



AGOSTO 2024

Oltre le obbligazioni green

Riassunto del Sustainable Euro IG Credit



Dany da Fonseca, CFA
Senior Portfolio
Manager



Vincent Compiègne
Deputy Global Head
of ESG Investments
& Research



Patrick Zeenni, CFA
Head of Investment Grade
& Credit Arbitrage

**La nuova normativa europea in
materia di trasparenza, nuovi tipi di
obbligazioni con caratteristiche
sostenibili, e nuovi tipi di rischi e
benefici presenti sul mercato del
credito investment grade in euro, che
si aggiungono alle sfide esistenti.**

Se, come prevediamo, questo aumento di trasparenza accrescerà l'interesse nella sostenibilità sui mercati del reddito fisso in euro, farà crescere anche il bisogno di un'analisi attenta dei fondamentali e del pricing dei rischi. Dovrebbe fornire opportunità di performance per investitori attivi e analitici.

Un percorso sostenibile verso il credito investment grade in euro.

“

Siamo convinti che le aziende che sfruttano le opportunità e le sfide legate alla sostenibilità in combinazione con le opportunità e le sfide finanziarie siano quelle che più probabilmente genereranno valore.

-Wim van Hyfte, Global Head of ESG Investment & Research

Secondo la nostra esperienza, l'analisi ESG deve sempre essere accompagnata da un'analisi fondamentale del credito. Con l'evoluzione dei mercati, evolvono anche i dettagli del nostro approccio.

Il credito investment grade (IG) è particolarmente asimmetrico: i benefici vanno a coloro che sono in grado di prevedere e prezzare i rischi ed evitare le perdite. La governance, un fattore extra-finanziario, è da lungo tempo un indicatore di affidabilità creditizia. Riteniamo che altri fattori extra-finanziari, inclusi i fattori ambientali e sociali, stiano già aiutando a gestire i rischi di calo. (Per informazioni su come valutiamo le attività, vedi la nostra [Politica di esclusione di Candriam](#)).

I prodotti di investimento "Articolo 9"¹, per esempio, devono basarsi su una solida procedura di selezione ESG, da svolgersi in ogni fase per ottenere risultati

e rendicontare sui Key Performance Indicators (KPI). A tale scopo, integriamo fattori extra finanziari ed escludiamo alcune aziende e persino settori. È utile notare che alcuni label sostenibili nazionali, come il *Label ISR* francese e il *Febelfin* belga, insistono sempre di più su una politica di esclusioni settoriali.

Il percorso Net Zero diventerà probabilmente un rischio finanziario oltre che uno extra-finanziario, a giudicare dai commenti raccolti al Forum annuale di Davos. Riteniamo che l'impronta di carbonio del portafoglio sia un passo in avanti importante verso una misurazione più concreta del rischio finanziario.

Questo documento è una versione più breve del white paper Candriam, [Beyond the Green Bond: A Sustainable Future for IG Credit?](#) pubblicato nel luglio 2024

1 – Secondo l'Articolo 9 della SFDR dell'Unione europea o del Sustainable Finance Disclosures Regulation, questi portafogli hanno obiettivi di sostenibilità distinti.

Cosa vediamo in questo contesto in evoluzione?

Nuovi formati, quali le obbligazioni green e sustainability-linked, offrono non solo nuove opportunità per investitori sostenibili, ma anche nuove informazioni e nuova trasparenza a tutti gli investitori, in quanto gli emittenti divulgano parametri sempre più utili se scelgono di utilizzare questi nuovi formati.

Maggiore trasparenza, maggiore complessità, maggiori opportunità per valutare e gestire i rischi,

maggiori opportunità per una gestione attiva e, soprattutto, un maggior bisogno di analisi fondamentale. Il framework normativo europeo è sempre più dettagliato. Riteniamo che sia più semplice per i gestori che avevano già predisposto queste metodologie.

È una nostra convinzione che tanto le performance finanziarie quanto quelle di sostenibilità saranno presto in prima linea nei portafogli IG in euro.

La strada da percorrere.

