

Obbligazioni “verdi”, “sociali” e “sostenibili” sotto la lente



Che cosa sono le obbligazioni verdi, sociali e sostenibili? Qual è il loro scopo?

I proventi finanziato uno specifico progetto ambientale, sociale o di governance (EGS), persegono un obiettivo o realizzano un'ambizione.

Le obbligazioni verdi, sociali e sostenibili sono una tipologia di strumenti di debito emessi prevalentemente da governi, enti sovranazionali, società ed enti municipali. Sotto quasi tutti gli aspetti sono identiche alle obbligazioni tradizionali, che gli investitori ormai ben conoscono e probabilmente già detengono nei loro portafogli come allocazione core.

Nel caso di un’obbligazione tradizionale, l’emittente ha piena libertà di usare il denaro raccolto per qualsiasi scopo, spesso senza neanche rivelarlo anticipatamente se non in termini molto generali. Se invece un’obbligazione è classificata come verde, sociale o sostenibile (GSS), questo significa semplicemente che l’emittente intende utilizzare i proventi per finanziare uno specifico progetto ambientale, sociale o di governance (EGS), raggiungere un obiettivo o realizzare un’ambizione.

Nella maggior parte dei casi, i bond GSS sono definiti obbligazioni “con uso dei proventi”, in quanto i loro proventi sono destinati a particolari scopi di investimento quali ad esempio nuovi progetti, oppure l’utilizzo del denaro raccolto per rifinanziare una spesa già sostenuta. In altri casi, anziché per uno specifico uso dei proventi, alcune obbligazioni GSS raccolgono fondi per aiutare le imprese o i governi a realizzare determinati obiettivi o scopi ESG. In entrambi i casi, sotto ogni altro aspetto questi titoli sono comunque identici alle obbligazioni convenzionali.

Non esiste una definizione *giuridica* di obbligazione “verde”, “sociale” o “sostenibile”, anche se ultimamente si stanno affermando alcuni standard e convenzioni di mercato. Detto questo, vediamo in sintesi quali sono le caratteristiche che gli investitori possono aspettarsi dalle obbligazioni classificate secondo le diverse label.

Obbligazioni verdi – i proventi sono investiti, per esempio, in attività riguardanti l’energia rinnovabile, gli edifici verdi, la sostenibilità idrica o il trasporto pulito.

Obbligazioni sociali – i proventi finanziato attività che realizzano risultati sociali positivi o riguardano una particolare questione sociale, per esempio un investimento per alleviare la povertà o fornire accesso a servizi essenziali, edilizia abitativa accessibile o servizi sanitari.

Obbligazioni sostenibili – i proventi sono utilizzati per rifinanziare una combinazione di attività verdi e sociali come quelle descritte.

Obbligazioni legate alla sostenibilità – i proventi non sono destinati a un particolare investimento, ma l’emittente dichiara di rispettare determinati KPI su temi verdi o sociali e generalmente accetta specifiche sanzioni se questi non saranno raggiunti, per esempio un aumento della cedola obbligazionaria se un determinato obiettivo di emissioni di CO₂ non sarà rispettato in futuro.

Indipendentemente dall’etichetta, il punto fondamentale da tenere presente è che sotto tutti gli altri aspetti queste obbligazioni sono formalmente identiche alle obbligazioni convenzionali emesse dalla stessa entità, quindi avranno una cedola regolare, una data di scadenza fissa e, soprattutto, lo stesso grado di seniority delle obbligazioni convenzionali. Se accadesse il peggio, e l’emittente andasse in default, le obbligazioni GSS avrebbero rango pari a quello delle obbligazioni convenzionali. In altre parole, il rischio di credito è lo stesso.

Dimensioni e struttura del mercato

Le obbligazioni GSS sono un'opportunità investibile? Dove sono emesse, e da chi?

