

La creazione di valore tramite gli strumenti di debito sostenibile

di Federico Pippo, Andrea Talamini*



Questo articolo si propone di presentare le principali tipologie di debito sostenibile e di illustrare la posizione di accademici e professionisti in merito alla convenienza economica di tali strumenti. All'interno della rivoluzione economica che la nostra società sta affrontando per creare un'impalcatura a supporto della crescita sostenibile, il ricorso al debito costituisce la via più diretta per allocare le risorse necessarie ai progetti e alle entità in grado di promuovere il cambiamento. Nel nostro sistema economico, infatti, il valore delle emissioni di strumenti di debito supera di gran lunga quello dell'equity¹ (10 trilioni di dollari vs 1 trilioni di dollari di emissioni nel 2020) ed è quindi lecito attendersi che gli investimenti sostenibili verranno prevalentemente finanziati tramite i cosiddetti «strumenti di debito sostenibile».

Nonostante gli ultimi anni siano stati caratterizzati da un notevole sforzo legislativo nel tentativo di regolamentare il mondo primordiale della finanza sostenibile, gli strumenti di debito sostenibili non sono stati coinvolti da tale impeto regolamentare, tant'è che a oggi non esiste una normativa che ne disciplini l'emissione e le caratteristiche. Gli standard attuali si fondano principalmente su modelli, contenuti e definizioni dei regolamenti europei, ma promulgati da istituzioni autonome, quali per esempio l'International Capital Markets Association (ICMA).

I PILASTRI DELLA FINANZA SOSTENIBILE

L'impianto normativo europeo, che costituisce la cornice al cui interno si collocano gli strumenti di debito sostenibile, ruota intorno a due pilastri: l'Ac-

* Federico Pippo è Direttore del Master in Corporate Finance presso SDA Bocconi. Andrea Talamini è Knowledge Analyst presso SDA Bocconi.

cordo sul clima di Parigi, che si propone l'obiettivo di limitare l'innalzamento della temperatura a 1,5 gradi, e l'Agenda 2030 che ha introdotto i Sustainable Development Goals (SDGs).

Una volta delineata la meta, la Commissione europea ha stilato il cosiddetto «Action Plan», un piano concreto che mira a creare un'economia a ridotte emissioni di carbonio anche attraverso il contributo delle istituzioni e dei mercati finanziari, fissando tre obiettivi principali: i) indirizzare gli investimenti privati e pubblici verso attività sostenibili; ii) limitare i rischi finanziari derivanti da attività nocive, dal cambiamento climatico e da questioni sociali; iii) limitare la tendenza a concentrarsi su risultati finanziari a breve termine.

I regolamenti europei volti al perseguimento dei suddetti obiettivi sono:

- il Sustainable Finance Disclosure Regulation (EU Regulation 2019/2088) che delinea i parametri per la comunicazione informativa delle società finanziarie e no;
- il Green Taxonomy (EU Regulation 2020/852) che si propone di definire una tassonomia di attività che possono essere considerate come investimenti sostenibili;
- il Corporate Sustainability Reporting Directive che regola la comunicazione informativa delle società in merito ai dati e risultati ESG;
- il Low Carbon Benchmarks Regulation (EU Regulation 2019/2089) che mira a definire standard armonizzati e trasparenti per creare indici relativi all'emissioni di carbonio.

La definizione di tale contesto normativo, seppur ancora incompleto e lacunoso, ha posto le basi per una nuova economia verde, in cui le risorse necessarie per supportare la transizione ecologica vengono allocate

anche tramite l'emissione di tipologie innovative di strumenti di debito.

