paris Agreement (2015) e alla Tassonomia, e creando un sistema per registrare e supervisionare i revisori esterni.

Rischi insiti nell'investimento green

Un modo per comprendere maggiormente i potenziali rischi insiti in un investimento green potrebbe essere quello di mettere a confronto due indici di corporate bonds, comparando dunque un indice composto esclusivamente da emissioni green con un indice di obbligazioni societarie tradizionali.

Di seguito confronteremo quindi l'indice Bloomberg MSCI Euro Corporate Green Bond 5% Capped Index (indice Bloomberg costituito da emissioni totalmente green, rappresentativo del mercato obbligazionario societario europeo, costruito in modo tale che nessuna emissione pesi più del 5% dell'indice stesso) con l'indice Bloomberg Euro Aggregate Corporates Index, un indice ap-

Tabella 3**Confronto tra indice corporate green e non green, composizione settoriale**

	Indice Green	Indice Non Green	Delta %
Banks	42,62%	28,05%	14,57%
Basic Materials	0,84%	2,83%	-1,98%
Closed-end Funds	0,00%	0,02%	-0,02%
Communications	0,47%	7,45%	-6,99%
Consumer, Cyclical	2,70%	8,48%	-5,78%
Consumer, Non-cyclical	0,70%	16,98%	-16,27%
Diversified	0,00%	0,08%	-0,08%
Diversified Finan Serv	2,33%	1,67%	0,65%
Energy	1,41%	4,78%	-3,37%
Industrial	1,71%	6,55%	-4,84%
Insurance	3,54%	5,04%	-1,50%
Investment Companies	0,33%	0,74%	-0,41%
Private Equity	0,00%	0,30%	-0,30%
Real Estate	10,44%	3,61%	6,84%
REITS	8,23%	3,40%	4,83%
Savings&Loans	0,00%	0,25%	-0,25%
Technology	0,00%	2,49%	-2,49%
Utilities	24,67%	7,26%	17,42%
	100,00%	100,00%	

Fonte: Bloomberg, elaborazione personale dei dati (dati al 22/2/2022)

punto rappresentativo del mercato corporate europeo tradizionale.

I due indici presentano delle duration simili, intorno ai 4,9 anni, ma si differenziano per il numero di componenti - 243 emissioni circa nel caso dell'indice green, contro 3.394 emissioni per l'indice tradizionale - e ancor più, per la composizione settoriale, come si vede dalla Tabella 3.

La Tabella 3 mostra infatti come investire in un indice green porti a un forte sovrappeso di due settori in particolare, quello delle utilities (+17,4% sovrappeso), e quello delle banche (+14,6% sovrappeso); mentre implica un forte sottopeso di titoli appartenenti a settori non ciclici (pharmaceutical, healthcare, beverages, agriculture, cosmetics..).

Si può dunque concludere che il principale rischio implicito in un investimento in green bond non è tanto legato a una differente esposizione complessiva al rischio tasso di interesse (i due indici presentano infatti duration simili), quanto a una

maggior rischio di concentrazione, sia settoriale, che in termini di numero di emissioni, nel caso dell'investimento green.

L'indice di emissioni green presenta infatti un numero marcatamente inferiore di emissioni, che permettono una minor diversificazione. Tale minor diversificazione può esporre l'investitore green a un maggior rischio idiosincratco, specifico cioè dell'emittente. Inoltre, e soprattutto, investire in un indice green implica un forte sovrappeso settoriale su titoli bancari e legati al settore delle utilities, a fronte di una quasi assenza di titoli appartenenti a settori non ciclici.

La centralità della sostenibilità sociale

Diritti umani, stewardship e lotta alle disuguaglianze. Sono solo alcune delle tematiche della "S" di ESG, che la pandemia ha riportato in cima all'agenda di governi, cittadini e investitori. Abbiamo approfondito il tema insieme a **My-Linh Ngo**, Head of ESG Investing & Portfolio Manager, **BlueBay**.

Può spiegarmi, dal suo punto di vista, l'attuale area di stewardship dei diritti umani?

È stato uno sviluppo importante e necessario a cui stiamo assistendo in termini di diritti umani e questioni sociali, più in generale, che vengono messi su un piano più equo con questioni come il cambiamento climatico. Entrambi sono interconnessi e interdipendenti - assicurare una buona qualità della vita richiede sia sostenibilità ambientale che sostenibilità sociale. Gli obiettivi globali (i cosiddetti SDG delle Nazioni Unite) non possono essere raggiunti se non vengono affrontati entrambi. Come abbiamo visto con il cambiamento climatico, la transizione a basse emissioni di carbonio non può avvenire senza una transizione giusta per i lavoratori, le comunità, i consumatori e i cittadini. Inoltre, l'inquadramento della stewardship è importante nell'elevare la necessità di affrontare i diritti umani e le questioni sociali a un livello più sistematico, data la natura strutturale della questione, segnalando la necessità di bilanciare gli sforzi di impegno a livello aziendale con l'aspetto politico e normativo, se vogliamo vedere un vero progresso sostenibile.

In che modo la pandemia ha cambiato il ruolo della stewardship in questo ambito?

La pandemia ha certamente riportato la "S" di ESG nell'agenda di tutti, investitori compresi. In primo luogo, ha messo a fuoco la necessità di garantire la salute e il benessere - dei lavoratori, dei fornitori, dei clienti e delle comunità. Le aziende che adottano un approccio progressivo, inclusivo e responsabile nella gestione delle loro persone hanno maggiori probabilità di avere una maggiore resilienza di fronte alla crisi. Anche se non è chiaro fino a che punto i nuovi modi di lavorare e di operare rimarranno attivi, senza dubbio alcuni saranno permanenti, per esempio le aspettative di modalità di lavoro più flessibili. Un tale cambiamento non è necessariamente negativo - si aprono cioè maggiori opportunità per i datori di lavoro di attingere da un pool di talenti più ampio e diversificato; mentre per il dipendente, si profila il potenziale per un migliore equilibrio tra lavoro e vita privata.

La pandemia ha anche messo in luce alcune delle disuguaglianze nell'accesso alla sanità e non solo, che persistono nella società. Ha avuto un impatto sproporzionato su molti che già affrontano lo svantaggio e la discriminazione a causa di circostanze come l'accesso all'i-



struzione, all'alloggio o al lavoro. Anche la risposta dei Paesi ad alto reddito al lancio del vaccino anti-COVID ha mostrato non solo ineguaglianza, ma anche una mancanza di comprensione di come ciò minacci una rapida ripresa economica globale per tutti. Il mondo non riuscirà a sconfiggere la pandemia finché le vaccinazioni non saranno abbondabili e ampiamente accessibili a tutti.

Quali pensa che saranno i grandi temi in quest'area (diritti umani, stewardship) nel 2022? Vede altri grandi temi nel lato "sociale" degli ESG nel 2022? C'è altro che vorrebbe aggiungere?

Mi vengono in mente alcuni temi sociali, in nessun ordine particolare. La maggior parte di essi non è nuova: vedremo piuttosto una continuazione dell'attenzione su di essi, e/o una maggiore priorità loro conferita.

- **Relazioni e pratiche di lavoro (lavoratori e fornitori):** la pandemia ha esposto le debolezze critiche della supply chain, in particolare tra i fornitori con pratiche di salute e sicurezza deboli e relazioni sindacali scadenti. Per quanto riguarda i dipendenti, il lavoro più flessibile è diventato la norma, e oltre ai vantaggi, comporta la sfida di mantenere una cultura coerente e una connessione sufficiente tra i dipendenti per garantire impegno e lealtà.
- **Cyber security:** la continua tendenza alla digitalizzazione significa che le violazioni informatiche sono più comuni, complesse e gravi. La pandemia ha costretto più persone a essere online. Gli aspetti dei diritti umani in un mondo sempre più digitalizzato vanno dalle disruption di internet che negano alle persone l'accesso alle informazioni critiche, al lavoro e alla possibilità di esprimersi, all'hacking governativo che viola la privacy e alle potenziali violazioni della libertà di stampa.
- **'Giusta transizione':** può sembrare strano menzionare il cambiamento climatico quan-

do si parla di temi sociali, ma in realtà non dovrebbe essere così sorprendente. La transizione non può avvenire senza una transizione giusta per i lavoratori, le comunità, i consumatori e i cittadini. La scala e l'urgenza del cambiamento richiedono una dimensione sociale attiva che, se affrontati, aiuteranno a ridurre il rischio sistemico, a valorizzare il capitale umano, a ridurre le disuguaglianze e a costruire comunità più resilienti. L'espressione 'Just Zero' potrebbe iniziare a guadagnare popolarità insieme a quella 'Net Zero'.

- **Diritti ambientali:** a marzo 2021 una nuova risoluzione ONU è stata adottata da oltre 150 Paesi, riconoscendo una qualche forma di diritto a un ambiente sano negli accordi internazionali o nelle loro costituzioni nazionali, nella legislazione o nelle politiche. Si tratta di un passo avanti verso un possibile riconoscimento globale del diritto a un ambiente sano, e ciò potrebbe cambiare le carte in tavola in termini di maggiore credibilità degli sforzi per promuovere la partecipazione alla gestione della terra e delle risorse, la protezione delle popolazioni indigene, o di coloro che sono impegnati in attività di protezione ambientale.
- **Risultati sociali positivi:** investitori e società vogliono incanalare proattivamente il capitale verso soluzioni che determinano impatti positivi, per persone e pianeta. Mentre l'Europa si è inizialmente concentrata sullo sviluppo di una tassonomia per le attività economiche green, successivamente ha iniziato gli sforzi per una tassonomia sociale. Anche all'interno della tassonomia green, la Commissione ha riconosciuto che questo non può essere raggiunto a scapito della dimensione sociale, che deve essere salvaguardata. Questo dovrebbe portare a una domanda crescente di soluzioni di investimento che mirano a risultati sociali positivi oltre che ambientali, come quella lanciata da BlueBay nel maggio 2021, il BlueBay Impact-Aligned Bond Fund.
- **Domanda di dati "S":** con una maggiore enfasi sulla "S", inizieremo a vedere richieste di informazioni più affidabili, comparabili e tempestive su una serie di questioni sociali che siano ampiamente disponibili, per consentire una migliore identificazione e valutazione dei rischi e delle opportunità.