Le prime obbligazioni etichettate come "verdi" sono state emesse solo nel 2007, ma il mercato è cresciuto molto da allora. Questo rispecchia sia un lato la necessità degli emittenti di affrontare il cambiamento climatico in modo significativo e, più di recente, gli sforzi messi in atto da governi, imprese e investitori per realizzare un cambiamento positivo su un'ampia gamma di metriche sociali e di sostenibilità. L'evoluzione del mercato è stata inoltre sostenuta dalla diffusa accettazione di vari principi volontari di cui parleremo in seguito.

Prendendo come riferimento l'ICE Green, Social and Sustainable Bond Index, oggi il mercato delle obbligazioni GSS qualificate ha un valore complessivo di circa 1.600 miliardi di dollari e comprende circa 1.700 obbligazioni. Nonostante la rapida crescita, non dobbiamo dimenticare che le obbligazioni GSS sono ancora un fenomeno relativamente nuovo

e non sorprende che costituiscano solo una frazione del più ampio universo obbligazionario. L'indice Bloomberg Global Aggregate, per esempio, un diffuso benchmark obbligazionario seguito da molti investitori, oggi ha un valore di mercato di 65.000 miliardi di dollari, per un totale di circa 33.000 obbligazioni.

Il grafico seguente confronta l'indice delle obbligazioni GSS con l'aggregato globale su diversi fattori quali valuta, settore, rating, rendimento e duration. L'Europa ha una ponderazione molto più elevata nell'indice GSS e i governi europei stanno diventando emittenti chiave in questo mercato, grazie anche alle iniziative normative e politiche come il Green Deal europeo, ovvero il piano per rendere l'Europa climaticamente neutrale nel 2050, e il Fondo per la ripresa dalla pandemia dell'UE che mira a raccogliere il 30% dei finanziamenti con obbligazioni verdi. Negli Stati Uniti, le emissioni sono state finora trainate dalle società e dagli enti municipali, mentre il governo ha svolto un ruolo meno attivo rispetto all'Europa.

Confronto tra l'universo delle obbligazioni sostenibili e l'aggregato globale

ICE Green, Social and Sustainable Bond Index vs. Bloomberg Global Aggregate Index

Ripartizione per regione

	SSAG	Global Agg
APAC	5.75%	21.30%
Europa	48.70%	26.58%
Nord America	7.85%	41.05%
Sud America	1.60%	0.92%
Sovranazionali*	36.10%	10.15%

*Sovranazionali include enti sovranazionali e agenzie estere

Ripartizione per settore

	SSAG	Global Agg
Government Bonds	13.45%	54.22%
Agencies*	24.15%	11.59%
Sovranazionali	24.51%	2.19%
Corp – Utility	10.18%	1.52%
Corp – Finanziari	14.62%	6.91%
Corp – Industriali	13.10%	9.86%
Cartolarizzati	0.00%	13.71%

*Agenzie include obbligazioni garantite da agenzie, agenzie estere, autorità locali e governi

	YTM	Duration modificata	Rating medio
SSAG	1.183	8.132	Aa3
Global Agg	1.553	7.434	Aa3

Valuta

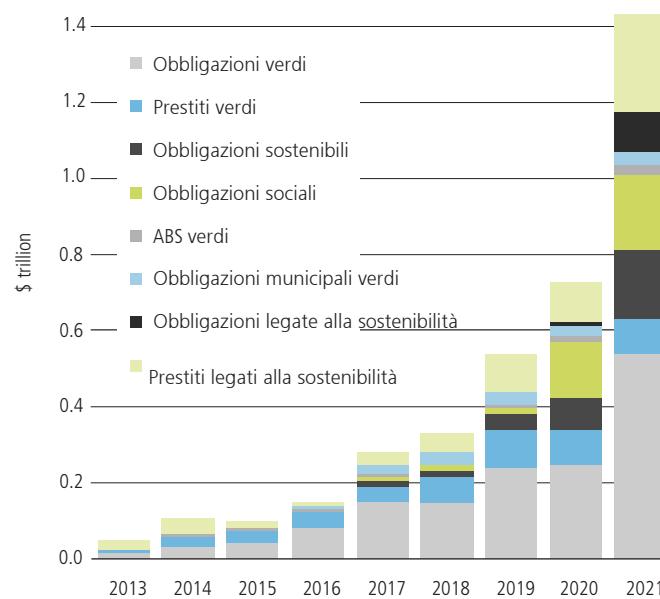
	SSAG	Global Agg
AUD	1.98%	1.36%
CAD	2.37%	2.78%
EUR	57.90%	22.45%
GBP	4.71%	4.75%
JPY	1.48%	12.83%
USD	27.84%	43.31%
Other	3.92%	12.27%