Trasparenza attraverso le norme

La trasparenza sta migliorando la sostenibilità in tutti i mercati obbligazionari d'Europa. Diverse operazioni a lungo termine svolte da diversi attori, inclusi governi, investitori e altri, si stanno realizzando, specialmente in Europa. In particolare, riteniamo che i requisiti di rendicontazione aziendale della Direttiva EU Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) cambino le regole del gioco. *Nel 2024, per la prima volta, le aziende in Europa devono rendicontare su parametri di sostenibilità e azioni ESG in modo comprensivo, comparabile e sottoposto a revisione.* Ne deriveranno dati completi, comparabili e sottoponibili a revisione per investitori e altri soggetti. Il focus sarà su dati leading piuttosto che su dati "lagged", in particolare su piani aziendali di decarbonizzazione prospettici. Insieme, CSRD e SFDR forniscono trasparenza per un investimento sostenibile e engagement più efficace con gli emittenti. Se da un lato farà crescere il bisogno di un'analisi attenta dei

fondamentali e del pricing dei rischi, prevediamo che questa maggiore trasparenza accresca l'interesse nella sostenibilità sui mercati del reddito fisso in euro.

Basta guardare al settore finanziario. Questo settore rappresenta un incredibile 35%² dell'indice di riferimento,³ e richiede un'analisi ESG due volte più robusta. Sulla base della nostra analisi dei fondamentali delle aziende su base individuale, solo sette dei 17 istituti finanziari del nostro universo investibile europeo sono allineati ai parametri di valutazione ambientale di Candriam.

Gli organismi di regolamentazione delle banche, in particolare la BCE, sottolineano l'esigenza che le banche prendano in considerazione il rischio climatico e siano più trasparenti sulle aziende che finanziano. Pensiamo che l'introduzione di un "climate capital buffer" per le banche sia imminente e significativo.

2 - Fonte: iBoxx. Il 35,1% si applica a banche e compagnie di assicurazioni, ma esclude l'immobiliare. Al giugno del 2024.

3 - Basato su iBoxx EUR Corporates (Total Return), frequentemente usato per definire il Credito corporate IG europeo. In questo documento, "indice di riferimento" si riferisce a iBoxx EUR Corporate (Total Return) salvo diversa indicazione. Tutti i dati relativi all'indice di riferimento sono del giugno 2024.

La trasparenza attraverso nuovi formati di obbligazioni

Il debito sostenibile (bond GSS), incluse obbligazioni green, social bond, obbligazioni di sostenibilità e obbligazioni sustainability-linked, è cresciuto da meno di €30 miliardi a livello globale nel 2015⁴ a €3300 miliardi a dicembre 2023, €1800 miliardi dei quali sono emessi da aziende europee. In Candriam, riteniamo non solo che le obbligazioni dovrebbero finanziare un progetto ambientale o sociale, ma che la società emittente debba essere anche allineata al nostro approccio ESG olistico. Se l'emittente capogruppo non segue una direzione sostenibile, questa obbligazione *NON* va acquistata nei nostri portafogli sostenibili.

Le obbligazioni GSS forniscono agli investitori nuovi strumenti che potrebbero migliorare la sostenibilità dell'intero mercato del credito corporate euro. Questi bond finanziano progetti specifici con impatti positivi ambientali o sociali. Secondo gli orientamenti volontari dell'ICMA (International Capital Market Association), e ben presto secondo la nuova EuGB (EU Green Bond Standards), gli emittenti si impegnano a rispettare quattro pilastri: Uso dei proventi, Selezione di progetti severamente definita, Gestione dei proventi e Rendicontazione trasparente e completa. La EuGB fornisce anche un label per i green bond emessi da aziende europee. Per ottenere il label, le norme sono obbligatorie e non volontarie, e devono essere sottoposte a revisione.

I bond sustainability-linked sono un formato più recente. Offrono un impegno per la performance sostenibile dell'azienda nel complesso. Se obbligazioni green e social canalizzano gli investimenti in progetti specifici, non rappresentano sempre un impegno a livello corporate.