**La pandemia ha riportato
la "S" di ESG nell'agenda
di tutti, investitori compresi,
mettendo a fuoco innanzitutto
la necessità di garantire
la salute e il benessere
dei lavoratori, dei fornitori,
dei clienti e delle comunità**

CAPITOLO 4

SUSTAINABILITY-LINKED BOND: INIZIO DI UNA NUOVA ERA?

di Alessandro Parassina, CFA

Inizio di una nuova era: i Sustainability-Linked Bonds (SLB) sostituiranno gli investimenti convenzionali?

Per rispondere a questa domanda è necessario approfondire, spiegare e capire le strutture SLB nonché la loro origine, diffusione e il sistema documentale che ne è alla base. In generale si tratta di strumenti volti a rafforzare l'impegno di tutti gli operatori di mercato, siano essi emittenti o investitori in titoli di reddito fisso, verso le tematiche Environmental, Social, and Governance (ESG). Come tali, sempre più, queste strutture verranno impiegate per dare un senso tangibile delle intenzioni e delle ambizioni degli emittenti verso le politiche ESG interne sottoponendole al test più rigoroso possibile ossia il giudizio del mercato dei capitali. Queste strutture sono, sicuramente, ancora agli inizi del loro percorso di sviluppo ma osservando la rapida diffusione e i volumi in crescita che hanno avuto fino ad oggi, sembrano destinate a rappresentare la percentuale più ri-

levante tra le diverse strutture ESG utilizzate, almeno nel mercato obbligazionario. L'importanza, quindi, del comprendere i principi alla base di questi nuovi strumenti è fondamentale per capire la direzione del mercato e la tendenza verso strutture che saranno alla base dei prodotti di futura generazione in molti mercati.

Definizione, caratteristiche e finalità della struttura

I Sustainability-Linked Bonds (SLB) sono strumenti utilizzati per finanziare scopi societari generici e che, allo stesso tempo, si inseriscono nella più ampia strategia di sostenibilità a medio-lungo termine della società. L'emittente di un SLB, infatti, "lega" il proprio costo del debito al raggiungimento di espliciti e predeterminati obiettivi di sostenibilità. A differenza dei Green Bonds, dei Social Bonds e dei Sustainable Bonds, che necessitano di definire ed individuare progetti specifici a cui saranno destinate le risorse raccolte sul mercato, gli SLB necessitano di un documento

quadro, pubblicamente consultabile, chiamato Sustainability-Linked Bond Framework plasmato dal piano di sostenibilità della società. In questo documento la società spiega la propria strategia sostenibile, individua gli UN Sustainable Development Goals (SDGs) più rilevanti a cui dichiara di contribuire, individua gli indicatori (Key Performance Indicators o, più comunemente, KPIs) più rilevanti da un punto di vista di business e delinea il piano d'azione che intraprenderà per raggiungere degli obiettivi di sostenibilità (Sustainability Performance Targets o SPTs) definiti.

Ovviamente, i framework presenteranno una struttura e delle caratteristiche diverse a seconda del settore di appartenenza della società e della strategia che essa vuole perseguire (riduzione della CO2, aumento della diversity, riduzione del gender gap, circular economy), ma tutti sono redatti in base ai principi teorizzati dalla International Capital Market Association (ICMA). Nell'individuazione dei KPIs da inse-

rire nel framework, le società tengono conto della rilevanza intrinseca degli stessi rispetto al proprio core business, nonché degli impegni e degli obiettivi che la stessa dichiara in altri documenti non finanziari come il piano strategico o il report di sostenibilità rifacendosi, per quanto possibile, a tassonomie ufficiali o accordi internazionali sul clima (EU Taxonomy Regulation, accordo sul clima di Parigi). I KPIs presenti nel framework dovranno essere rilevanti, misurabili e verificabili e andranno modulati all'interno del singolo strumento finanziario sotto forma di Sustainability Performance Targets. Gli SPTs dovranno essere ambiziosi e rappresentare un materiale miglioramento oltre la traiettoria "business as usual" della società. I driver principali nell'inclusione o esclusione di un SPTs sono molto spesso legati alla maturity dello strumento stesso e alla tempistica con cui la società pensa di raggiungere tali obiettivi nonché alla sensibilità contingente del mercato verso alcune tematiche. Ad

esempio, su scadenze più brevi possono essere previsti dei target intermedi (la traiettoria dovrà comunque essere inclusa nel framework e, per quanto possibile, riconducibile al più ampio piano di sostenibilità dell'emittente già pubblicato in precedenza) e alcuni SPTs potranno essere esclusi dal term sheet del bond in quanto non necessariamente coerenti con l'orizzonte temporale dello strumento finanziario e con l'appetito, per determinate politiche, degli investitori. Ogni società ha facoltà di definire i propri obiettivi scegliendo come anno di riferimento (o baseline) un periodo qualsiasi rendendo la comparazione dell'ambiziosità dei diversi framework più onerosa e non omogenea anche all'interno dello stesso settore. Per agevolare gli investitori è previsto che una terza parte si occupi di controllare la bontà degli obiettivi fornendo un parere sul framework e sull'allineamento con i principi ICMA. Tutte queste informazioni sono presenti in un documento di circa 15-20 pagine, a seconda della complessità,

che analizza e opina il framework stesso prodotto dalla società fornendo un giudizio sulla solidità dei KPIs presenti e sul grado di ambiziosità degli SPTs.

A differenza dei bond convenzionali le strutture SLB prevedono un disincentivo in caso di non raggiungimento degli obiettivi prefissati nel tempo previsto sotto forma di step up sul coupon dell'obbligazione o come add on premium sul nozionale a scadenza. Il meccanismo di step up è sicuramente il più utilizzato e apprezzato e consente di analizzare il commitment verso gli obiettivi di sostenibilità dichiarati. È quindi prevista una test date prima della scadenza del bond in cui un provider esterno verificherà il rispetto degli SPTs e quindi l'eventuale step up dal successivo periodo di interessi fino alla scadenza. È inoltre raccomandato dai Sustainability-Linked Bond Principles (redatti da ICMA) che le società diano comunicazione almeno annua sullo stato del raggiungimento dell'obiettivo prefissato. Questa condizione viene

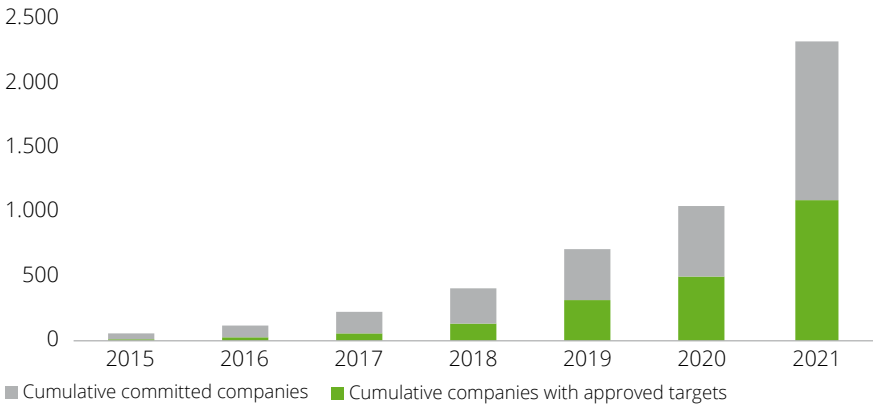
generalmente soddisfatta attraverso il report di sostenibilità annuale dell'emittente (che comunque nella maggior parte dei casi viene auditato da un revisore esterno).

KPIs e Science Based Targets Initiative (SBTi)

I KPIs scelti dalle società possono essere i più svariati ma sicuramente i più ricorrenti sono quelli riferibili alla riduzione delle emissioni di CO₂; queste vengono classificate dal GHG Protocol secondo tre differenti perimetri: Scope 1, 2, e 3. Le emissioni di tipo Scope 1 e 2 sono quelle direttamente generate dalla società nell'esercizio delle proprie attività e indirettamente derivanti dalla generazione di energia acquistata. Le emissioni di tipo Scope 3 si riferiscono invece a tutte quelle emissioni indirette della value chain della società - ad esempio quelle legate ai fornitori o clienti. Quest'ultimo tipo è sicuramente il più difficile da controllare e gestire. Si pensi ad esempio ai gestori del traffico aereo o autostra-

dale le cui emissioni indirette hanno, strutturalmente, un peso preponderante sul totale. Ciononostante, lo Scope 3 è anche il perimetro sul quale il mercato sta richiedendo alle società i maggiori sforzi per diminuire la portata dell'impatto ambientale provocato dalle proprie operazioni. A questo proposito, e con lo scopo di rafforzare il significato e l'impatto che gli strumenti SLB possono avere, è nato un nuovo standard: Science Based Targets Initiative (SBTi). Tale iniziativa nasce da una partnership tra CDP, United Nation Global Compact, World Resources Institute (WRI) e il World Wide Fund for Nature (WWF) con lo scopo di insignire di tale riconoscimento le società con un commitment in linea con l'obiettivo prefissato dall'accordo di Parigi (ossia di limitare il riscaldamento medio globale sotto i 2°C e preferibilmente allineato a 1,5°C). La validazione della propria traiettoria di decarbonizzazione da parte di SBTi dà la certezza che i target dichiarati dalla società siano "basati sulla scienza",

Figura 1

Evoluzione delle Società aderenti al Progetto SBT

Fonte: Science Based Targets initiative (SBTi), 2022

aiutando così gli investitori a capire, comparare e categorizzare meglio i diversi framework. Questo modello sta diventando sempre più diffuso e apprezzato visto che, tra l'altro, non tiene in considerazione le emissioni evitate e prevede che non possa essere accordato, per il momento, a qualunque settore. Recentemente, infatti, l'iniziativa ha aggiornato le proprie guidelines per il settore Oil & Gas, dichiarando che d'ora in avanti non rilascerà più la certificazione alle società operanti in tale settore. In aggiunta, è previsto che le aziende con più del 40% di emissioni Scope 3 debbano avere un target a sé stante

su questo tipo di emissioni per poter ricevere la certificazione. Tale inasprimento risulta essere molto apprezzato da tutti gli stakeholders, i quali riescono quindi a valutare con più efficacia gli investimenti science-based. Vista la rilevanza e utilità di tale "certificazione", si ritiene che questa possa diventare lo standard per tutte le strutture SLB, consentendo al comparto di fare un ulteriore passo verso una finanza di maggiore impatto ambientale. Come riportato nella Figura 1, le società che hanno deciso di adottare questo standard sono oltre duemila di cui circa la metà con target già approvati.