Fonte: ICE, Bloomberg, al 31 gennaio 2022

Nonostante le dimensioni relativamente limitate, quantomeno rispetto all'universo Globale Aggregate, le obbligazioni GSS costituiscono oggi un universo investibile perché l'offerta tende a essere dominata dai governi e dalle società "blue chip". Le obbligazioni di questi emittenti sono generalmente molto conosciute e attirano ampio seguito, il che significa buoni livelli di disponibilità e liquidità. E in effetti l'obiettivo della maggior parte degli emittenti è assicurare una buona liquidità per queste obbligazioni GSS al fine di sosterne il finanziamento e le ambizioni in futuro. Il grafico seguente evidenzia il tasso di crescita quasi esponenziale delle emissioni: abbiamo tutte le ragioni per credere che potrà continuare anche in futuro.

Nuovo record oltre quota 1.400 miliardi per le emissioni globali di debito sostenibile nel 2021

Emissioni globali di debito sostenibile



Fonte: Bloomberg, BNEF, IIF, al 31 dicembre 2021.

Convenzioni e standard di mercato

Possiamo fidarci di un'etichetta? Chi controlla l'utilizzo dei proventi?

Essendo un mercato relativamente nuovo, senza protocolli e standard completamente stabiliti, le obbligazioni GSS comportano il rischio potenziale che emittenti senza scrupoli "aggiustino" le loro credenziali GSS per ottenere migliori condizioni di finanziamento a spese degli investitori. Negli ultimi anni si sono compiuti comunque enormi progressi nel migliorare gli standard in questi mercati, al punto che oggi alcuni standard risultano ampiamente accettati e sono diventati un requisito imprescindibile per un lancio obbligazionario di successo. Vediamo quali sono i principali standard di interesse per gli investitori:

– **Green Bond Principles, Social Bond Principles, Sustainability Bond Guidelines e Sustainability-Linked Bond Principles della International Capital Markets Association (ICMA).** Questa raccolta di framework volontari intende promuovere il ruolo dei mercati dei capitali nel finanziare i progressi verso la sostenibilità ambientale e sociale. I Green Bond Principles dell'ICMA, per esempio, sono un framework volontario per gli emittenti volto a fornire trasparenza sull'uso dei proventi, il processo di valutazione dei progetti, la gestione dei proventi e la rendicontazione. Lo standard per l'inclusione nell'indice ICE GSS di cui sopra prevede l'allineamento all'ICMA. <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/>

– **Valutazioni di ONG (terze parti).** Diverse organizzazioni non governative forniscono valutazioni di credibilità sulle emissioni GSS. Uno dei profili più elevati è quello del Climate Bond Standard pubblicato dalla Climate Bond Initiative (CBI), un documento che definisce le best practice internazionali per ricevere l'etichetta di investimenti verdi. Un'opportuna certificazione conferma che l'obbligazione è pienamente in linea con i Green Bond Principles ICMA, utilizza le best practice per i controlli interni e la rendicontazione e finanzia attività coerenti con il raggiungimento degli obiettivi dell'Accordo sul clima di Parigi. <https://www.climatebonds.net/climate-bonds-standard-v3>