IL MERCATO DEL DEBITO

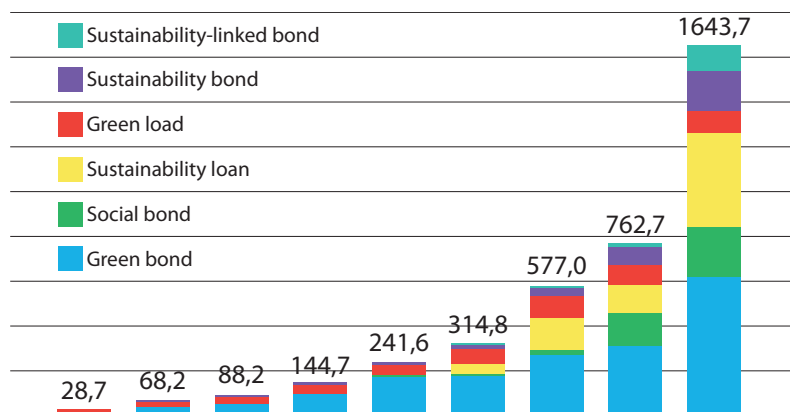
Si stima che tra il 2021 e il 2030 saranno necessari 180 miliardi di euro per raggiungere gli obiettivi climatici ed energetici e 270 milioni di euro per la gestione delle infrastrutture relative a trasporti, energia e risorse².

Con la consapevolezza che gli sforzi non sono ancora sufficienti, dato che si stima un gap tra investimenti effettuati e investimenti necessari per raggiungere gli SDG entro il 2030 pari a 2,5 trilioni di dollari all'anno, è necessario riconoscere che la direzione intrapresa ha conseguito risultati rilevanti, considerata la crescita esponenziale degli investimenti e dei finanziamenti sostenibili.

Secondo i dati riportati da Bloomberg nel «Sustainable Finance Market Outlook 1H 2022»³, nel 2021 sono stati emessi strumenti di debito sostenibile per un valore superiore a 1,6 trilioni di dollari (Figura 1), alimentando un mercato che supera complessivamente i 4 trilioni di dollari alla fine del 2021. I risultati riportati da una ricerca dell'Institute of International Finance, inoltre, prevedono emissioni di strumenti di debito sostenibili per 4,5 trilioni di dollari a partire dal 2025⁴; livelli che sarebbero in grado di conseguire gli obiettivi più ambiziosi dell'Action Plan.

Il mercato del debito sostenibile è composto da due macro-categorie: finanziamenti sostenibili e obbligazioni sostenibili. Quest'ultime, a loro volta, si suddividono principalmente in obbligazioni verdi (*green bond*) e obbligazioni sostenibili (*sustainability-linked bond*). Le prime sono strumenti che finanziano progetti specifici

FIGURA 1 | EMISSIONE ANNUA DI STRUMENTI DI DEBITO SOSTENIBILE (2013-2021)*



* Dati in miliardi di dollari.

Fonte: «1H 2022 Sustainable Finance Market Outlook», BloombergNEF, 24 gennaio 2022.

vengono emesse per contribuire direttamente alla realizzazione di attività che, a seconda della categoria, afferiscono alla sfera ambientale e/o sociale. Le seconde, invece, finanziano l'azienda come unica entità e ne supportano la strategia di crescita sostenibile.

La definizione di *green bond* riconosciuta a livello mondiale è quella fornita dall'International Capital Markets Association (ICMA) nei «Green Bond Principles» che individua il *green bond* come un'obbligazione destinata a finanziare o rifinanziare un'attività green (*green project*)⁵. La natura dello strumento, dunque, è intimamente legata al progetto che andrà a finanziare. Se l'emittente non è in grado di implementare un *green project* non potrà emettere *green bond*.