Esempi e confronti di alcune strutture SLB presenti sul mercato

Per chiarire meglio come le aziende stiano cercando di contribuire alle tematiche ESG, attraverso strumenti finanziari, è necessario fornire qualche esempio di strutture già presenti e approvate dal mercato. Come evidenziato in precedenza, si può notare che il grado di libertà con il quale le aziende selezionano i loro target è abbastanza ampio. Dagli esempi nella Tabella 1 si nota come i KPIs selezionati siano normalmente due e come gli emittenti cerchino sempre più di presentare agli investitori strumenti dotati di certificazione SBTi. Generalmente, le strutture prevedono un obiettivo legato alla riduzione della CO₂ (Scope 1 e 2) spesso abbinato a target inerenti alla circular economy o alla riduzione delle emissioni di tipo Scope 3. Come riportato nella Tabella 1, Kerry Group e Hera SPA hanno integrato come secondo target un obiettivo legato al riciclo di materiali/ riduzione degli scarti, mentre H&M

ha inserito un terzo target legandolo alle emissioni Scope 3. Come definito in precedenza, i KPIs modulati in SPTs devono avere coerenza temporale con la durata del bond; perciò, alcune strutture prevedono degli step up per uno o più periodi. In generale, il livello cumulato sulla vita del titolo degli step up che si osserva, ad oggi, sul mercato è nell'ordine dei 50-100bps e può scattare anche parzialmente se almeno una condizione è stata raggiunta. Tale valore evidenzia la contenuta penalizzazione per un emittente in caso di non raggiungimento del target prefissato. Risulta però, altrettanto evidente, che lo step up è solo una parte della penalizzazione dato che il danno reputazionale e di immagine implicito è difficile da quantificare e rappresenta forse il più forte deterrente verso la rottura dei target auto imposti. Negli esempi riportati alcune società hanno individuato come anno di riferimento per i propri KPIs il 2017 (ma non c'è un'armonizzazione a riguardo), potendo così fornire un'evidenza del cammino

intrapreso verso i target selezionati. Talvolta la soggettività nella scelta dell'anno di confronto pone dei quesiti circa la reale ambizione dei target. Infatti, la maggiore accusa che viene fatta a queste strutture è che, nel caso in cui l'anno di riferimento venga fissato troppo indietro nel tempo, una parte rilevante dell'obiettivo sia già stata raggiunta. Sebbene sia una critica legittima questo approccio non tiene conto del vero obiettivo di questi strumenti, ossia la traiettoria di miglioramento che deve essere duratura e non perseguita solamente in un dato intervallo temporale. In aggiunta, la verifica, svolta da una terza parte esterna e indipendente, sulla materialità e ambiziosità degli obiettivi fornisce un importante elemento nell'analisi di questi strumenti. Come dimostra la selezione di questi casi reali, al momento la concentrazione è sulla prima lettera del concetto di "Environmental, Social, and Governance", ovvero l'ambiente e ad oggi, poco è ancora emerso in termini Social e di Governance. La

principale motivazione della scarsa proliferazione di KPIs inerenti questi aspetti è da ricercarsi principalmente nella spinta data a questi strumenti dalla Banca Centrale Europea (BCE). I primi KPIs-linked bond sono da ricercarsi nel recente passato e specificatamente nel 2019 quando ENEL inaugurò il prodotto. Solamente nel 2021, però, il mercato degli SLB ha raggiunto volumi record grazie proprio al ruolo svolto dalla BCE. Inizialmente, infatti, questi strumenti non erano eleggibili per i programmi di acquisto (Corporate Sector Purchase Program) per via della presenza di step up. Dal 2021 la Banca Centrale ha deciso di modificare questa politica, rimuovendo il potenziale disincentivo rispetto ad un bond convenzionale e favorendo uno sviluppo esponenziale. Come questo fattore tecnico può impattare la scelta degli SPTs? L'impatto è dovuto al fatto che la BCE, al momento, considera accettabili per il proprio programma di acquisto titoli solo con KPIs legati al climate chan-

Tabella 1
Principali caratteristiche dei Bond SLB - 5 strutture a confronto

Issuer	Amount (€ m)	Maturity	Issue date	Tenor	KPIs Description
Kerry Group	750	dec-31	nov-21	10	KPI1: Absolute scope 1&2 GHG emissions reduction KPI2: Food waste reduction across Kerry's operation
Accor	700	nov-28	nov-21	7	KPI1: Absolute Scope 1&2 CO ₂ emissions (tCO ₂ e) KPI2: Absolute Scope 3 CO ₂ emissions (tCO ₂ e)
Hera	500	apr-34	pct-21	12,5	KPI1: Absolute greenhouse gas (GHG) emissions (in t CO ₂ e) KPI2: Quantity of recycled plastics (in Ktons)
Aeroporti di Roma	500	jul-31	apr-21	10,3	KPI1: CO ₂ emission Intensity KPI2: ACA Level 4+ Certification KPI3: Scope 3 CO ₂ emission per passenger
H&M	500	aug-29	feb-21	8,5	KPI1: Share of recycled materials / total materials used KPI2: Scope 1&2 CO ₂ emissions KPI3: Scope 3 CO ₂ emissions

Fonte: Bloomberg e Website delle Società

	SPTs Description	Science Based Targets	Coupon Step-Up	# Step-Ups	Indicative Cumulated Step-Up (max)
	<p>SPT1: -55% by 2030 (vs. 2017 baseline)</p> <p>SPT2: -50% by 2030 (vs. 2017 baseline)</p>	✓	<p>50bps (SPT1)</p> <p>50bps (SPT2)</p>	1	+100bps
	<p>SPT1: -25.2% absolute Scope 1&2 CO₂ emissions by 2025 (vs. 2019 baseline)</p> <p>SPT2: -15% absolute Scope 3 CO₂ emissions by 2025 (vs. 2019 baseline)</p>	✓	<p>12.5bps (SPT1),</p> <p>12.5bps (SPT2)</p>	2	+50bps
	<p>SPT1: -15.4% of GHG emissions for the defined scope by 2024 (not applicable on the current issue) and -36.7% by 2030 (vs. 2019 baseline)</p> <p>SPT2: Recycle 100.0 kton/year of plastic by 2025 (not applicable on the current issue) and 148.9 kton/year of plastic by 2030, equivalent to +68% and +150% increase (vs. 2017 baseline)</p>	✓	<p>20bps (SPT1),</p> <p>15bps (SPT2)</p>	3	+105bps
	<p>SPT1: -53% Scope 1&2 by 2027 (vs. 2019 baseline)</p> <p>SPT2: to maintain the Accreditation in 2027</p> <p>SPT3: -7% Scope 3 per passenger by 2027 (vs. 2019 baseline)</p>	✓	<p>12.5bps coupon step-up if 1 SPT is not met</p> <p>19bps coupon step-up if 2 SPTs are not met</p> <p>25bps coupon step-up if all SPTs are not met</p>	3	+75bps
	<p>SPT1: increase the share of recycled materials as inputs to 30% by 2025 (vs. 2017 baseline)</p> <p>SPT2: -20% of the Company's Scope 1&2 emissions by 2025 (vs. 2017 baseline)</p> <p>SPT3: -10% of the Company's Scope 3 emissions by 2025 (vs. 2017 baseline)</p>	✓	<p>Step-up of the coupon can range from 0% to 100% (max 25bps) of the total step-up rate</p>	3	+75bps

ge, alla sostenibilità del ciclo dell'acqua, alla preservazione degli oceani e degli ecosistemi (biodiversità) e alla promozione di città sostenibili. Quindi, elementi Sociali e di Governance - come la diversity - non sono ancora accettati dai programmi di acquisto della BCE e di conseguenza non vengono utilizzati negli SLB. La graduale uscita della BCE dai programmi di espansione monetaria tramite l'acquisto di bond unito all'utilizzo dello schema SLB su altri tipi di strumenti finanziari porterà ad una maggiore attenzione ed un maggiore impiego di obiettivi legati alla sfera Sociale e di Governance. Questo aspetto rimane certamente un tema centrale e di grande discussione in cui il settore sicuramente si muoverà nei prossimi anni.

Investment grade vs. high yield bond

La struttura SLB è stata pensata per far fronte alle esigenze delle società per cui non c'è alcun limite nel suo utilizzo per macro-classe di

rating. I primi a utilizzarla sono stati gli emittenti investment grade (IG) e successivamente questa tendenza si è spostata verso società con classi di rating più basse. Nel comparto high yield (HY) lo strumento SLB nel 2021 è stato particolarmente apprezzato tra tutti i diversi prodotti ESG contribuendo all'eccezionale crescita dei volumi del comparto, proiettando verso nuovi confini lo sviluppo della sostenibilità. I settori che hanno maggiormente utilizzato questo tipo di strumento sono stati gli industrials e le energy/waste management companies che hanno cercato di sfruttare l'orientamento del proprio business verso tematiche ESG per aumentare l'attrattività del proprio strumento sul mercato. La risposta degli investitori è stata positiva e sicuramente l'espansione del mercato ESG nel mondo HY sarà trainata anche in futuro da tali strumenti rispetto ad altri - come i green bonds - che risultano essere più complessi da adottare per questa categoria.