– **European Green Bond Standard.** La Commissione europea, tra i principali sostenitori delle obbligazioni verdi, ha creato lo European Green Bond Standard (EU-GBS), destinato a diventare il "gold standard" per le società e gli enti pubblici che intendono emettere obbligazioni verdi e fornire standard di sostenibilità rigorosi a tutela degli investitori. Lo EU-GBS sarà aperto a tutti gli emittenti di obbligazioni verdi, inclusi quelli al di fuori dell'UE. Gli standard di base prevedono che i fondi debbano essere interamente allocati, in modo trasparente, a progetti coerenti con la tassonomia dell'UE e con la revisione esterna di revisori accreditati di terze parti. Per il momento l'EU-GBS sarà uno standard volontario, ma in futuro potrebbe diventare obbligatorio per gli emittenti. https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/QANDA_21_3406

Anche se l'adesione a questi principi avviene quasi sempre su base volontaria, molti emittenti comprendono già la necessità di adottarli, non da ultimo per stabilire credibilità con gli investitori e quindi contribuire a mantenere mercati ordinati e liquidi per le loro obbligazioni GSS.

Una valida strategia di investimento in obbligazioni GSS includerà una valutazione rigorosa di quanto una particolare emissione sia fedele all'"etichetta verde, sociale o sostenibile. In base alla nostra esperienza, il requisito minimo chiesto dagli investitori è lo stretto allineamento agli standard ICMA e ai principi CBI.

Perché investire in obbligazioni GSS

Quali fattori determinano i rendimenti? A quali stili di investimento sono adatte? Come gestire le allocazioni in obbligazioni verdi?

Come abbiamo già sottolineato, sebbene il mercato sia ancora relativamente piccolo, le obbligazioni GSS rappresentano un'opportunità investibile, in particolare per gli investitori in cerca di un chiaro elemento di "impatto" nei loro portafogli.

D'altro canto, un passaggio diretto da un'allocazione core nell'universo Global Aggregate all'universo GSS non è probabilmente la strada da seguire. Il motivo risulta evidente se si considerano più attentamente i confronti citati; l'universo GSS offre nel complesso rendimenti inferiori, ha una duration più lunga ma una qualità del credito inferiore rispetto all'universo global aggregate. Quindi un passaggio diretto implicherebbe l'assunzione di un rischio di credito più elevato e una maggiore sensibilità al ribasso dei rendimenti superiori, guadagnando di meno (le ragioni riflettono l'inclinazione verso l'Europa e un maggior numero di obbligazioni corporate nell'universo GSS).

Un'allocazione passiva alle obbligazioni GSS comporterebbe inoltre dei problemi perché non tutte le obbligazioni nell'universo corrisponderanno agli standard propri degli investitori su ciò che è veramente "verde" o "sostenibile". Si può pertanto procedere solo attraverso una valutazione titolo per titolo e cercando di capire quanto un'obbligazione segua effettivamente gli standard ICM e CBI.

Se la gestione attiva è quindi la via da seguire, in che modo un gestore attivo può generare rendimenti con un'esposizione verso obbligazioni GSS?

– **Sfruttare le opportunità globali** — Nonostante l'etichetta GSS, come sarà ormai chiaro, queste obbligazioni condividono tutte le altre caratteristiche delle obbligazioni convenzionali (la differenza è rappresentata quasi per intero dal modo in cui sono utilizzati i proventi). E nonostante le dimensioni relativamente limitate, si tratta di un set di opportunità globale e diversificato, che offre ai gestori obbligazionari globali tutti gli strumenti attivi tradizionali; tutte le decisioni relative ai Paesi, ai settori dell'economia e al punto della curva dei rendimenti in cui investire saranno quindi importanti. Qualsiasi strategia GSS valida dovrà tenere conto di tutti questi fattori.

