

15 agosto 2022

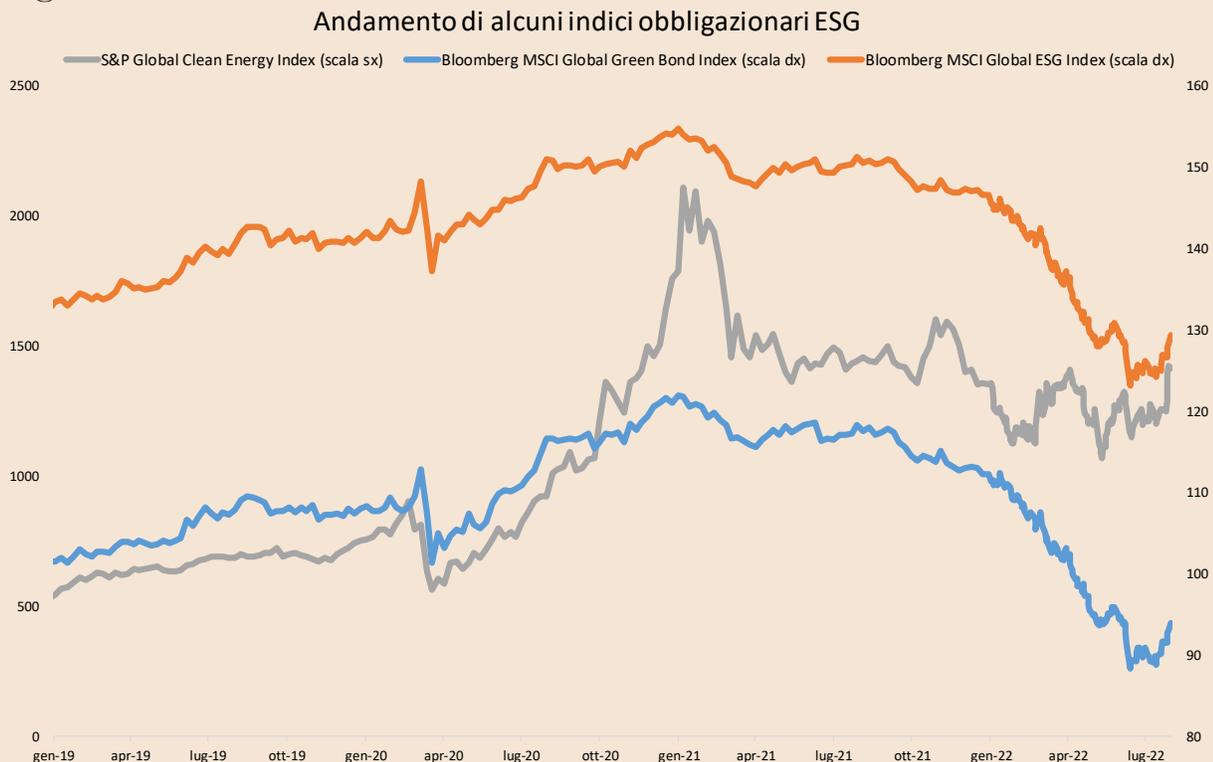
IL RECUPERO DEGLI INVESTIMENTI VERDI ED IL NODO DEL NUCLEARE

di Marcello Minenna

Il peggio sembra essere passato per il mercato del debito sostenibile, in linea con la dinamica osservata a livello internazionale, mentre appare sempre più evidente l'influenza della normativa europea nel delineare quella che sarà la nuova algebra globale del rischio ambientale.

Dopo mesi di declino sostenuto, i principali indici azionari/obbligazionari del settore sembrano essersi stabilizzati, anche se a livelli decisamente più bassi. Nelle ultime settimane, si osserva una timida ripresa delle quotazioni (vedi Figura 1).