L'emittente definisce un KPI e un orizzonte temporale, detto anche Target di performance sulla sostenibilità (SPT). Se l'emittente manca di raggiungere l'obiettivo, paga tipicamente 25 pb in più nel tasso di interesse della cedola. Un po' come un'assicurazione per il livello più alto di rischio che comporta l'obbligazione se l'emittente non raggiunge l'obiettivo. Questo è l'inizio di un modo in cui il mercato obbligazionario prezzi i rischi ESG. Prevediamo che gli SLB comporteranno una maggiore integrazione delle considerazioni ESG su tutto il mercato, anche tra gli investitori non sostenibili. I bond sustainability-linked sono nelle prime fasi e mancano di standardizzazione. Investire in SLB richiede un maggiore livello di competenza ESG. È importante il fatto che gli obiettivi debbano essere sufficientemente ambiziosi.⁵

Sulla base di questi benefici, sembra giudizioso includere almeno un minimo di green bond all'interno dei portafogli del credito.

Misurazione: impronta di carbonio del portafoglio e beta carbonio del portafoglio

L'impronta di carbonio di un portafoglio misura non solo l'impatto carbonio della strategia, ma anche il

suo *rischio* di carbonio, incluso il Rischio finanziario se gli investitori richiedono un tasso più alto per

4 - Candriam, Bloomberg.

5 - Gli obiettivi insufficientemente chiari o ambiziosi sono un fattore di considerazione primario per i voti per procura di Candriam su tutti gli argomenti. Vedi il [Rapporto su votazioni e interlocuzioni Candriam](#).

aziende ad alto carbonio, il Rischio reputazionale, il Rischio di attivi stranded e il Rischio politico, per esempio l'implementazione della tassa sul carbonio.

I policymaker stanno vagliando strategie per limitare le emissioni di gas a effetto serra; inoltre, il carbon pricing è un approccio ampiamente dibattuto. Il EU Emissions Trading Scheme (EU ETS), un sistema per la limitazione e lo scambio del carbonio inaugurato nel 2005, definisce un massimo di emissioni che decresce nel tempo. Le aziende che superano la quantità loro concessa devono acquistare diritti aggiuntivi dalle società con un surplus. Al giugno del 2024, il valore monetario era

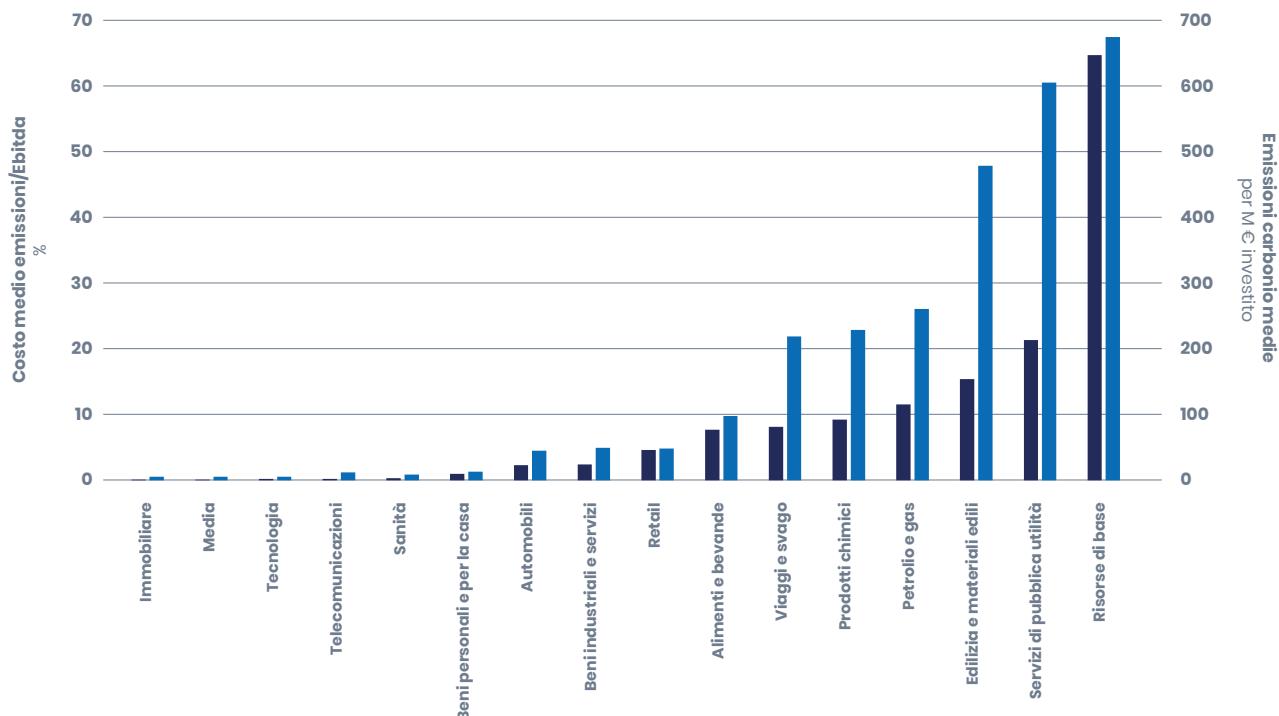
di €66,6 per equivalente in tonnellate metriche di CO₂.⁶ Se le emissioni fossero improvvisamente tassate a quel prezzo, vi sarebbe un impatto su margini e qualità del credito di ogni emittente?