**Osservando la rapida diffusione
e i volumi in crescita
che hanno avuto fino
ad oggi, i Sustainability-Linked
Bonds sembrano destinati
a rappresentare la percentuale
più rilevante tra le diverse
strutture ESG utilizzate, almeno
nel mercato obbligazionario**

La flessibilità della struttura SLB: un confronto tra Loan e Bond

La diffusione di questa struttura sta coinvolgendo anche altri strumenti di debito oltre ai bond.

In particolare, il mondo più attiguo e attivo in questa direzione è il mercato dei loan che ricalca gran parte delle caratteristiche dei bond visto che insistono su un unico framework, disponibile per entrambi gli strumenti. Anche in tale mercato, come avviene per gli high yield bond, la struttura SLB è quella che gioca il ruolo predominante per le emissioni ESG, rappresentando circa il 90% del totale, secondo Refinitiv. La vera differenza tra i due mercati è insita nella natura del processo pubblico-privato dei due strumenti e nella selezione-scelta dei KPIs da includere. Il mercato dei loan, siano essi sindacati o bilaterali, segue logiche di trade privati dove la negoziazione avviene su base bilaterale senza contemplare necessariamente gli stessi standard e best practices evidenti nel mercato bond dove gli

investitori istituzionali esercitano un'attività di controllo e direzione attiva che spinge verso determinate politiche ESG. Un esempio è dato dai KPIs utilizzati: in generale si può notare come alcuni KPIs vengano quasi riservati al comparto loan in quanto non particolarmente utilizzabili per il mondo public bond (alcuni esempi riguardano il recupero materia, gender equality e digital inclusion) o come spesso si trovino delle clausole che rimandano al futuro la determinazione dei KPIs (da approvare a maggioranza dei lenders). Un'interessante caratteristica che emerge rispetto ai bond è come spesso oltre agli step up ci siano degli step down sul margine pagato; tale aspetto sul mercato obbligazionario europeo è ancora un limite non superato. Infatti, gli investitori istituzionali generalmente non accettano una riduzione dello spread al raggiungimento di un determinato obiettivo data l'eccessiva asimmetria informativa tra le parti.

Pricing delle strutture SLB: curve di credito a confronto

In termini di prezzo questi strumenti non beneficiano di un reale differenziale rispetto alle curve convenzionali. Non si evince, perciò, alcun "greenium", ossia sconto in termini di spread per l'impegno della società in ambito ESG e nemmeno risulta prezzato o prezzabile l'eventuale quantum dello step up, percepito come un'opzione totalmente out of the money. Anche l'analisi perpetrata dagli investitori istituzionali è basata su una logica top down che considera come principale fattore il merito di credito della società e la sua "offerta" di sostenibilità a livello industriale più che dell'inclusione di uno o più SPTs in uno specifico bond.

In aggiunta, un fattore tecnico lascia le strutture KPIs-Linked fuori dai portafogli di proprietà di alcune tesorerie bancarie. I titoli, infatti, per essere classificati come Held to Collect (HTC), e quindi poter essere inseriti in portafogli con un orizzonte di medio lungo termine, devono superare,

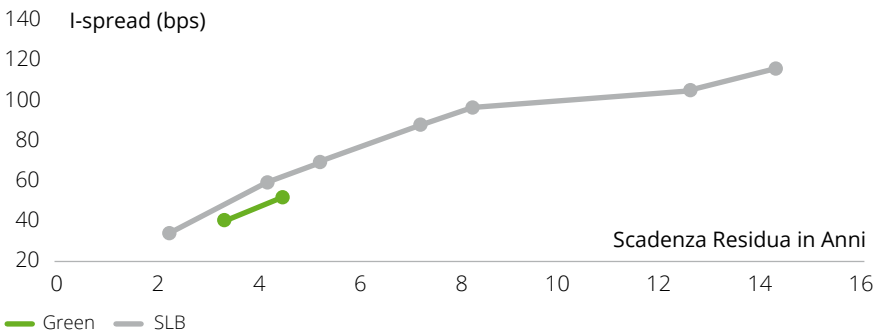
secondo il principio contabile IFRS9, un test chiamato SPPI (Solely Payment of Principal and Interest test). Al momento non c'è un'interpretazione univoca su tale argomento lasciando alle singole controparti, coadiuvati dalle società di revisione, la decisione. In termini strettamente definitivi, gli strumenti SLB non sono di per sé causa del fallimento del test ma presentano potenzialmente dei cash flows non-SPPI compliant, che vanno quindi sottoposti ad un ulteriore approfondimento basato su elementi più discrezionali. Questo fattore fa sì che alcuni potenziali compratori non possano investire in tali strumenti per i loro portafogli HTC.

Alcuni esempi possono aiutare a chiarire come i differenti strumenti vadano a porsi su curve ben distinte e non intersecate, dimostrando come ognuna abbia diverse analisi e considerazioni alle base. La Figura 2 riporta le curve di credito di due società italiane che hanno utilizzato diversi strumenti di funding tra i quali: Green, SLB, e strutture con-

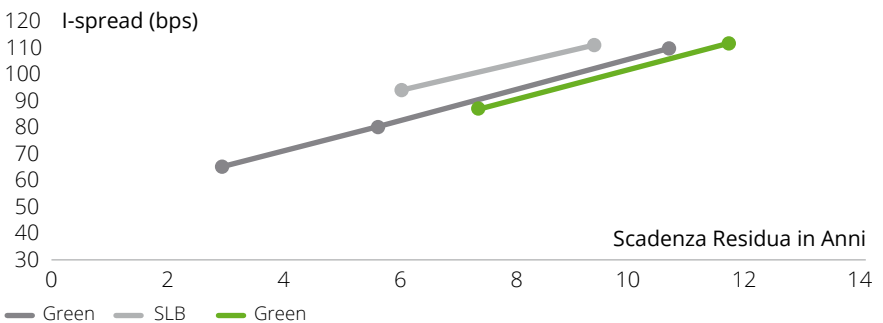
Figura 2

Curve di Credito delle diverse Strutture per due Società italiane

Società 1



Società 2



Fonte: Bloomberg, dati a Marzo 2022

venzionali. Come si nota, sebbene le curve siano molto vicine l'una all'altra, solamente l'elemento Green ha un apprezzamento tale da consentire di offrire un minore rendimento.

Conclusioni: potenziali sviluppi futuri del mercato

- Data la natura “viva e mobile” che i target potrebbero avere in futuro, con obiettivi sempre più ambiziosi, sarà necessario prevedere la possibilità documentale di modificare tali termini con obiettivi più stringenti. Al momento in Europa questa casistica non è stata prevista da nessun documento ma certamente verrà implementata nel prossimo futuro.
- Con la fine del programma di acquisti della BCE è plausibile che più emittenti considerino nei loro framework obiettivi afferenti alle tematiche Social e di Governance.
- I bond convenzionali continueranno a coesistere ma in determinati settori saranno progressivamente sostituiti da strutture

SLB come sta già accadendo nel comparto delle Utilities.

- Il diffondersi di strutture SLB renderà anche possibile un arbitraggio tra comparables, consentendo a framework più solidi e ambiziosi di poter beneficiare di condizioni di pricing migliori o consentire al mercato di penalizzare quelle società con obiettivi sotto lo standard del settore.
- La struttura SLB verrà sempre più estesa e replicata ad altri strumenti finanziari diversi da bond e loan - come ad esempio derivati e ABS.
- Il potenziale sviluppo di uno standard da parte della Commissione Europea (come già fatto per i green bond con il EU Green Bond Standard) potrebbe favorire maggiormente l'utilizzo dello strumento anche in ottica SFDR (Art. 8 e Art. 9).

CAPITOLO 5

RELAZIONE FRA FATTORI ESG E RISCHI DI CREDITO

di Luca Soria

La necessità da parte degli investitori obbligazionari di considerare in che misura i fattori ESG influenzino le metriche creditizie di imprese e paesi e di conseguenza la performance dei titoli sottostanti si è rafforzata in questi anni dopo i numerosi esempi di disastri finanziari innescati dalla sottovalutazione di rischi ambientali, sociali e di governance.

Come accaduto infatti per Lehman, Parmalat o Enron la mancanza di buone regole di governo societario ha portato alla perdita totale di reputazione da parte degli investitori fino al fallimento delle società. Scandali o disastri ambientali causati da imperizie o mancanza di controlli, come nel caso di British Petroleum o Volkswagen, hanno causato una significativa perdita di valore dei rispettivi titoli azionari e obbligazionari.

Per questi motivi, accanto ai tradizionali rischi di natura finanziaria, è altrettanto fondamentale includere nella valutazione di un investimento anche rischi di natura non finanziaria che potrebbero avere impatti sulle

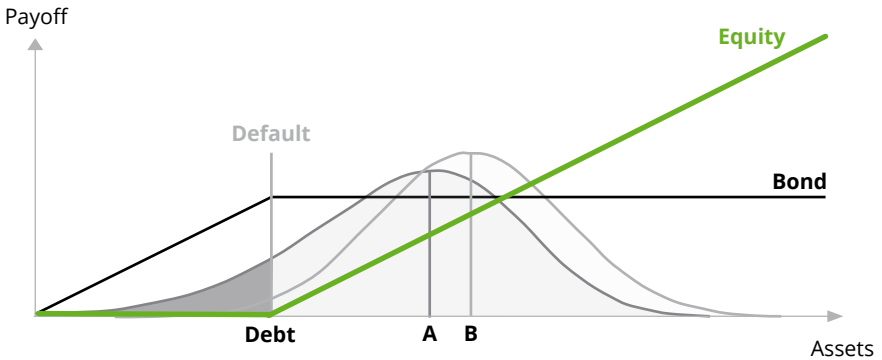
metriche creditizie degli emittenti. Normative ambientali più stringenti, infatti, possono tradursi in maggiori investimenti e avere ripercussioni sul cash flow di società energetiche oppure scandali legati alla salute dei dipendenti possono tradursi in pesanti sanzioni che rischiano di compromettere l'abilità delle società di ripagare il debito.