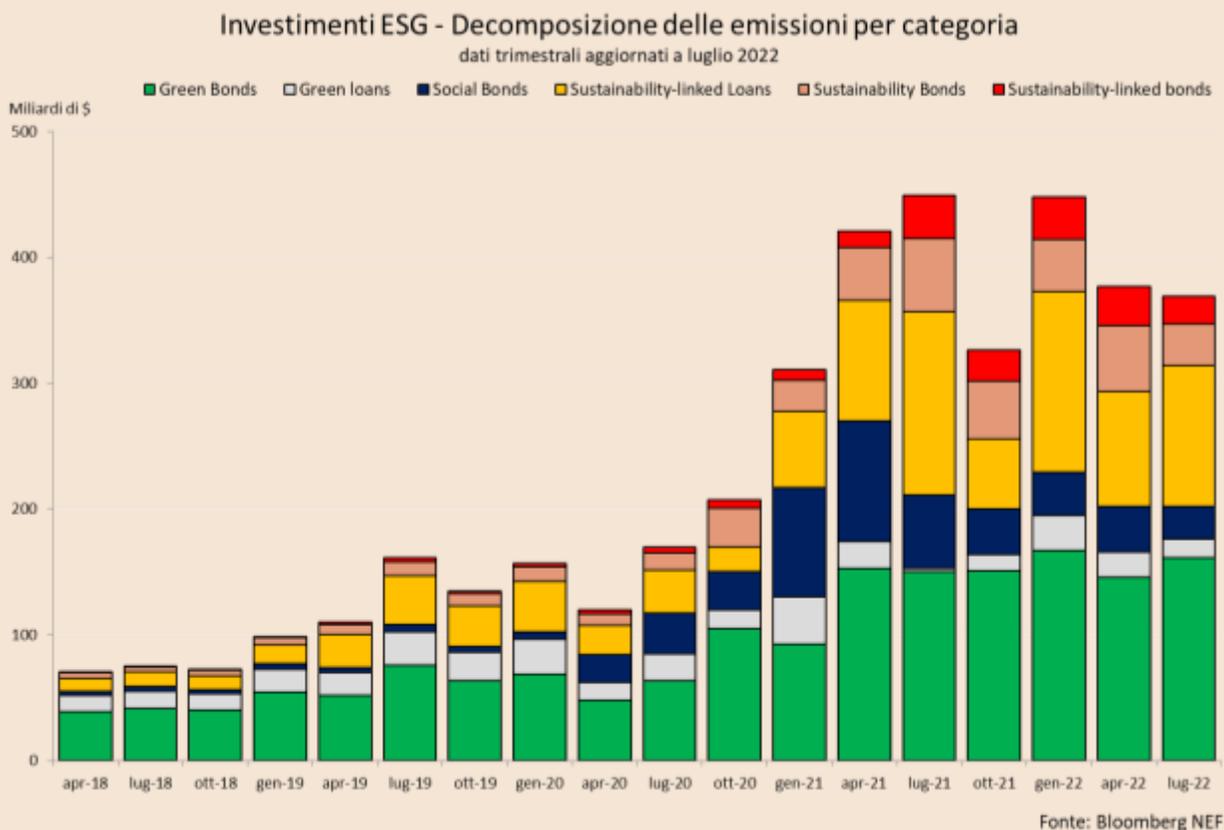
Figura 1



Fonte: Bloomberg

La schiarita si intravede anche guardando al ritmo delle emissioni. La contrazione del primo trimestre 2022 si è rivelata transitoria: Nonostante il contesto internazionale avverso, i volumi globali di obbligazioni sostenibili hanno raggiunto i 370 miliardi di \$ nel secondo trimestre, appena un -2% sul trimestre precedente (vedi Figura 2).

Figura 2



Non si è verificato il temuto crollo del mercato dei prodotti dall'ingegneria finanziaria più sofisticata, i prestiti e le emissioni obbligazionarie "*sustainability linked*" (barre gialle e rosse), che risultavano più esposti allo *stress* generale dei mercati per via della complessità, opacità ed indeterminatezza nella struttura finanziaria. Anzi, negli ultimi mesi gli emittenti si stanno dimostrando all'altezza nel modificare rapidamente lo standard di qualità delle informazioni rilasciate ai risparmiatori.

Appare in recupero anche il mercato dei green *bonds/loans* classici (barre verdi), progettati intorno ad uno standard globale di certificazione (+10%). Con 87

miliardi di \$, le emissioni europee rappresentano il 64% del totale. L'Unione Europea (UE), nell'ambito del programma *NextGeneration EU*, ha piazzato 14,6 miliardi di *green bonds* di cui 6 in un'unica emissione, seguita dal governo dei Paesi Bassi con 5,2 miliardi e dalla Banca europea per gli investimenti con 4,4 miliardi.