I *sustainability-linked bond* (SLB) sono uno strumento assai recente, con la prima emissione da parte di Enel che risale al 2019. Vengono definiti dall'ICMA come un qualsiasi tipo di obbligazione le cui caratteristiche finanziarie e/o strutturali possono variare in base al raggiungimento di obiettivi ESG⁶. La grande innovazione dei SLB, e prima determinante della crescita esponenziale di questo segmento, riguarda la flessibilità dello strumento. A differenza dei *green bond*, infatti, i SLB non sono legati a un progetto specifico, ma al raggiungimento di determinati obiettivi in termini di performance sostenibili. L'emittente, dunque, si impegna a raggiungere obiettivi di lungo termine che sono predefiniti, quantificabili e verificabili. Una volta selezionata l'area di impatto (ambientale e/o sociale), si determinano i Sustainability Performance Target (SPT), cioè indicatori specifici con cui verranno confrontati i risultati tangibili conseguiti, quantificati tramite KPI. Nel caso di mancato raggiungimento, i sottoscrittori beneficeranno di uno *step-up* sul coupon, che si attesta generalmente nell'intorno dei 25 punti base. Alcuni strumenti, anche se più raramente, includono uno *step-down* in caso di risultati particolarmente brillanti.

IL GREENIUM

La diffusione a macchia d'olio degli strumenti di debito sostenibile ha risvegliato un concreto interesse nel mondo accademico, che si è interrogato sulla convenienza delle emissioni dei suddetti strumenti.

Uno dei dibattiti focali verte sull'opportunità per le aziende di ottenere finanziamenti sostenibili a tassi inferiori rispetto agli strumenti tradizionali, riducendo in tal modo il costo del debito e generando conseguentemente valore economico. La discussione si è pertanto spostata sull'opportunità di ottenere il cosiddetto «*greenium*», cioè il premio negativo che i sottoscrittori del debito sono disposti a riconoscere all'emittente pur di sottoscrivere uno strumento sostenibile, e sulle determinanti dello stesso. Gli strumenti di debito sostenibili vengono pertanto emessi a un prezzo più elevato

e corrispondono un tasso di interesse più contenuto rispetto agli strumenti di debito convenzionali?

Le fondamenta logiche che sostengono le argomentazioni a favore del *greenium* riguardano ragioni etiche e di profilo di rischio. Gli investitori sarebbero disposti ad accettare tassi inferiori per finanziare progetti sostenibili in linea con i propri valori e godrebbero di un grado di rischiosità dell'investimento inferiore perché allocherebbero il proprio capitale a entità meno soggette a rischi ambientali. Mentre non è in discussione che diversi investitori traggano utilità non solo dal ritorno economico, ma anche dall'impatto ambientale e/o sociale generato dall'investimento, alcuni dubbi concernono la seconda argomentazione perché il concorso al rischio degli obbligazionisti verdi non si limita ai progetti finanziati, ma equivale a quello degli obbligazionisti convenzionali.

Per quanto concerne gli emittenti, invece, la convenienza a ricorrere a finanziamenti sostenibili risiederebbe nell'intersezione tra fattori di segno opposto: da un lato l'eventuale *greenium* e il segnale positivo inviato al mercato in termini di trasparenza, che dovrebbe ridurre le asimmetrie informative e supportare la crescita di valore nel lungo termine⁷; dall'altro i costi più elevati in termini di risorse umane ed economiche investite per emettere strumenti maggiormente complessi.

Le ricerche accademiche sono inconcludenti nel riscontrare universalmente la presenza di un *greenium*, a prescindere dallo strumento utilizzato. Tuttavia, si segnala che una cospicua parte degli studi ne mette in luce l'esistenza.

A livello generale, si può quindi affermare che è possibile, ma non garantito, ottenere un *greenium* e che le caratteristiche degli emittenti rivestono un ruolo decisivo nel determinare uno spread rispetto agli strumenti convenzionali. Dalla letteratura, infatti, risulta che esistono tipologie di emittenti maggiormente propense a ottenere un *greenium*, come le istituzioni sovranazionali e le aziende, mentre vale il contrario per le istituzioni finanziarie⁸.

Nonostante sia un concetto comune a tutte le tipologie di debito sostenibile, il *greenium* viene declinato in maniera specifica a seconda dello strumento considerato, sia esso un *green bond*, un *sustainability-linked bond* o un *green loan*.