Legame fra fattori ESG e rischi di credito

Esistono numerosi studi accademici e di asset manager che hanno dimostrato i benefici in termini di rischio/rendimento di investimenti realizzati con criteri ESG. Se inizialmente molti di questi erano riferiti ai mercati azionari, l'attenzione degli analisti si è concentrata negli ultimi anni sul legame fra variabili ambientali, sociali, di governance e i rischi di credito con conseguenti impatti sui mercati obbligazionari.

Sebbene non esista un'univocità di risultati dovuta a differenze metodologiche e diversità di dati presi in con-

Figura 1
Impatto dei fattori ESG sui modelli di Credit Risk



■ Low ESG rated issuer ■ High ESG rated issuer

Fonte: MSCI ESG Research

siderazione, un crescente numero di studi ha cercato di esaminare il nesso fra rating ESG, variabili fondamentali e variabili di mercato soprattutto nel comparto dei corporate bond.

Prendendo spunto dal noto modello di Merton per determinare il rischio di credito di un'impresa in base alla sua struttura economica e finanziaria è possibile individuare alcuni canali di trasmissione connessi a variabili ESG in grado di influire sulla probabilità di insolvenza e di conseguenza sui premi al rischio di un'obbligazione.

I canali di trasmissione del rischio di credito influenzabili da fattori ESG

sono 3:

1. Generazione flussi di cassa
2. Rischi idiosincratichi
3. Rischi sistemici

1. Generazione flussi di cassa

Società con un elevato profilo sostenibile, in possesso di un punteggio più alto della scala di rating ESG, presentano un vantaggio competitivo superiore rispetto ai competitors. Il vantaggio competitivo può riflettersi, ad esempio, in una gestione delle risorse energetiche più efficiente oppure in un migliore impiego del capitale umano o infine di un maggior

ricorso all'innovazione nei processi aziendali.

Questi vantaggi si traducono in una migliore capacità di anticipare le dinamiche di lungo periodo del business e solitamente in una profittabilità più elevata grazie a ricavi maggiori e/o ad una migliore efficienza operativa.

La profittabilità più elevata, pertanto, incide positivamente sulla capacità di generare flussi di cassa che possono essere destinati a rimborsare il debito e gli interessi relativi. La probabilità di default associata potrebbe risultare pertanto contenuta.

2. Rischi idiosincratici

Società con elevato rating ESG sono, inoltre, meno esposte a rischi specifici del business rispetto a competitors con un peggior framework sostenibile. L'attività di controllo dei diversi rischi aziendali e operativi è gestita, infatti, in maniera più rigorosa e disciplinata con elevati standard di compliance lungo tutta la filiera produttiva. Grazie ad una gestione del rischio più accurata le società con migliori

punteggi ESG sono meno esposte a severi incidenti come frodi, appropriazione indebita, corruzione e a contenziosi di vario genere.

La minore capacità di mitigare i rischi provenienti da gravi incidenti può influire in primo luogo sulla reputazione aziendale e in secondo luogo sulla qualità creditizia degli emittenti laddove venissero applicate pesanti sanzioni per irresponsabilità dei manager.

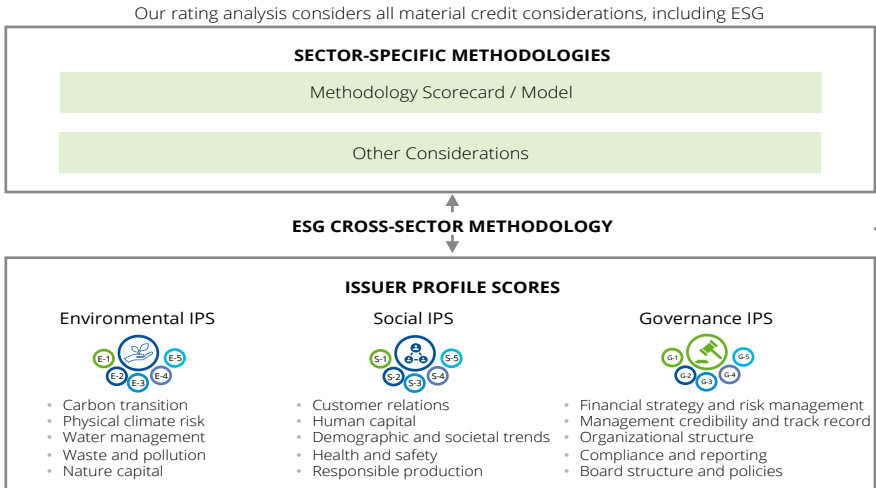
L'esposizione a minori rischi idiosincratici è spiegata anche da evidenze statistiche che confermano che la volatilità dei ritorni, non spiegata da qualità creditizia ed effetto duration, di titoli obbligazionari di società con ESG rating elevato è inferiore rispetto alla volatilità dei ritorni di bond con ESG rating basso.

3. Rischi sistemici

Società con elevato rating ESG, infine, sono anche meno esposte a shock di natura sistemica rispetto a realtà con profili sostenibili più deboli. Imprese che presentano una più efficiente ge-

Figura 2

Integrazione variabili ESG nella metodologia di assegnazione rating



Fonte: Moody's Investors Service. *L'ESG credit impact score (CIS) è un risultato del processo di rating l'impatto delle considerazioni ESG sul rating di un emittente o di una transazione

stione delle materie prime, ad esempio, sono meno vulnerabili ai cambiamenti di prezzo delle commodity e di conseguenza ad una minore volatilità dei titoli obbligazionari.

La minore volatilità dei titoli richiede una minore compensazione del rischio di liquidità che si traduce, pertanto, in un minor costo del debito misurato attraverso lo spread verso titoli obbligazionari governativi.

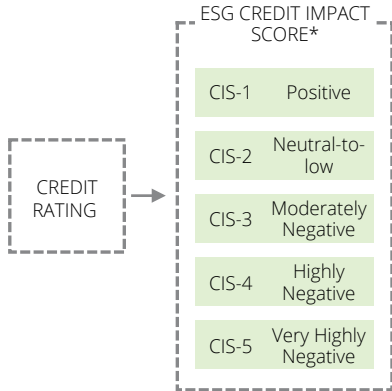
Fattori ESG nei credit Rating

Anche se a livello teorico sembra esistere un legame stretto fra ESG score e rating creditizi, le evidenze empiriche in realtà evidenziano una correlazione moderata tra i 2 giudizi.

Il quesito maggiore riguarda le addizionali capacità esplicative dei rating ESG riguardo al rischio di credito non totalmente catturate dai rating delle agenzie.

A tale riguardo alcuni recenti studi sembrano confermare che incorporare fattori ambientali, sociali e di governance nella costruzione di portafoglio obbligazionari consenta di migliorare il profilo rischio/rendimento dell'investimento agendo soprattutto sulla riduzione della volatilità degli asset rispetto ad un portafoglio tradizionale costruito senza dinamiche sostenibili.

Anche se la correlazione fra ESG score e rating pubblici non è del tutto



che comunica in modo più trasparente

significativa, il legame tra i giudizi è comunque giustificato dal fatto che tutte le principali agenzie di rating (Moody's, Standard&Poor's, Fitch) incorporano ormai i fattori ESG nelle loro metodologie di misurazione del merito di credito di un emittente.

I fattori non finanziari presi in considerazione nei loro modelli si compongono di aspetti qualitativi e quantitativi che siano in grado di influenzare in maniera significativa la qualità creditizia di un emittente.

Se la governance è da sempre un elemento rilevante nel processo di assegnazione del rating di un emittente, il contributo delle variabili ambientali e sociali è aumentato solo recente-

mente anche per la totale trasparenza richiesta dagli investitori riguardo a questi aspetti.

A differenza della governance che per sua natura è riferita alla capacità del management nel mitigare i rischi specifici d'impresa, i fattori ambientali e sociali sono considerati in primis a livello settoriale (regolamentazione, fenomeni sociali e demografici) e poi calati a livello di singolo emittente.

L'agenzia di rating Moody's, ad esempio, ha recentemente aggiornato la sua metodologia di valutazione dei fattori ESG introducendo dei punteggi (Issuer Profile Score) che misurano l'esposizione di ciascun emittente a questi 3 rischi e benefici.

Questi punteggi vengono aggregati in un Credit Impact Score ossia un giudizio finale in modo da quantificare se le variabili ambientali, sociali e di governance in aggregato possono avere un impatto sul merito creditizio di una società o un Paese. La scala costruita su 5 livelli prevede una sola possibilità che l'impatto sul rating fi-

nale possa essere positivo, nella misura in cui oltre a mitigare tutti i rischi non finanziari il management possiede una governance così efficace da trasformare in profitto tutti i cambiamenti innescati da un business più sostenibile. Nella maggior parte dei casi, invece, l'eventuale incidenza sul giudizio creditizio dei fattori ESG è neutrale o negativa.

Conclusioni

La diffusione di strategie responsabili e sostenibili nel mondo obbligazionario passa attraverso la valutazione della relazione fra fattori ESG e rischio di credito, ossia in che modo le variabili ambientali, sociali e di governance possono influenzare la probabilità di default di un emittente e di conseguenza il suo costo del capitale.