Nel secondo trimestre 2022, gli emittenti europei hanno preceduto gli USA, con rispettivamente il 21% e il 10% delle emissioni globali. La classifica nei primi 6 mesi del 2022 vede avanti la Germania con 32,5 miliardi di \$ (13% del totale), gli Stati Uniti con 27,9 miliardi (11%), la Cina con 26,3 miliardi (11%) e la Francia con 17,3 miliardi (7%).

Prosegue invece la contrazione del mercato dei *social bonds* (barre blu), obbligazioni destinate a finanziare le Casse Integrazioni Guadagni ed altri schemi di protezione dell'occupazione: nel 2020 l'UE era stata l'apripista a livello globale nell'emissione e *management* di *social bonds* a rischi condivisi grazie al progetto SURE (*temporary Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*) che ha aveva erogato quasi 100 miliardi di € ai Paesi membri più colpiti dalla pandemia. Il calo è da attribuire sostanzialmente alla chiusura dei principali programmi di sostegno alla crisi pandemica in Europa, USA e Corea, le cui istituzioni rappresentavano oltre il 90% degli emittenti di un mercato fortemente concentrato.

LA FINANZA STRUTTURATA VERDE STA DIVENTANDO PIÙ TRASPARENTE

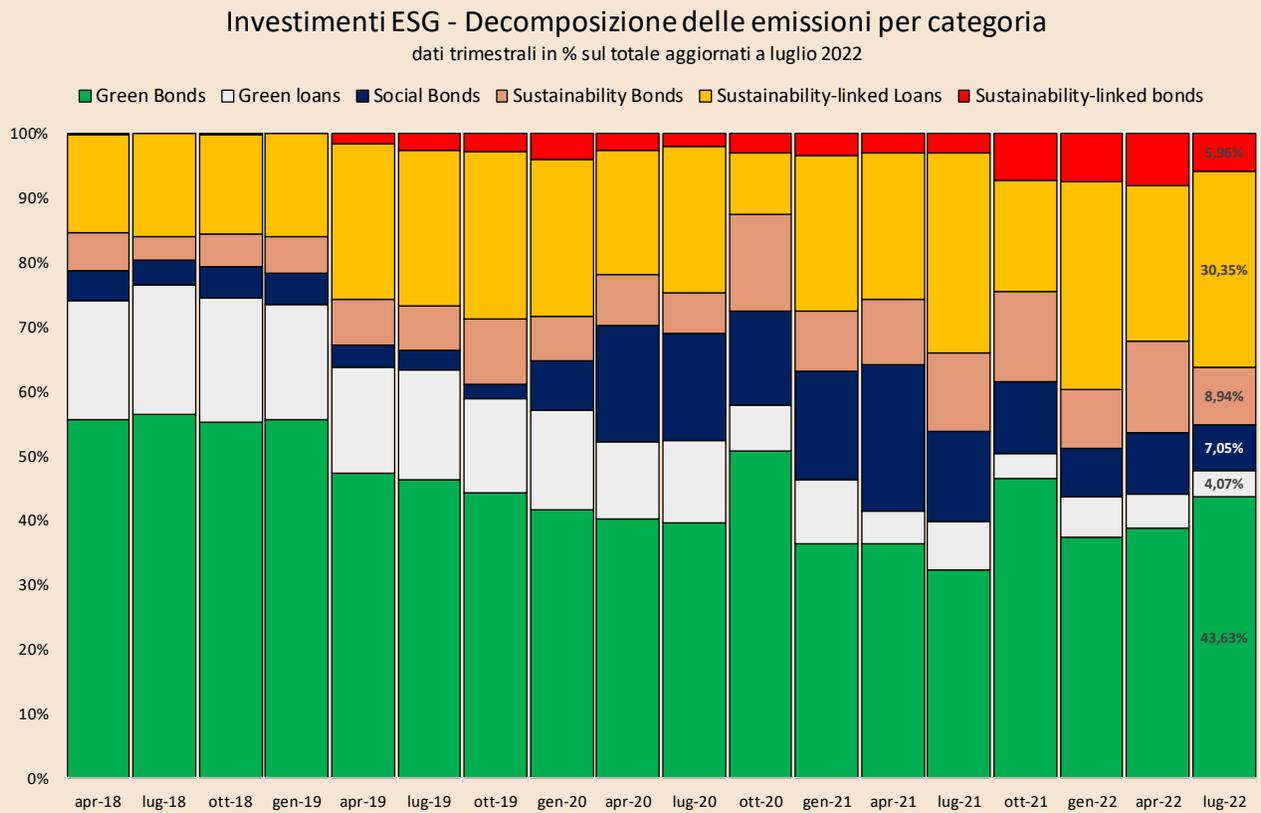
Il recupero nel collocamento dei prestiti verdi strutturati (*sustainability linked bond/loans* (SLB, SLL)) degli ultimi mesi (+23%) si è rivelato sorprendente, prendendo in contropiede la maggioranza degli analisti che paventava un rapido ridimensionamento di un mercato che aveva mostrato le caratteristiche tipiche di una bolla speculativa.