In letteratura diverse sono le ricerche che individuano nell'universo dei *green bonds* la presenza di un *greenium*, che si aggira solitamente in un intervallo compreso tra i 5 e i 20 punti base⁹. Tuttavia, non è ancora stato raggiunto un consenso definitivo sul suo valore e sui casi in cui non viene rilevato.

È interessante notare, inoltre, come sia stata riscontrata la presenza di un *green effect halo*¹⁰ per cui l'emis-

sione di green bond impatterebbe positivamente anche sul prezzo delle azioni della società emittente.

Nel report pubblicato da CBI¹¹, infine, risulta che l'80 per cento (su un valore complessivo di circa 80 miliardi di dollari) dei green bond emessi nella prima metà del 2021 presenta un greenium. Le conclusioni, valide sia sul mercato primario sia su quello secondario, sono in linea con i report degli anni precedenti. I risultati sono confermati dallo studio di Pictet¹² che ne rileva la presenza, seppur di dimensioni ridotte, per i green bond emessi nel 2021. Greenium che risulta essere più elevato nel caso di obbligazioni con rating inferiore, emissione di bond governativi e obbligazioni emesse nel settore utility.

Per quanto concerne i SLB, la natura del meccanismo *step-up/down*, replica in parte il concetto del greenium, esplicitandolo a livello contrattuale. I sottoscrittori scommettono sull'abilità dell'emittente di migliorare alcuni indicatori di sostenibilità e sono disposti ad accettare tassi inferiori se l'emittente mantiene le promesse.

La letteratura sull'argomento è ancora agli albori e risulta quindi poco nutrita. Le prime ricerche che indagano la materia risalgono al 2020-2021 e rilevano la presenza del greenium analizzando più di 100 emissioni di SLB¹³. Vengono inoltre osservate in quali situazioni lo *step-up* è in grado di incentivare gli emittenti¹⁴.

In una ricerca interna si evidenziano alcuni risultati degni di nota. L'esistenza di un greenium per gli strumenti in questione è confermata. Anche nei casi in cui si verifica il mancato raggiungimento degli SPT, il greenium persiste, indicando che lo *step-up* sul coupon non è sufficiente a coprire i sottoscrittori. Si segnala, tuttavia, che nel 40 per cento delle osservazioni effettuate, l'onere economico dell'insuccesso è a carico dell'emittente. Tra le variabili che contribuiscono ad aumentare la dimensione del greenium ci sono: materialità del KPI, ambizione del SPT.

A livello pratico, il caso di Enel è tra i più emblematici del panorama dei SLB. Il settore energetico è il fulcro della rivoluzione verde visto che produce il 73 per cento delle emissioni di gas serra. Nel tragitto verso un'economia sostenibile che si fonda sull'utilizzo di energia rinnovabile, Enel si è fatta portavoce del cambiamento, dichiarando che raggiungerà entro il 2040 un livello di emissioni nette pari a zero per tutta la catena del valore (scope 1, 2 e 3)¹⁵. L'obiettivo, in linea con l'SDG 7 e 13, verrà sostenuto da finanziamenti contratti tramite SLB, secondo un piano che prevede investimenti per 17,2 miliardi di euro in capacità di energia rinnovabile e dismissione di impianti a combustibile fossile.

Per verificare il raggiungimento degli SPT, sono stati selezionati due KPI materiali che verranno misurati

e revisionati esternamente. Il primo riguarda l'emissione diretta di gas serra (scope 1) che Enel intende ridurre dell'80 per cento entro il 2030 rispetto al valore del 2017. Il secondo è la percentuale di energia rinnovabile installata che dovrebbe aumentare all'80 per cento entro il 2030 e al 100 per cento entro il 2040. La bontà del piano è stata riconosciuta dal mercato e questa tipologia di finanziamento ha permesso di ridurre il costo del debito di 15 punti base.