Le evidenze empiriche e numerosi studi accademici confermano il legame fra questi fattori e la qualità creditizia di imprese e paesi nella misura in cui le realtà con rating ESG più elevati presentano media-

mente una maggiore capacità prospettica di generare flussi di cassa e di resistere a shock specifici o sistemici. Il nesso fra aspetti ESG e merito creditizio è evidente anche dall'evoluzione delle metodologie di assegnazione dei rating pubblici da parte delle agenzie che sempre più considerano in che misura le variabili ambientali, sociali e di governance possono influenzare la qualità creditizia di un emittente.

Da un punto di vista di mercato, infine, non è ancora chiaramente riscontrabile un forte legame fra costo del debito e rating ESG dovuto al fatto che gli investitori obbligazionari sono ancora indietro nell'implementazione di processi di investimento sostenibili.

È molto probabile che la continua crescita di interesse verso queste tematiche e la maggiore diffusione di soluzioni ESG anche nel comparto del reddito fisso porterà ad una maggiore dispersione dei premi al rischio attribuibile a considerazioni ambientali, sociali e di governance.

Accanto ai tradizionali rischi di natura finanziaria, è fondamentale includere nella valutazione di un investimento anche rischi di natura non finanziaria che potrebbero avere impatti sulle metriche creditizie degli emittenti

CAPITOLO 6

DECARBONIZZAZIONE DI UN PORTAFOGLIO OBBLIGAZIONARIO

di Luca Soria

Il cambiamento climatico rappresenta senza dubbio la più grave minaccia per l'ambiente e l'urgenza di agire è ormai sempre più impellente. Il sesto rapporto sul clima dell'IPCC (The Intergovernmental Panel on Climate Change, *IPCC Sixth Assessment Report, 2021: stopping climate change to save our planet*) ha lanciato l'allarme sulla velocità e sugli effetti del riscaldamento globale.

L'analisi, alla quale hanno contribuito più di 200 esperti, è giunta alla conclusione che il climate change è stato inequivocabilmente provocato dall'uomo e ha rilevato che il processo di riscaldamento globale è già molto più avanzato di quanto si pensasse.

Le conseguenze di questa minaccia non hanno solo implicazioni sull'ambiente e sul nostro benessere attuale e futuro ma anche sulla crescita economica mondiale e inevitabilmente sui mercati finanziari.

È fondamentale pertanto includere nei modelli di valutazione questo pericolo tra i possibili rischi sistemici e

soprattutto impegnarsi fin da subito nella lotta alla mitigazione di questi rischi anche nelle scelte di investimento.

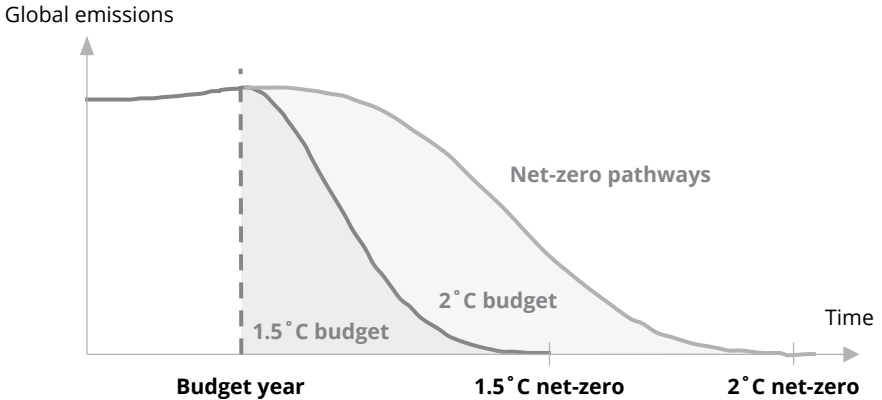
Allineamento a Net Zero

L'unica strada percorribile per gestire questa emergenza è quella delineata dalla comunità internazionale ossia quella di contenere la crescita della temperatura media globale al di sotto di 2° Celsius, preferibilmente 1,5°, rispetto ai livelli preindustriali. Tali obiettivi sono stati sanciti dagli accordi di Parigi del 2015 dai 195 Paesi membri della Conferenza quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici.

Per realizzare questi ambiziosi obiettivi è necessario ridurre drasticamente le emissioni di gas serra fino al raggiungimento di emissioni nette (intese come differenza fra quanto rilasciato nell'atmosfera e quanto rimosso dall'atmosfera) pari a zero entro il 2050.

Se dal 2015 ad oggi sono stati fatti progressi sia dal lato degli impegni

Figura 1
Proiezioni emissioni gas serra per allineamento a Net Zero



Fonte: MSCI ESG Research

sia dal lato della consapevolezza è arrivato il momento di mettere in azione quanto annunciato e promesso in questi anni.

L'unica strada per sperare di ambire all'azzeramento delle emissioni entro il 2050 è quella del coinvolgimento di tutti gli attori coinvolti in questo percorso di trasformazione verso un'economia e una società più sostenibile.

I Governi e le Istituzioni mondiali, in primo luogo, devono definire un set di regole e norme per facilitare la transizione verso gli obiettivi di net zero. Gli investitori e gli asset manager hanno il compito di dirottare il più possibile risorse e capitali

verso soluzioni green mentre le corporations devono rivedere i propri business model in modo da essere in grado di mitigare il più possibile i rischi climatici. Infine, i consumatori finali possono accelerare la transizione orientandosi sempre più su beni e servizi sostenibili.

Tra i diversi attori coinvolti in questo percorso, la finanza ha un ruolo chiave nell'intercettare le necessità regolamentari e gli stimoli della domanda finale ma ha bisogno di ridisegnare i propri portafogli integrandoli con i rischi e le opportunità derivanti dai cambiamenti climatici e dalla transizione verso un'economia net zero.

Decarbonizzazione di un portafoglio obbligazionario

Al pari degli investitori azionari, i gestori di portafogli obbligazionari si trovano di fronte alla sfida di integrare soluzioni climate nei loro processi di valutazione e analisi e definire ambiziosi obiettivi per ridurre in maniera significativa le emissioni di anidride carbonica delle società oggetto di investimento.

La decarbonizzazione di un portafoglio richiede pertanto competenze non solo di mercato ma anche scientifiche che rendono complessa la sua implementazione. È necessario infatti il ricorso ad esperti provider di dati e modelli di valutazione legati al clima per individuare le emissioni di gas serra (recenti e future) prodotte dalle imprese e in che misura contribuiscono al raggiungimento degli obiettivi di net zero. Il primo passo nel processo di decarbonizzazione di portafogli è la definizione di un target da raggiungere e in che step temporali si intende perseguirlo.

Se è vero che l'azzeramento delle emissioni nette è previsto a livello sistemico entro il 2050, la sua implementazione in tempi più rapidi consentirebbe non solo di limitare gli impatti del climate change ma anche di evitare di rimanere posizionati su quegli emittenti rimasti più indietro nel processo di riduzione dei gas serra e che potrebbero essere penalizzati da un repricing del costo del debito.

Le strategie di investimento legate alla decarbonizzazione sono 3:

1. Ridurre il peso degli emittenti più carbon intensive
2. Favorire i leader nella mitigazione dei rischi climatici
3. Concentrarsi sui laggard e incentivare il cambiamento

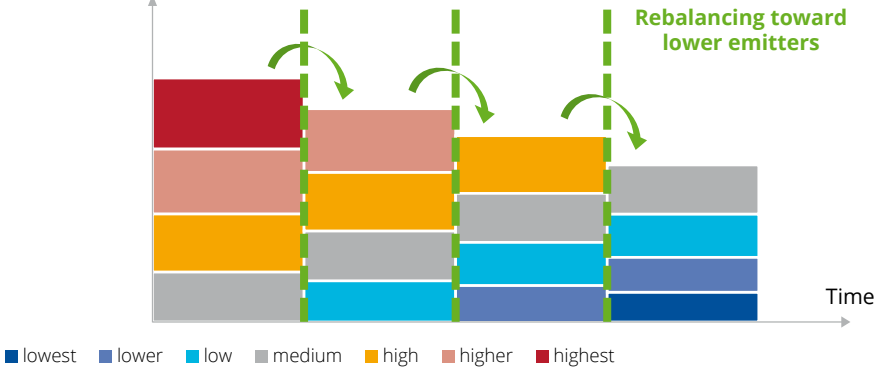
1. Ridurre il peso degli emittenti più carbon intensive

La soluzione più immediata per ridurre l'impronta di carbonio di un portafoglio consiste nell'alleggerire il peso di quegli emittenti che presentano un elevato numero emissioni pro-

Figura 2

Strategia di riduzione degli emittenti più carbon intensive

Total market carbon footprint



Fonte: MSCI ESG Research

dotte nell'atmosfera e conseguentemente ribilanciarsi su emittenti che generano meno CO₂.

Tale strategia comporta di fatto l'esclusione di determinati settori considerati in partenza più inquinanti. I settori attualmente più carbon intensive sono quelli legati alla produzione di energia e materie prime.

I vantaggi legati a questo approccio sono indubbiamente la rapidità di esecuzione e il ricorso a dati non eccessivamente sofisticati. Tuttavia, gli svantaggi sono molteplici sia in termini di efficienza perché riduce la diversificazione di portafoglio sia in termini di engagement in quanto penalizza quelle realtà che hanno iniziato un processo di evoluzione del business in chiave più sostenibile. Questa strategia potrebbe, ad esem-

pio, creare serie difficoltà a quelle società del settore utility che stanno disinvestendo attività dipendenti da fonti fossili per riposizionarsi su attività legate a fonti rinnovabili o altre energie pulite.