I SLD/SLL sono sostanzialmente strumenti finanziari con sfumature di verde più labili. Un'iniezione massiccia di ingegneria finanziaria nella determinazione dei rendimenti consente una maggiore flessibilità nella raccolta ed utilizzo dei

proventi, al fine di permettere ad imprese operanti in settori non *green* come l'industria chimica o degli idrocarburi di accedere ad un mercato in crescita.

In poco più di 3 anni sono arrivati a rappresentare - al picco – oltre il 38% dell'intero mercato degli investimenti ESG. Nell'ultimo trimestre le stime più ragionevoli del peso di queste categorie si aggirano intorno al 34% (vedi Figura 3, barre gialle e rosse).

Figura 3



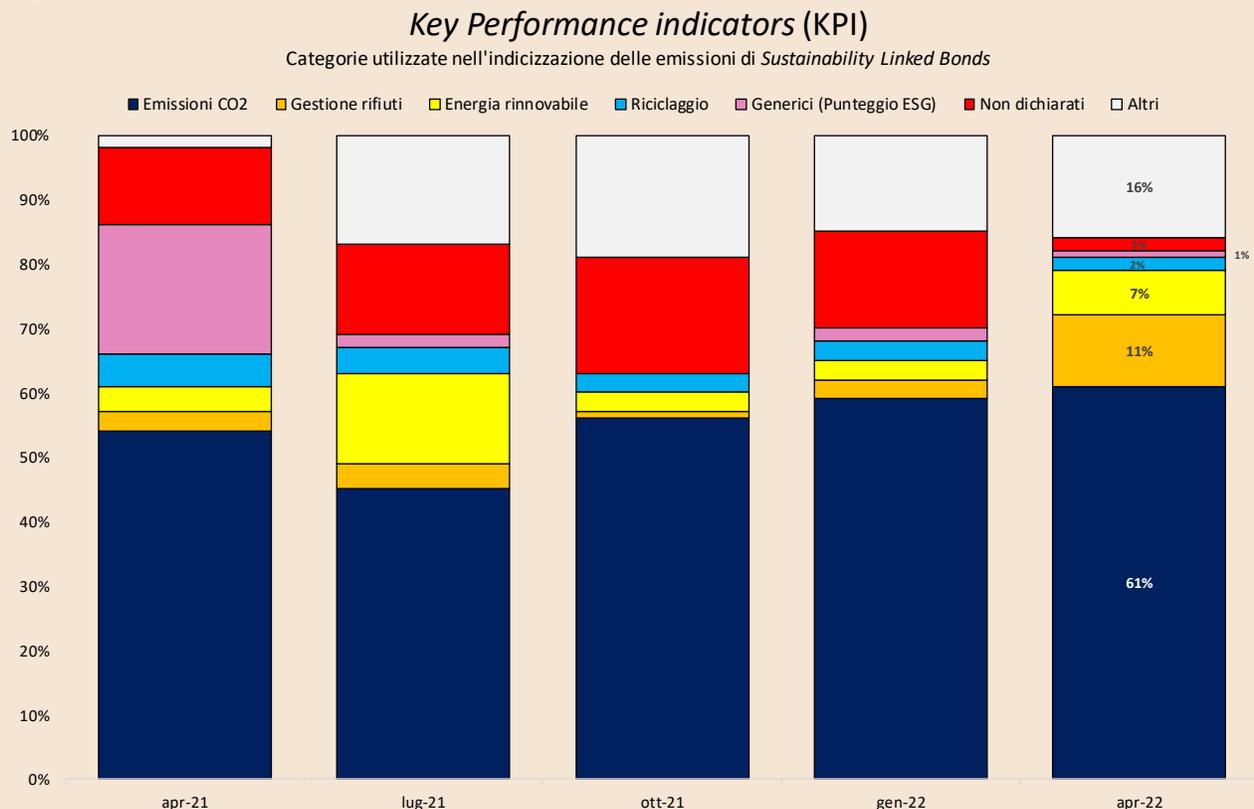
Fonte: Bloomberg NEF

Stante la presenza di obiettivi piuttosto “generici” di miglioramento dell’impatto ambientale, è sorta la necessità di ancorare (il *link*) le *performance* di questi strumenti ad indicatori chiave di sostenibilità (*key performance indicators*, KPI). In parole semplici, l’obbligazione (o il prestito) *sustainability-linked* paga delle cedole che sono collegate in maniera inversa al raggiungimento di livelli-obiettivo in alcuni indicatori chiave, che possono essere ad es. l’ammontare emesso di CO2 oppure la minimizzazione di scarti di produzione tossici.

In una prima fase di sviluppo veloce e disordinato del mercato, la mancanza di una definizione univoca e standardizzata per gli indicatori KPI che potesse consentire di effettuare un controllo esterno sul raggiungimento delle *performance* nonché paragoni chiari tra prodotti, ha favorito una rapida crescita della complessità (e dell'opacità) degli indicatori.

Si osservi a tal proposito quanto emerge dall'analisi dell'evoluzione nel tempo delle principali categorie di KPI (Figura 4). Nel corso dell'espansione record del mercato nel 2021, solo il 50% degli emittenti sceglieva di utilizzare indicatori direttamente connessi all'emissione di CO2 (barre blu). Mediamente il 15% delle imprese non pubblicava proprio nessun KPI (barre rosse), mentre risultava diffusa la prassi di ancorare le *performance* ad indicatori generali di sostenibilità calcolati da soggetti terzi secondo procedure proprietarie (gli *ESG score*, barre rosa), che amplificava l'opacità della struttura finanziaria.

Figura 4



Fonte: Climate Bonds Initiative