Secondo la nostra analisi, per alcuni settori ad elevata intensità di carbonio a basso margine, la tassa sul carbonio potrebbe superare la metà della media dell'EBITDA. Se questa "tassa" è parte dei costi operativi, abbiamo riscontrato che 20 aziende nell'universo di investimento Euro IG registrerebbero cali di EBITDA di più del 30%!

Figura 1:

Emissioni per settore industriale
Costo potenziale delle emissioni/EBITDA (LHS), ed emissioni di carbonio per € milione di Valore di impresa (RHS)

■ Costo medio emissioni/Ebitda
■ Emissioni medie di carbonio (per M € investito)



Fonte: Candriam, iBoxx, Trucost, Bloomberg.

A livello emittente, l'analisi del rischio del carbonio dovrebbe includere non solo l'impronta attuale, ma anche il posizionamento di ogni azienda relativamente al proprio scenario di Sector Decarbonization Approach (SDA), le operazioni future in fatto di decarbonizzazione e altri elementi. Tra gli emittenti con punteggio basso in fatto di impronta di carboni, vi sono differenze di strategia che è importante catturare da una prospettiva ESG.

Consideriamo l'esempio dei Servizi di pubblica utilità, che rappresentano l'11% dell'indice di riferimento Euro, ma uno sproporzionato 25%-30%⁷ delle emissioni globali di CO₂. Non è abbastanza individuare l'utilizzo di carbone o gas. Dobbiamo sapere in quali modalità la spesa in conto capitale è allocata a solare, eolico, ecc., e in che modo ogni società raggiungerà i propri obiettivi di emissioni a lungo termine e mix energetico,

per non parlare del rischio degli attivi "stranded".

Ecco perché preferiamo considerare l'esposizione all'impronta di carbonio quale rischio di carbonio "sistemico" e a livello di portafoglio. A livello di portafoglio crediamo che l'impronta di carbonio possa fornire una buona immagine del "beta carbonio" di un portafoglio, ovvero la sensibilità del valore del portafoglio alle emissioni di carbonio.

Dati i rischi finanziari associati alla transizione verso il Net Zero, **raccomandiamo che i portafogli sostenibili mirino a un beta inferiore alla media per il rischio di carbonio. Proponiamo un target beta di 0,7 o del 30% al di sotto del mercato del credito.**

Questo target si allinea anche alle soglie definite da alcuni dei benchmark del Regolamento sugli indici di riferimento UE di transizione climatica.

Come superare le sfide del portafoglio

I timori relativi all'investimento sostenibile comportano il rischio di green-washing (incluso il 'social-washing') e il rischio di sottoperformare il mercato più ampio, anche se la normativa sulla trasparenza nell'UE sta aiutando a ridurre il rischio di greenwashing.