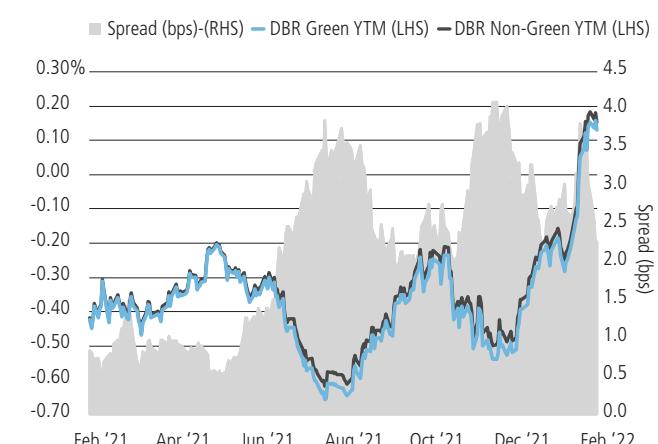
– **Una buona ricerca sui fondamentali del credito** — Tutti questi strumenti tradizionali di ricerca sul credito e selezione bottom-up delle obbligazioni sono ancora rilevanti – molti degli emittenti dopo tutto sono società, con tutti i rischi che ciò comporta. La ricerca previsionale sui fondamentali del credito, la valutazione dei fattori ambientali e di sostenibilità rilevanti e un'opinione su come tali fattori incidono sull'attività e sul profilo finanziario della società sono ancora validi. Questa valutazione, come per gli investimenti obbligazionari tradizionali, contribuirà a prendere una decisione informata sull'attrattività del prezzo dell'obbligazione.

– **Comprendere le anomalie di prezzo** — Nel caso di quasi tutte le obbligazioni GSS disponibili oggi, l'emittente ha in circolazione anche obbligazioni convenzionali "non GSS". Dalla descrizione precedente dovrebbe essere chiaro che queste obbligazioni avranno esattamente lo stesso rischio di default e di recupero. Poiché il rischio di credito e il rischio di insolvenza è lo stesso per tutte le obbligazioni (per quanto si speri remoto), ci si aspetterebbe che obbligazioni equivalenti abbiano esattamente lo stesso rendimento. Ma in realtà questo non è sempre vero.

Consideriamo per esempio il grafico seguente, che mostra il rendimento di due titoli emessi dal governo tedesco: hanno esattamente la stessa data di scadenza e la stessa cedola, ovviamente sono entrambi altamente liquidi e presentano un rischio minimo di default. Noterete tuttavia che il green bond è stato scambiato con un rendimento costantemente inferiore rispetto al bond convenzionale.

In teoria, in un mercato totalmente efficiente, questo non dovrebbe accadere – le obbligazioni dovrebbero avere lo stesso rendimento. Il rendimento leggermente inferiore dell'obbligazione verde implica una certa "inefficienza" nel mercato.

Bund verdi e non verdi a confronto – rendimenti e spread



Fonte: Bloomberg, BNEF, IIF, al 16 febbraio 2022

In pratica, questa differenza è riconducibile probabilmente alle preferenze degli investitori per le obbligazioni con label verdi che li aiutano a ottenere un impatto o un'allocazione target GSS nei loro portafogli. Ma gli investitori meno accorti devono fare attenzione perché questa differenza rappresenta effettivamente un costo per il detentore che forse non vale la pena pagare. E questa differenza di rendimento (dove l'obbligazione GSS è leggermente più costosa da tenere in portafoglio rispetto all'obbligazione convenzionale) varierà tra i diversi emittenti e nel tempo. Una valida strategia attiva dovrà ponderare attentamente questi differenziali di rendimento. Un'obbligazione convenzionale di un emittente con un forte profilo e solide credenziali ESG potrebbe essere una scommessa migliore rispetto a un'obbligazione GSS.

L'approccio vincente è quindi quello che ha la libertà di scegliere tra queste due tipologie.

Messaggi chiave

- Il mercato GSS si è ormai stabilmente affermato come importante sottoinsieme dell'universo obbligazionario globale e probabilmente manterrà un tasso di crescita molto elevato.
- Le obbligazioni GSS possono offrire interessanti opportunità di investimento a lungo termine; un approccio attivo è secondo noi indispensabile per ottenere buoni rendimenti corretti per il rischio nel tempo.
- Le obbligazioni GSS possono svolgere un ruolo importante per gli investitori che vogliono allocazioni "a impatto" intrinseche nei loro portafogli. Alcune caratteristiche dell'universo GSS indicano che non è ancora pronto a soppiantare completamente le tradizionali allocazioni obbligaziarie core più consolidate. Ma le obbligazioni GSS devono comunque essere prese seriamente in considerazione come opportunità di investimento attiva.
- Un approccio di investimento valido ruoterà liberamente tra settori e mercati.
- Obbligazioni GSS e obbligazioni convenzionali dovrebbero essere valutate in parallelo, basando le decisioni di investimento sui meriti relativi del prezzo del rischio, anziché sull'etichetta.