L'inizio dell'emissione di SLB segna un passaggio chiave nella creazione di un sistema economico sostenibile. Concedere ampi gradi di libertà agli emittenti nel raggiungere gli obiettivi sostenibili prefissati significa riconoscere che l'azienda è l'entità più adatta a individuare il contributo specifico che può fornire nell'ecosistema sostenibile. La direzione da seguire, infatti, non è più dettata dalle istituzioni esterne, che tramite i green bond concentravano le proprie risorse su progetti mirati, ma proviene dalla gestione strategica e innovativa dell'azienda. L'emissione di SLB, dunque, non si limita a raccogliere risorse finanziarie, ma contribuisce a segnalare al mercato la volontà dell'azienda di intraprendere un percorso sostenibile che trasformerà concretamente le attività aziendali.

Nel panorama dei prestiti verdi (*green loans*), infine, si segnala che l'interesse del settore bancario per la sostenibilità è in costante crescita, tanto che il rating ESG si sta sempre più integrando come componente del merito creditizio.

Aziende che riportano ottime performance in termini di CSR (Corporate Social Sustainability), infatti, sono in grado di generare flussi di cassa più stabili, riducendo in tal modo la rischiosità operativa e il rischio di default. Finanziare le imprese sostenibili, inoltre, rafforza la reputazione dell'istituzione ed è in linea con i nuovi requisiti di Basilea.

A livello accademico, diversi sono i paper che rilevano una correlazione negativa tra CSR e tasso di interesse dei prestiti. Talvolta i risultati indicano che l'effetto è presente solo in caso di performance CSR negativa, cioè il costo del debito aumenta quando sono presenti elevati rischi ambientali, ma non diminuisce in caso contrario¹⁶; in altri casi, invece, la relazione è biunivoca e impatta anche altri fattori come la dimensione e i tempi di rimborso del debito¹⁷.

Risultati particolarmente interessanti derivano dalle ricerche che considerano anche il rating di sostenibilità delle banche. Quando le banche presentano rating elevati, aumenta lo scarto tra tassi d'interesse concessi ad aziende meritevoli rispetto a quello delle aziende con rating ESG contenuto¹⁸. Se i valori e le culture aziendali di banche e aziende sono allineati, si crea un clima di fiducia che consente di ridurre le asimmetrie informative, costruire un rapporto di lungo termine, comprendere le

esigenze altrui e in definitiva ridurre il costo del debito.

I principali risultati della letteratura vengono confermati anche da un'analisi interna che copre il decennio 2010-2020 e analizza più di 1.200 prestiti nel mercato inglese e statunitense. I dati evidenziano una correlazione negativa e statisticamente significativa tra performance CSR e costo del debito, anche dopo aver controllato per le variabili che solitamente determinano il merito creditizio, come il *leverage ratio*, il livello di redditività e la probabilità di default.

Dalla disamina effettuata si evince che la presenza del greenium è un fattore comune a tutti gli strumenti

di debito, che trova però giustificazione più nelle preferenze degli investitori piuttosto che su solide basi economiche.

Diventa quindi imprescindibile tutelare la fiducia del mercato e degli investitori perché qualora crollasse il mercato del debito sostenibile perderebbe il suo pilastro portante¹⁹.

Solo tramite la certificazione, le verifiche e i rating di società autonome e indipendenti è possibile garantire un clima adatto allo sviluppo dell'economia sostenibile in cui le preferenze dei sottoscrittori possono creare le condizioni d'esistenza del greenium.

¹ «Global Debt Capital Markets Review», Refinitiv, 2020.

² «Renewed Sustainable Finance Strategy and Implementation of the Action Plan on Financing Sustainable Growth», European Commission, 2018.

³ «Sustainable Debt Issuance Breezed Past \$1.6 Trillion in 2021», BloombergNEF, 12 gennaio 2022.