Negli ultimi trimestri, la pressione esercitata da un mercato in contrazione ha spinto gli emittenti a modificare rapidamente le proprie prassi, spingendo verso un innalzamento degli *standard* di trasparenza delle emissioni. Sono infatti spariti gli emittenti che non utilizzano KPI e pare in abbandono l'utilizzo di *ESG scores* generici. Cresce invece l'adozione di indicatori KPI più specifici e verificabili, connessi non solo alla produzione di CO₂, ma anche all'operatività delle imprese nel campo della gestione rifiuti/riciclaggio ed energie rinnovabili.

Un recente aggiornamento della documentazione di riferimento per l'emissione di SLB, SLL da parte dell'ICMA (*l'International Capital Market Association*, portavoce e referente globale degli emittenti di *bond*) prevede l'analisi e la categorizzazione di oltre 300 KPI, individuando per ogni settore produttivo gli indicatori più coerenti ed adatti a misurare le *performance* ambientali nell'attività intrapresa. Lo sforzo di auto-regolamentazione del mercato segue uno studio-guida della *World Bank* di novembre 2021 che presentava un primo *framework* di riferimento per la selezione di KPI.

Il mercato si evolve velocemente, insomma, ma sempre tenendo come bussola le mosse delle istituzioni europee: il 63% delle emissioni di debito verde strutturato restano infatti effettuate da imprese e governi europei.

IL RUOLO DOMINANTE DELLA NORMATIVA EUROPEA E L'ARMONIZZAZIONE “OMBRA”

L'UE è stata la prima al mondo a varare nel 2020 una “nomenclatura verde” che prevede il riferimento al tipo di attività economica finanziata (energia, attività agricole, trasporti, edilizia e manifattura) ed è trasversale a diversi mercati. Secondo l'OCSE (l'organizzazione delle economie industrializzate), essa è unica per il livello di dettaglio dei requisiti di conformità richiesti per ogni tipologia di attività economica. Solo la tassonomia UE regola settori manifatturieri “delicati” al centro di vasti reti di interessi economici come il cemento, l'acciaio, l'alluminio, i prodotti chimici e l'idrogeno.

Anche altri Paesi come la Cina o la Corea del Sud utilizzano dettagliate tassonomie come base normativa per l'emissione di obbligazioni *green* e come linee guida sul credito verde per le banche. Nel frattempo stanno proliferando (oltre 250 nel 2021) progetti di certificazione verde a vari stadi di sviluppo: Canada, Malesia, Emirati Arabi Uniti, India.