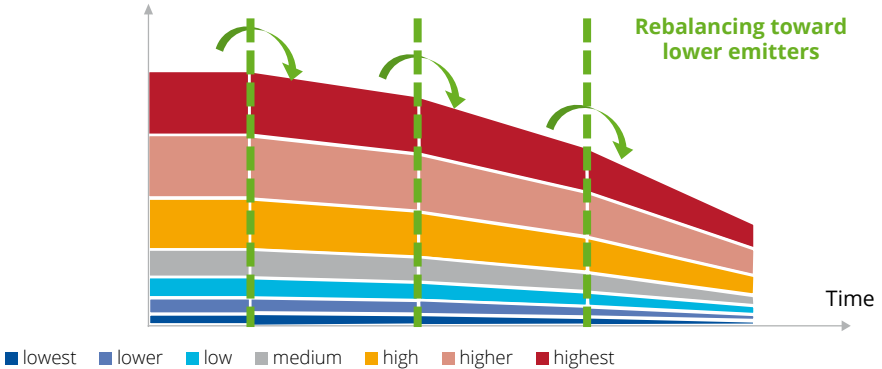
2. Favorire i leader nella mitigazione dei rischi climatici

L'alternativa alla strategia di rimozione di aziende più inquinanti è invece quella di incrementare il peso di emittenti che presentino le migliori prospettive in termini di riduzione di emissioni di gas serra e che possibilmente siano allineati con gli obiettivi di net zero.

Tale approccio da un lato non penalizza la diversificazione e l'impegno delle imprese più carbon intensive dall'altro richiede una maggiore sofisticazione per poter essere imple-

Figura 3 Strategia di ribilanciamento verso emittenti leader nella decarbonizzazione

Total market carbon footprint



Fonte: MSCI ESG Research

mentato in quanto poggia su modelli di valutazione prospettici delle future emissioni delle aziende.

Per poter infatti misurare quali sono gli emittenti leader nel processo di decarbonizzazione dei loro business è fondamentale aver accesso alla traiettoria di riduzione di Co2 fino al 2050 per comprendere l'allineamento o meno a net zero.

Il tema della qualità del dato e l'attendibilità dei modelli di misurazione delle traiettorie sono fattori chiave per questo approccio soprattutto perché, anche se in rapido aumento, non sono ancora molte le aziende che forniscono target di riduzione di gas serra a lungo termine.

Per questo motivo nel perseguire questa strategia bisogna tenere a mente che emittenti con business

model allineati a net zero entro il 2050 rappresentano ancora una porzione limitata del mercato e pertanto la costruzione di portafogli con titoli solamente di queste società appare ad oggi troppo restrittiva.

3. Concentrarsi sui laggard e incentivare il cambiamento

La soluzione meno immediata e più complicata da implementare è quella di concentrarsi sulle realtà che nell'immediato presentano un'impronta di carbonio elevato e che non hanno ancora stabilito target di riduzione delle emissioni di gas serra adeguati.

Attraverso l'engagement, ossia la costante attività di dialogo con gli emittenti, è possibile incentivare il management a realizzare quel cam-

biamento necessario per modificare il business model in modo che sappia cogliere le future opportunità derivanti dalla transizione verso mercati più “verdi” e sostenibili.

Se nell'immediato tale strategia può apparire meno efficace nella lotta al cambiamento climatico, in chiave prospettica i benefici sull'intero portafoglio di investimento potrebbero essere maggiori soprattutto se tali cambiamenti non erano scontati dai mercati obbligazionari.

Conclusioni

Gli impatti del cambiamento climatico sono sempre più evidenti e rischiano di diventare una seria minaccia anche per i mercati finanziari laddove non vengano presi in considerazione anche nei processi di investimento.

L'unica soluzione per mitigare questa minaccia è la decarbonizzazione dell'economia fino al raggiungimento di emissioni nette di gas serra pari a zero entro il 2050.

Gli investitori obbligazionari, oltre a quelli azionari, hanno il compito di

facilitare questa fase di transizione rinunciando a finanziare attività ad elevato intensità di carbonio e allo stesso modo dirottando capitali verso soluzioni più green e sostenibili.

Come abbiamo descritto esistono diversi approcci per decarbonizzare portafogli obbligazionari con vantaggi e svantaggi. Al fine di preservare un'ampia diversificazione ed efficienza, una soluzione che combina le diverse strategie è allo stato attuale preferibile finché le imprese non aumentino la trasparenza dei dati e rafforzino gli impegni verso l'azzeramento delle emissioni.

I gestori di portafogli obbligazionari si trovano di fronte alla sfida di integrare soluzioni 'climate' nei loro processi di valutazione e analisi e definire ambiziosi obiettivi per ridurre in maniera significativa le emissioni di anidride carbonica delle società oggetto di investimento

Una mappatura della transizione verso l'energia pulita

a cura di Robert Lambert, Senior Corporate Analyst,
BlueBay Asset Management

Dopo la COP26, i governi di tutto il mondo e le istituzioni finanziarie hanno preso ulteriori impegni per ridurre l'impronta di carbonio. Questi propositi sono incoraggianti, ma la strada è ancora lunga. D'altra parte, gli investitori stanno dimostrando sempre più interesse verso gli investimenti sostenibili e gli investimenti in energia pulita. Gli investimenti energetici globali dovrebbero aver raggiunto i 1.900 miliardi di dollari nel 2021, rimbalzando di quasi il 10% dal 2020 e riportando il volume totale sui livelli pre-crisi, in base alle stime AIE.

Investire nell'energia pulita

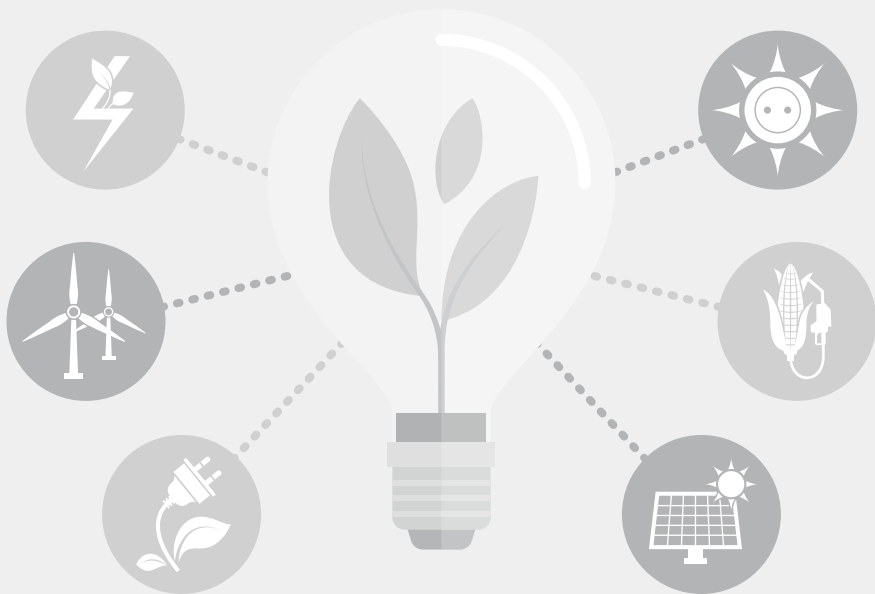
Con la riapertura delle economie, il rapido aumento dei prezzi di petrolio e gas ha messo in luce una delle conseguenze della corsa verso lo zero netto: nonostante gli investimenti nell'offerta di carburanti fossili stiano diminuendo, non vale lo stesso per la domanda. Al contrario, è molto più probabile che la domanda di energia cresca fino a superare i livelli pre-Covid, sostenuta dall'aumento della popolazione, dall'ingrossamento della classe media e dalla crescita del Pil. Serviranno nuove tecnologie e nuove idee per sostituire i carburanti fossili, affinché tale domanda venga soddisfatta.

L'energia solare ed eolica sono le due tecnologie simbolo dell'energia rinnovabile, anche perché il loro costo è sceso drasticamente. Oggi, per ogni dollaro speso in energia eolica o solare si ottiene un quantitativo di elettricità pari a 4 volte quello ottenuto dalle stesse tecnologie dieci anni fa, stando ai dati AIE. Man mano che i prezzi di oil&gas salgono, questo differenziale continuerà a lavorare in loro favore, rendendo gli investimenti in queste tecnologie ancora più attraenti.

Tuttavia, il solare e l'eolico da soli non possono rispondere ai problemi della domanda globale. Entrambe le tecnologie rappresentano una fonte irregolare, perché alla fine non c'è energia quando il vento non soffia o il sole non splende. Immagazzinare questa energia in qualche modo potrebbe essere la risposta più ovvia, ma esistono sfide tecniche e di investimento legate al rendere le potenziali soluzioni disponibili su larga scala. Dallo stoccaggio delle batterie all'idrogeno, dalle biomasse alla cattura del carbonio, servirà un ammontare enorme di capitale finanziario ed intellettuale per progredire.

La prossima era dell'energia pulita

Probabilmente solare ed eolico formeranno la spina dorsale della nuova economia basata sull'energia pulita, ma serviranno altre tecnologie di supporto per una fornitura costante di energia, ognuna delle quali ha pro e contro.



BATTERIE. Secondo l'AIE, a fine 2019 negli USA erano operativi 163 sistemi di stoccaggio di batterie su larga scala, con un incremento del 28% rispetto al 2018. Tra il 2021 e il 2023, ulteriori installazioni permetteranno allo stoccaggio di batterie di contribuire con 10.000 megawatt alla rete, una capacità di dieci volte superiore a quella del 2019 (<https://www.eia.gov/analysis/studies/electricity/batterystorage/>). L'innovazione nello stoccaggio di batterie è continua, ma è una tecnologia oggi troppo costosa per un utilizzo su larga scala, soprattutto a causa della scarsa durata.

BIOMASSE. Le biomasse sono state promosse come una fonte di energia neutrale in quanto a emissioni di carbonio, ma pongono degli interrogativi: bruciare pellet di legno è inefficiente e più inquinante del carbone o del gas. Inoltre, investimenti estensivi nelle biomasse potrebbero intensificare i problemi di deforestazione e perdita della biodiversità e degli ecosistemi.