Un timore in merito alla performance sorge dal calcolo ineluttabile che l'investimento sostenibile riduce le dimensioni dell'universo di investimento, tipicamente del 10-40%.⁸ Il solito timore è che la minore scelta di titoli potrebbe ridurre parte del potenziale di rendimento finanziario, che potremmo chiamare "premio ESG". Per Candriam, la differenza di spread media ponderata tra il nostro universo Sostenibile e il mercato IG complessivo è vicino allo 0 (circa -2 pb) per una duration simile.⁹ Ciò significa che nel lungo termine (per esempio, fino a scadenza) e presumendo lo stesso rischio di downgrade o default tra i due universi, non vi è ragione perché il nostro universo Sostenibile debba sottoperformare il più ampio indice di riferimento iBoxx.

Se si guarda solo ai green bond e ai loro simili,

l'universo è molto limitato rispetto al più ampio mercato euro complessivo: appena il 16%. Gli investitori pagano un 'greenium'? Ovvero, accettano rendimenti minori per questi bond speciali? Gli studi accademici hanno raggiunto una gamma di conclusioni differenti, ma il nostro lavoro mostra che eventuali greenium sono modesti.

Siccome le esclusioni di settore stanno diventando indiscutibili in un universo Sostenibile, la questione è non è se vi sia una tendenza relativa al mercato più ampio, ma quanto sia grande questo tendenza. Abbiamo esaminato le correlazioni dei rendimenti del settore per azioni e obbligazioni utilizzando prezzi per l'azionario Eurostoxx 600, e correlazioni dello spread dei settori all'interno delle obbligazioni corporate iBoxx euro. Nel credito, le esclusioni settoriali creano meno tendenza, misurata tracciando gli errori, rispetto all'azionario, e la differenza è stata netta.

Dettagli ulteriori sono presenti nel nostro white paper, [Beyond the Green Bond: A Sustainable Future for IG Credit?](#)

8 – Fonte: ISR label, Peers flagships, European Securities and Markets Authority final guidelines on fund names.
9 – Candriam, Bloomberg.

Il Processo analitico sostenibile di Candriam

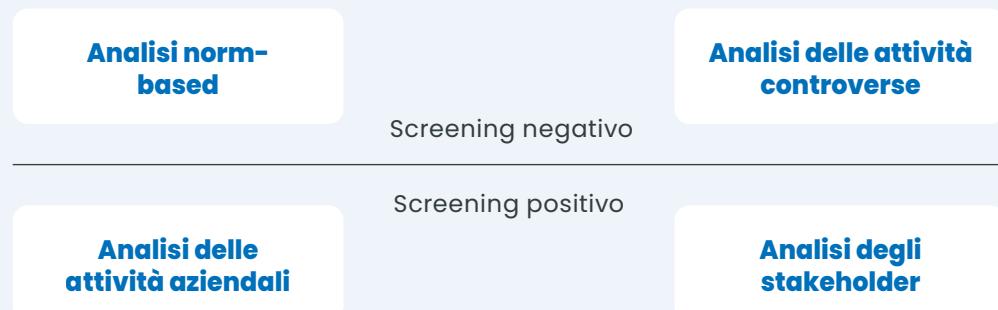
Analizziamo ogni emittente e ogni emissione prima di includere i relativi titoli in qualsiasi portafoglio. In tutti i portafogli vengono integrati in qualche modo fattori ESG. Per i portafogli sostenibili, il processo comporta una maggiore profondità di analisi. L'analisi ESG deve infatti essere sempre accompagnata da un'analisi fondamentale del credito.

La nostra combinazione di analisi positive e negative ci consente di identificare le opportunità di crescita che possono migliorare il flusso di cassa, e i rischi che

potrebbero danneggiare l'affidabilità creditizia o persino "incagliare" attivi.

Lo stato dell'arte nella finanza ha percorso un lungo viaggio da quando Candriam ha costituito il Team di ricerca ESG in-house nel 2005.¹⁰ Noi e molti altri investitori lavoriamo continuamente per migliorare la disponibilità e la trasparenza delle informazioni extra-finanziarie relative agli investimenti. Miglioriamo continuamente il nostro approccio analitico per una maggiore trasparenza, le necessità dei clienti e le modifiche normative.