Volente o nolente, lo standard europeo sta fungendo da "magnete" per il resto del mondo, anche se il governo cinese rimane arroccato sulla definizione di una tassonomia nazionale. A giugno 2022, la piattaforma internazionale per la finanza sostenibile (IPSF, un forum inter-governativo di alto livello per la discussione di temi ambientali) ha pubblicato gli aggiornamenti della CGT, (*Common Ground Taxonomy*), un'analisi sistemica che mostra i punti in comune tra le tassonomie esistenti a livello globale.

La versione aggiornata della CGT copre 72 attività di mitigazione del cambiamento climatico, che condividono i punti in comune tra tassonomia UE e cinese; altri obiettivi ambientali saranno progressivamente coperti in futuro. Sebbene la CGT non sia un documento legale e non miri a rappresentare un unico *standard* globale, è un passo importante nel considerare la comparabilità e l'interoperabilità delle tassonomie esistenti.

La CGT sembra stia guadagnando terreno sul mercato come strumento utile per gli operatori: recentemente la *Bank of China* ha emesso una transazione da 500 milioni di \$ conforme con il CGT aggiornato. Indipendentemente dai governi insomma, gli operatori di mercato si stanno muovendo nella direzione di un'armonizzazione "ombra" delle normative di riferimento.

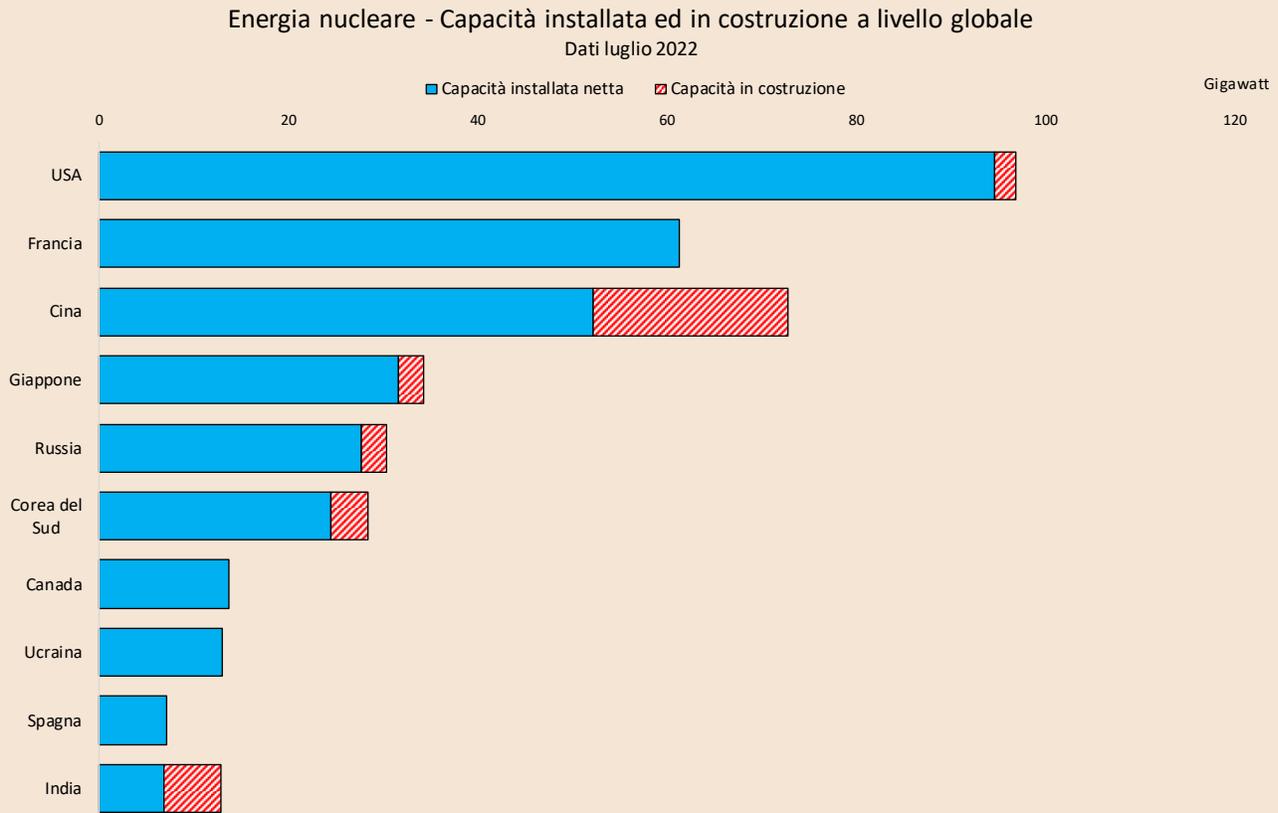
IL RILANCIO PARADOSSALE DEGLI INVESTIMENTI NUCLEARI “VERDI”