CATTURA DEL CARBONIO E STOCCAGGIO (CCS). Si tratta del processo di cattura del carbonio quando viene emesso e del suo stoccaggio, solitamente sottoterra all'interno di vecchie riserve di petrolio e gas o in formazioni saline. Esistono diversi timori. Una volta che l'anidride carbonica è stata separata e catturata, deve essere compressa per ridurre il volume del gas, il che richiede molta energia e comporta rischi di perdite. Infine, è una tecnologia costosa ad oggi, che richiederebbe investimenti e volontà politiche notevoli.

IDROGENO. Nella sua forma più ecologica, l'idrogeno verde verrebbe ottenuto dall'energia solare ed eolica. Poiché l'idrogeno è un gas, condivide sufficienti tratti comuni con il gas naturale, quindi l'adattamento delle reti esistenti è una possibilità. Contiene quasi tre volte l'energia del gas naturale e può generare energia e calore tramite celle a combustibile, senza emissioni. Il supporto del governo è determinante, perché l'idrogeno necessita l'infrastruttura di consegna e trasporto: deve essere fornito come un gas compresso o liquefatto, ed entrambe le opzioni sono complesse e costose.

Investire sul e per il futuro

Dietro a qualsiasi progresso tecnologico nelle rinnovabili, la spinta del capitale è stata enorme. Questi fondi sono arrivati da fonti pubbliche e mercati privati, e hanno incontrato la domanda dei consumatori e il supporto del governo nel voler far progredire la transizione energetica.

Gli investimenti in progetti e aziende nell'ambito dell'energia pulita sono cresciuti fino a toccare i \$174 miliardi nella prima metà del 2021, stando a BloombergNEF. Nonostante una lieve battuta d'arresto dei mercati privati durante la pandemia, i livelli record di finanziamenti sui mercati pubblici hanno compensato il calo. Le aziende di energia rinnovabile hanno raccolto \$28,2 miliardi in totale sui mercati pubblici nello stesso periodo, con un rialzo superiore al 500%, mentre i deal di venture capital e private equity di queste aziende sono ammontati a \$5,7 miliardi.

Il livello di interesse mostrato da investitori, asset manager e banche, ma anche tra comunità, aziende e a livello governativo, mostra un cammino chiaro davanti a noi. La transizione energetica non è un concetto astratto, sta già avvenendo.

Sebbene ogni singolo investitore debba fare la scelta giusta per il proprio portafoglio, vale la pena notare che deve essere mantenuto un certo livello di pragmatismo affinché la transizione avvenga. Non esiste un'unica soluzione o una tipologia di energia pulita in grado di decarbonizzare l'economia globale. Si tratterà piuttosto di una combinazione di passi che allontaneranno il mondo dalle fonti di energia inquinanti.

Probabilmente solare ed eolico formeranno la spina dorsale della nuova economia basata sull'energia pulita, ma serviranno altre tecnologie di supporto per una fornitura costante di energia, e un ammontare enorme di capitale finanziario ed intellettuale per progredire

Bibliografia & Sitografia

- PRI (Principal of Responsible Investment), 2019. An introduction to responsible investment: fixed income
- PRI (Principal of Responsible Investment), 2013. Corporate bond: spotlight on ESG risks
- Rohit Mendiratta, Hitendra D. Varsani, Guido Giese, 2020. Foundations of ESG investing in corporate bonds. How ESG affected corporate credit risk and performance
- Morgan Stanley Research, 2021. Sustainability & Fixed Income. ESG integration for DM corporate credit analysis
- Moody's Investor Service, 2020. General principle for assessing environmental, social and governance risks methodology
- MSCI ESG Research, 2021. The role of capital in the net-zero revolution
- Guido Giese, Zoltan Nagy, Chris Cote, 2021. Net-zero alignment. Objectives and strategic approaches for investors
- Afsaneh Mastouri, Rohit Mendiratta, Guido Giese, 2021. In transition to a new economy. Corporate bond and climate change risk.
- Green bond principles - ICMA website
- Social Bond Principles - ICMA website
- Sustainability Bond Guidelines - ICMA website
- Sustainability-Linked Bond Principles - ICMA website
- Borsa Italiana website
- EU Technical Expert Group on Sustainable Finance - Usability Guide, EU Green Bond Standard, https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/200309-sustainable-finance-teg-green-bond-standard-usability-guide_en.pdf
- European Commission website - Green Bond Standard, https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/european-green-bond-standard_en
- European Commission website - Q&A: European Green Bond Standard, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/qanda_21_3406

- **ICMA SLB Principles:** <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/June-2020/Sustainability-Linked-Bond-Principles-June-2020-171120.pdf>
- **ECB SDG accepted:** <https://www.ecb.europa.eu/paym/coll/standards/marketable/html/ecb.slb-qa.en.html>
- **SBTi:** <https://sciencebasedtargets.org/how-it-works>
- **Bond Radar:** <https://www.bondradar.com>
- **Hera SPA SLB framework:** <https://www.gruppohera.it/gruppo/investitori/debito-e-rating/sustainability-linked-financing-framework-e-opinion>
- **Aeroporti di Roma SLB framework:** <https://www.adr.it/web/aeroporti-di-roma-en/sustainable-financing>
- **Kerry Group SLB framework:** https://www.kerrygroup.com/investors/investor-centre/debt-investors/Kerry-Group_Sustainability-Linked-Bond-Framework.pdf
- **Accor SLB framework:** <https://group.accor.com/-/media/Corporate/Investors/Documents-financiers/2021/11/15/ACCOR-Sustainability-Linked-Bond-Framework.pdf>
- **H&M Group SLB framework:** https://hmgroup.com/wp-content/uploads/2021/02/HM_Sustainability-Linked-Bond-Framework.pdf

Finito di stampare nel mese di aprile 2022 presso:

AGF SpA

Via del Tecchione, 36

20098 Sesto Ulteriano-S.Giuliano Milanese (MI)

Su carta



DISCLAIMER

Il contenuto della presente pubblicazione ha carattere puramente informativo ed esprime l'opinione personale dei contributori e non rappresenta la posizione ufficiale di CFA Society Italy né dei datori di lavoro degli autori.

Nessuna delle informazioni ivi contenute costituisce una consulenza, una raccomandazione o una sollecitazione all'investimento, né l'offerta per la prestazione di un servizio di investimento.

Le opinioni espresse in questo documento non costituiscono una consulenza all'investimento o altra forma di consulenza in materia di investimenti e possono essere soggette a modifiche. Il presente documento è privo delle informazioni idonee a determinare, in concreto, la propensione al rischio e, dunque, non può e non deve costituire la base per assumere alcuna decisione di investimento. Tutte le operazioni descritte vengono riportate come semplici spunti di riflessione.

Il presente documento è stato predisposto sulla base di dati elaborati da Open Financial Communication e sulla base di informazioni pubblicamente disponibili o di altre fonti di terze parti. Open Financial Communication non garantisce l'accuratezza, la completezza e l'affidabilità dei dati e delle informazioni contenuti in questo documento e declina ogni responsabilità al riguardo.

Il lettore si assume ogni responsabilità relativamente alle proprie scelte di investimento, che sono prese in completa autonomia. Open Financial Communication declina ogni responsabilità per eventuali conseguenze che dovessero derivare da un'operatività fondata sui contenuti di questo volume.

Le informazioni riguardanti le performance passate di qualsiasi strategia di investimento non garantiscono e non sono indicative di possibili performance future. L'investimento in strumenti finanziari può comportare un elevato grado di rischio e può comportare perdite anche superiori al capitale inizialmente impegnato. Tale documento non costituisce materiale pubblicitario ma è redatto solo ed esclusivamente a carattere informativo.

CFA Society Italy è l'associazione Italiana dei professionisti che lavorano nell'industria finanziaria italiana.

CFA Society Italy nata nel 1999 come organizzazione no profit, è affiliata a CFA Institute, l'associazione globale di professionisti degli investimenti che definisce gli standard di eccellenza per il settore. CFA Society Italy conta attualmente circa 600 soci attivi e nel mondo i professionisti certificati CFA® sono oltre 167.000. Assegnato per la prima volta nel 1963, CFA® è la designazione di eccellenza professionale per la comunità finanziaria internazionale. Il programma CFA® offre una sfida educativa davvero globale in cui è possibile creare una conoscenza fondamentale dei principi di investimento, rilevante per ogni mercato mondiale.

I soci che hanno acquisito la certificazione CFA® incarnano le quattro virtù che sono le caratteristiche distintive di CFA Institute: Etica, Tenacia, Rigore e Analisi.

CFA Society Italia offre una gamma di opportunità educative e facilita lo scambio aperto di informazioni e opinioni tra professionisti degli investimenti, grazie ad una serie continua di eventi per i propri membri. I nostri soci hanno la possibilità di entrare in contatto con la comunità finanziaria italiana aumentando il proprio network lavorativo. I membri di CFA Society Italy hanno inoltre la possibilità di partecipare attivamente ad iniziative dell'associazione, che consentono di fare leva sulle proprie esperienze lavorative.

L'iscrizione e il completamento degli esami del programma CFA®, anche se fortemente raccomandati, non sono un requisito per l'adesione e incoraggiamo attivamente i professionisti italiani del settore finanziario a unirsi alla nostra associazione.

Le uscite precedenti

- 1 Factor Investing
- 2 Fixed Income
- 3 Alternative Investments
L'importanza del Wealth Management
- 4 Investimenti ESG
- 5 Alternative Investments
Le principali tecnologie
- 6 Etf & Fund Selection
- 7 Systematic Investments
- 8 Unconstrained Fixed Income
- 9 Value Investing
- 10 Asset Allocation
- 11 Passive Investments
- 12 Thematic Investments
- 13 Emerging Markets