A scopo informativo e di marketing da parte di UBS.

Solo per clienti professionali.

Prima di investire in un prodotto leggere con attenzione e integralmente l'ultimo prospetto e il documento informativo chiave per gli investitori. Qualsiasi decisione di investimento deve tener conto di tutte le caratteristiche o obiettivi del fondo descritti nel relativo prospetto o negli altri documenti legali. L'investimento riguarda l'acquisto di quote o azioni in un fondo e non in una determinata attività sottostante quali edifici o azioni di una società. Le informazioni e le opinioni contenute nel presente documento si basano su dati attendibili provenienti da fonti affidabili, tuttavia non danno diritto ad alcuna pretesa riguardo alla precisione e alla completezza in relazione ai titoli, ai mercati e agli sviluppi in esso contenuti. I membri del Gruppo UBS SA hanno diritto di detenere, vendere o acquistare posizioni nei titoli o in altri strumenti finanziari menzionati nel presente documento. La vendita dei fondi UBS qui menzionati nel presente documento può non essere appropriata o permessa in alcune giurisdizioni o per determinati gruppi di investitori e non possono essere né offerte, né vendute o consegnate negli Stati Uniti. Le informazioni qui specificate non sono da intendersi come una sollecitazione o un'offerta per l'acquisto o la vendita di qualsivoglia titolo o strumento finanziario connesso. I risultati passati non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati futuri. La performance indicata non tiene conto di eventuali commissioni e costi addebitati all'atto della sottoscrizione e del riscatto di quote. Quando i costi totali o una parte di essi deve essere versata in una valuta diversa dalla vostra di riferimento, questi possono crescere o diminuire a seguito di oscillazioni future del tasso di cambio. Commissioni e costi incidono negativamente sull'investimento e sui rendimenti attesi.

Se la valuta di un prodotto o di un servizio finanziario differisce dalla vostra moneta di riferimento, il rendimento può crescere o diminuire a seguito di oscillazioni future del tasso di cambio. Questo resoconto è stato redatto senza particolare riferimento né a obiettivi d'investimento specifici o futuri, né alla situazione finanziaria o fiscale né tantomeno alle speciali esigenze di un determinato destinatario. I rendimenti futuri sono soggetti a tassazione, la quale dipende dalla situazione personale di ciascun investitore e può cambiare in futuro.

Le informazioni e le opinioni contenute in questo documento sono fornite da UBS senza garanzia alcuna, sono esclusivamente per uso personale e per scopi informativi. Indipendentemente dallo scopo, il presente documento non può essere riprodotto, distribuito o ristampato senza l'autorizzazione scritta di UBS Asset Management Switzerland AG o una locale società affiliata. Fonte di tutti i dati e di tutti i grafici (dove non diversamente indicato): UBS Asset Management.

Il presente documento contiene dichiarazioni che costituiscono «affermazioni prospettive», che comprendono, tra l'altro, affermazioni concernenti i prossimi sviluppi della nostra attività. Benché queste affermazioni prospettive rappresentino le nostre valutazioni e attese circa l'evoluzione della nostra attività, vari rischi, incertezze e altri importanti fattori potrebbero far sì che gli andamenti e i risultati effettivi si discostino notevolmente dalle nostre aspettative.

Una sintesi dei diritti degli investitori in inglese è disponibile sul sito internet: ubs.com/funds.

Riguardo ai termini finanziari, è possibile reperire informazioni aggiuntive al seguente indirizzo ubs.com/am-glossary

© UBS 2022. Il simbolo delle chiavi e UBS sono fra i marchi protetti di UBS. Tutti i diritti riservati.