La dominanza dell'approccio normativo europeo si riflette in sviluppi imprevedibili: all'inizio di luglio, il Parlamento UE ha approvato l'inclusione di progetti afferenti all'industria nucleare e del gas nella tassonomia della finanza sostenibile, aprendo la strada all'adozione di criteri pertinenti a partire dall'inizio del 2023. Il voto parlamentare ha seguito mesi di dibattito sull'idoneità di tale incorporazione.

Complice la crisi energetica, quest'evento ha rappresentato un'enorme occasione di rilancio per l'industria nucleare europea. La società *Electricité de France* (EDF), che opera la più grande flotta di reattori del continente, ha immediatamente avviato una revisione del proprio programma di emissione di *green bonds*, prevedendo fino a 8 miliardi di € di spese finanziabili nel settore nucleare.

A livello globale, lo sdoganamento da parte dell'UE dell'energia nucleare tra le attività verdi sta esercitando una pressione non indifferente verso l'armonizzazione, soprattutto in Paese dove la *lobby* nucleare ha un peso rilevante (vedi Figura 5): il ministero dell'Ambiente coreano ha dichiarato che includerà l'energia nucleare nella tassonomia nazionale a settembre 2022, mentre la versione corrente la esclude ed ammette solo progetti connessi con il gas che utilizzano la cattura e lo stoccaggio della CO₂. In Canada, nonostante la tassonomia verde ufficiale varata dal governo escluda il nucleare dalle attività finanziabili, le società private *Bruce Power* e *Ontario Power Generation* hanno emesso oltre 500 milioni di \$ di *green bonds* nucleari secondo una categorizzazione proprietaria, incontrando il favore degli investitori. ICMA calcola che nei prossimi anni il nucleare potrebbe rappresentare più del 10% dei *green bonds* emessi dal mercato.