Il nostro processo consiste di quattro pilastri:



Ulteriori dettagli sono disponibili nei nostri [Codici sulla trasparenza](#).

Nel tempo, prevediamo che le classificazioni europee SFDR forniranno definizioni più armonizzate a livello internazionale; per il momento però, la classificazione è soggetta all'interpretazione di ogni gestore di attivi.

I principali rischi della strategia IG euro sostenibile sono:

• **Rischio di perdita di capitale:**

Non vi è alcuna garanzia per gli investitori in merito al capitale investito nella strategia in questione; inoltre, gli investitori potrebbero non ricevere l'intero importo investito.

• **Rischi di investimento ESG:**

Gli obiettivi non-finanziari riportati nel presente documento si basano sulla realizzazione di ipotesi elaborate da

Candriam. Queste ipotesi sono sviluppate sulla base dei modelli di rating ESG di Candriam, la cui attuazione richiede l'accesso a vari dati quantitativi e qualitativi, a seconda del settore e delle attività precise di una determinata società. La disponibilità, la qualità e l'affidabilità di questi dati possono variare e pertanto possono influire sui rating ESG di Candriam. Per ulteriori informazioni sul rischio di investimento ESG, consultare i documenti regolamentari.

10 - L'anno seguente, nel 2006, Candriam divenne firmataria fondatare degli UN PRI (Principi per l'investimento responsabile dell'ONU).

Conclusioni: Performance sostenibile?

Accrescere la trasparenza, specialmente nell'UE, ci consente sempre di più di misurare effettivamente la performance sostenibile di un portafoglio, oltre alla performance finanziaria. Ciò comprende la crescente offerta di strumenti specifici nel reddito fisso¹¹ (quali i green bond, i bond sociali e sostenibili). L'impronta di carbonio sta diventando un'immagine affidabile del rischio di transizione. I rischi di transizione comprendono l'impatto degli obiettivi di decarbonizzazione definiti dai grandi investitori del credito europei (quali la BCE e gli istituti finanziari impegnatisi verso il Net Zero).

La nostra società, e perciò la nostra economia e i mercati finanziari, devono affrontare grandi sfide,

inclusi il cambiamento climatico, l'invecchiamento della popolazione, la scarsità delle risorse, la reperibilità dell'acqua e altro ancora. I mercati finanziari sono parte importante del reperire soluzioni. Perché il denaro *sostenibile* è e sarà cruciale per queste questioni sociali che minacciano la nostra economia, è importante ottimizzarne la performance ponderata per il rischio. In che modo ciò si applica alla gestione di un portafoglio IG?

Riteniamo che le strategie sostenibili nel credito investment grade in euro possano offrire vantaggi sociali e migliorare la performance finanziaria.

Siamo lieti di essere giudicati su entrambi.

¹¹ - Le azioni sono emesse una volta sola. È difficile cambiare (statuto, ecc.) e gli aumenti del valore delle azioni non generano nuova liquidità per l'azienda. Le nuove emissioni di azioni sono rare. I bond maturano e le nuove obbligazioni finanziarie la crescita. Le nuove obbligazioni possono essere emesse in nuovi formati.



Questo documento viene fornito unicamente a scopo informativo e illustrativo e potrebbe contenere opinioni e informazioni proprietarie di Candriam; esso non costituisce un'offerta di acquisto né di vendita di strumenti finanziari, non rappresenta un consiglio di investimento né conferma alcuna transazione, salvo ove espressamente concordato. Sebbene Candriam selezioni attentamente i dati e le fonti dei propri documenti, errori e omissioni non possono essere esclusi a priori. Candriam declina ogni responsabilità in relazione ad eventuali perdite dirette o indirette conseguenti sull'uso di questo documento. I diritti di proprietà intellettuale di Candriam devono essere sempre rispettati e il contenuto del presente documento non può essere riprodotto senza previa approvazione scritta.