⁴ «Bonds that Build Back Better», Pictet Asset Management.

⁵ «Green Bond Principles Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds», ICMA, 2021.

⁶ Ibidem.

⁷ D. Liberati, G. Marinelli, «Everything you Always Wanted to Know About Green Bonds (but Were Afraid to Ask)», *Questioni di Economia e Finanza*, Banca d'Italia, 2021.

⁸ S. Fatica, R. Panzica, M. Rancan, «The Pricing of Green Bonds: Are Financial Institutions Special?», *Journal of Financial Stability*, 54, 2021; Kapraun et al., «(In-)Credibly Green: Which Bonds Trade at a Green Bond Premium?», *Proceedings of Paris December 2019 Finance Meeting EUROFIDAI-ESSEC*, 2019.

⁹ R. Preclaw, A. Bakshi, The Cost of Being Green, USA, Barclays Research, 2015; T. Ehlers, F. Parker, «Green Bond Finance and Certification», *BIS Quarterly Review*, settembre 2017; O.D. Zerbib, «The Effect of Pro-Environmental Preferences on Bond Prices: Evidence from Green Bonds», *Journal of Banking and Finance*, 98, 2019.

¹⁰ «Green Bonds May Have Halo Effect», *Markets Media*, 3 novembre 2019.

¹¹ «Green Bonds Show Pricing Advantages for Both Investors & Issuers in Strong Start to 2021», *Climate Bonds*, 16 settembre 2021.

¹² «Bonds that Build Back Better», Pictet Asset Management.

¹³ J. Kolbel, A. Lambillon, «Who Pays for Sustainability? An Analysis of Sustainability-Linked Bonds», *SSRN*, 2022.

¹⁴ T. Berrada, L. Engelhardt, T. Gibson, P. Krueger, «The Economics of Sustainability Linked Bonds», *Swiss Finance Institute Research Paper Series*, 2022, pp. 22-26.

¹⁵ «Open Power for a Brighter Future. We Empower Sustainable Progress. Sustainability Report 2020», Enel, 2020.

¹⁶ S. Chava, «Environmental Externalities and Cost of Capital», *Management Science*, 60(9), 2014, pp. 2223-2247.

¹⁷ M. Nandy, S. Lodh, «Do Banks Value the Eco-Friendliness of Firms in their Corporate Lending Decision? Some Empirical Evidence», *International Review of Financial Analysis*, 25, 2012, pp. 83-93.

¹⁸ M. Kim, J. Surroca, J.A. Tribó, *Impact of Ethical Behavior on Syndicated Loan Rates*, *Journal of Banking & Finance*, 38, 2014, pp. 122-144.

¹⁹ Come dimostra il seguente studio in cui i bond certificati da CBI presentano un greenium maggiore: S. Meyer, K. Henide, «Searching for "Greenium". Evidence of a Green Pricing Premium in the Secondary Euro-Denominated Investment Grade Corporate Bond Market», *HS Markit*.

IN SINTESI

- Il contesto normativo europeo che si propone di definire e guidare la transizione verso un'economia verde è in costante trasformazione. Negli ultimi anni, infatti, sono stati emanati diversi regolamenti europei, tra cui: SFDR, Green Taxonomy, CSRD, Low Carbon Benchmarks Regulation.
- All'interno di questo panorama, gli strumenti di debito sostenibile, in particolare green bond, sustainability-linked bond e green loan rappresentano una soluzione innovativa e in costante crescita per finanziare le attività e i progetti verdi. Nel 2021, infatti, il valore delle emissioni di debito sostenibile ha raggiunto 1,6 trilioni di dollari.
- La diffusione di queste tipologie di strumenti di debito è stata accelerata dalla possibile presenza del cosiddetto greenium, cioè il premio negativo che i sottoscrittori del debito sono disposti a riconoscere all'emittente pur di sottoscrivere uno strumento sostenibile.