Figura 5



Fonte: World Nuclear Association

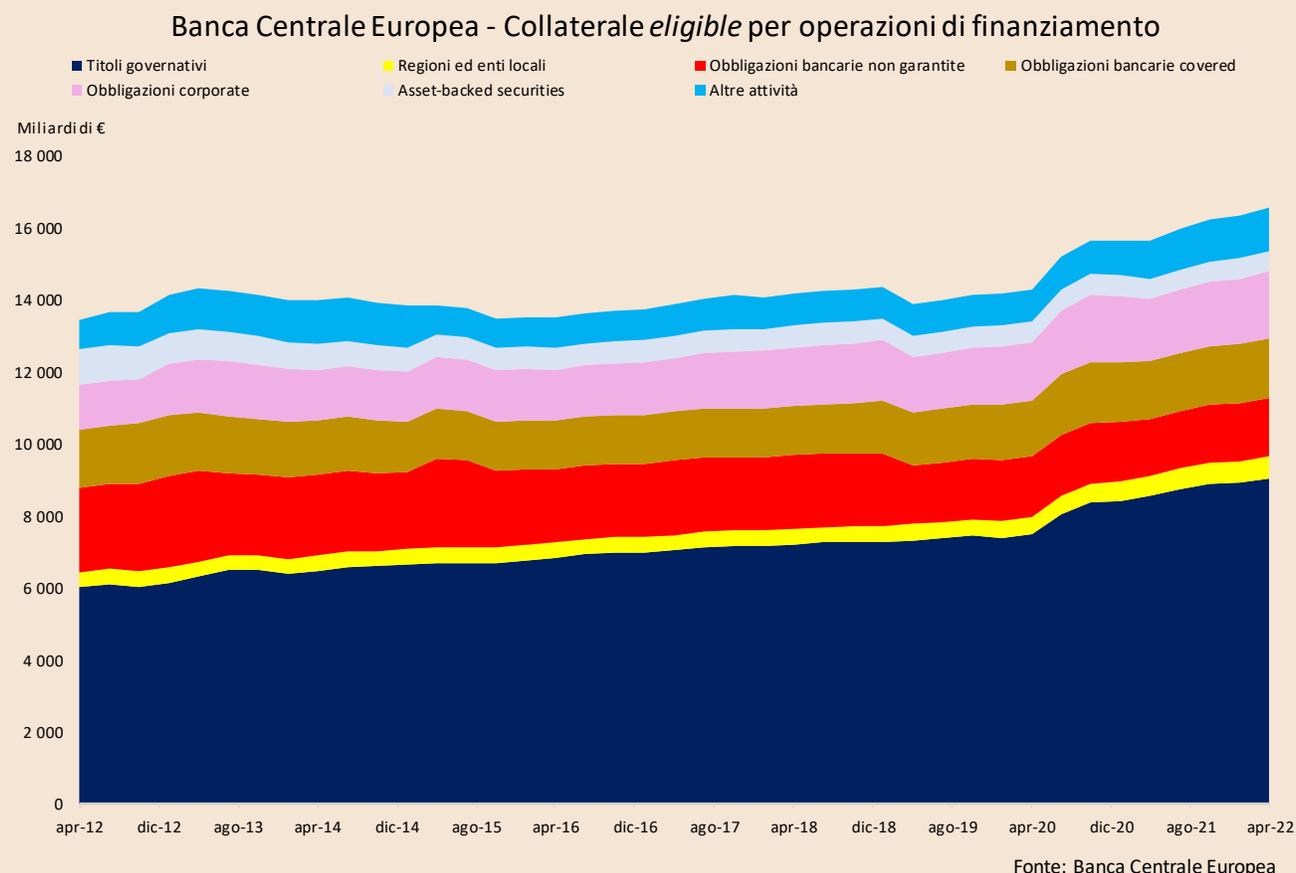
LA BANCA CENTRALE EUROPEA (BCE) E LO SVILUPPO DI UN'ALGEBRA DEL RISCHIO AMBIENTALE

Ci sono altre aree della finanza verde dove le istituzioni europee stanno definendo attivamente un quadro di riferimento.

A luglio 2022, la BCE ha annunciato l'intenzione di modificare il proprio portafoglio di obbligazioni *corporate* al fine di introdurre obblighi informativi per gli emittenti e migliorare le pratiche societarie di gestione del rischio climatico ed ambientale, in linea con gli obiettivi dell'Accordo di Parigi. Da ottobre 2022 la BCE mira a “decarbonizzare” gradualmente il portafoglio, preferendo *bond* di emittenti con una migliore *performance* climatica (meno gas serra, obiettivi di riduzione della CO2 più ambiziosi e una migliore informativa sui rischi climatici).

A livello operativo, questo si tradurrebbe innanzitutto in uno *shift* dei reinvestimenti dei titoli *corporate* acquistati nell'ambito dei programmi ordinario e pandemico verso emittenti con un ESG *score* più elevato: un bacino di circa 386 miliardi di € di titoli *eligible*. Ma non solo: la BCE prevede entro la fine del 2024 di modificare anche le regole di ammissibilità a collaterale per operazioni di finanziamento dei titoli *corporate* non finanziari. In questo caso, il bacino di titoli coinvolti si allargherebbe a circa 1.500 miliardi di € (vedi Figura 6, area rosa), circa l'8% del collaterale *eligible*. In parole semplici, titoli di imprese considerate più *green* varrebbero di più nel momento in cui venissero portati a garanzia di operazioni di finanziamento con la banca centrale.

Figura 6



Dal 2026 entrerebbe in vigore una normativa più stringente (la *Corporate Sustainability Reporting Directive* – CSRD) che definirebbe puntualmente i criteri informativi che delimitano l'ammissibilità a collaterale: una nuova algebra del

rischio ambientale che andrebbe ad integrare i classici strumenti di gestione quantitativa del rischio finanziario.

In definitiva, il mercato del debito verde si sta mostrando resiliente ed adattabile ad un contesto generale meno favorevole in cui il “denaro facile” dell’ultimo decennio connesso a tassi di interesse molto bassi sta rapidamente evaporando. Si tratta di un buon segno.

Marcello Minenna, Direttore Generale dell’Agenzia delle Accise, Dogane e Monopoli

@MarcelloMinenna

Le opinioni espresse sono strettamente personali