

SPECIALE

Obbligazioni? Meglio se sostenibili

Lo rileva uno studio condotto da **Banor Sim** e dal Politecnico di Milano su 536 obbligazioni quotate sui listini europei ed emesse da 146 imprese di medie e grandi dimensioni tra gennaio 2014 e dicembre 2018

di **Enzo Facchi**

Dopo la ricerca sulla relazione tra le performance azionarie e i criteri Esg, **Banor Sim** e la School of Management del Politecnico di Milano realizzato uno studio che guarda anche alla relazione tra mercato obbligazionario e rating Esg, sempre in riferimento all'Europa.

“Abbiamo adottato lo stesso approccio e la stessa metodologia utilizzata da George Serafeim della Harvard Business School, tra i più autorevoli esponenti nell'ambito dell'investimento responsabile, che da anni analizza il fenomeno e la correlazione tra criteri Esg e performance di mercato - commenta **Massimiliano Cagliero**, amministratore delegato e fondatore di **Banor Sim** - Nel 2018 ci siamo concentrati sull'analisi del mercato azionario, che ha fatto emergere il valore per l'investitore dell'integrazione delle



variabili Esg nel processo d'investimento in combinazione al value investing. Quest'anno abbiamo voluto esplorare l'altra faccia del mercato, quello obbligazionario, su cui i nostri clienti sono sempre stati storicamente molto presenti. Era per noi quindi d'obbligo analizzare a fondo la questione".

I RISULTATI

Le evidenze mostrano una performance migliore dei titoli associati alle buone pratiche Esg, soprattutto nel periodo più recente, in particolare per i titoli high yield. Inoltre, il parametro che discrimina di più è quello legato alla buona governance mentre i fattori environment e social sembrano essere percepiti come meno rilevanti per quegli investitori interessati a ridurre il rischio di insolvenza nel breve periodo piuttosto che la sostenibilità e il vantaggio competitivo di lungo termine. "Le tematiche Esg sono al centro dell'attenzione come non mai; da una parte gli investitori dimostrano sempre di più la volontà di impiegare i risparmi considerando parametri di sostenibilità ambientale, sociale e di buona governance societaria, dall'altra i policymaker europei stanno introducendo una serie di obblighi formativi e informativi - osserva Giancarlo Giudici, docente al Politecnico di Milano - È quindi imprescindibile per gli asset manager studiare il mercato e farsi trovare pronti per questa nuova sfida". È stata anche confermata l'ipotesi iniziale secondo cui il mercato, nel corso del tempo, abbia attribuito uno spread negativo alle emittenti con punteggio Esg migliore, reputandole meno rischiose nel breve e medio termine. Questo effetto sembra essere limitato al vantaggio dell'adozione di buone pratiche per il governo societario che

per gli investitori può implicare costi di agenzia inferiori, minor rischio di comportamenti opportunistici e miglior monitoraggio.

Nei fatti, dunque, lo studio ha fatto emergere che anche il mercato obbligazionario europeo, specie negli ultimi anni, considera il rating Esg di un'emittente come elemento che influisce sul rendimento atteso. Confrontando un panel di obbligazioni quotate tra le più liquide si è visto che la performance dei titoli associati alle migliori pratiche Esg è stata migliore, soprattutto per i titoli ad alto rendimento. In realtà il parametro determinante è di gran lunga quello legato alla buona governance mentre i fattori environment e social sembrano andare in senso opposto.

L'analisi dello Z-spread lascia supporre che il mercato negli ultimi anni abbia cominciato ad offrire uno "sconto" sul costo del capitale richiesto alle imprese che seguono buone pratiche Esg, determinando un apprezzamento maggiore dei loro titoli. "I risultati della ricerca sono molto interessanti - puntualizza Angelo Meda, responsabile della ricerca **Banor Sim** - Ci aspettavamo che l'integrazione di valutazioni Esg nell'asset allocation potesse migliorare la qualità delle analisi dell'approccio value che seguiamo. Il fatto che le tre variabili E, S e G non si muovano di concerto è viceversa un fatto inatteso e di cui terremo conto".

L'APPROCCIO

La ricerca portata avanti da **Banor Sim** e dalla School of Management del Politecnico di Milano ha studiato la relazione tra rating Esg e spread di rendimento dei titoli obbligazionari sui mercati europei, attribuendo a

ogni indicatore Esg un peso diverso da settore a settore, per tenere conto delle specificità di ogni area di business. È il principio della materialità, su cui Sasb (Sustainability Accounting Standards Board) ha costruito una matrice per l'analisi e l'attribuzione di un peso specifico a ciascuna dimensione Esg in base al settore di attività dell'impresa. L'analisi ha riguardato 536 obbligazioni quotate sui listini europei ed emesse da 146 imprese di medie e grandi dimensioni tra gennaio 2014 e dicembre 2018, a esclusione dei titoli convertibili e di quelli collocati da banche e società immobiliari. La selezione si è concentrata sulle obbligazioni incluse in due Etf di Barclays, lo Spdr Bloomberg Barclays Eu High Yield Bd Ucits Etf e lo Spdr Bloomberg Barclays Euro Corp Bond Ucits Etf. Per ciascun titolo sono stati raccolti i prezzi di Borsa (fonte: Datastream), i bilanci dell'emittente (fonte: Worldscope) e i parametri rilevanti in ambito Esg (fonte: Thomson Eikon ESG e ricerca manuale sui prospetti informativi e sui bilanci di sostenibilità delle emittenti). Arrivati a 424 indicatori disponibili, a ognuno si è associata una delle 30 classi di variabili della matrice Sasb che mostra l'importanza relativa dei parametri Esg per ogni settore. I punteggi ottenuti sono poi stati normalizzati e per ogni anno si è calcolato un punteggio Esg finale per singola impresa emittente come media ponderata di E, S e G secondo i pesi raccomandati da Sasb. In seguito le emittenti sono state suddivise in due gruppi in funzione del punteggio Esg superiore o inferiore alla mediana. Successivamente si è proceduto al calcolo del Total Return Index mensile dei titoli dei due gruppi, conducendo analisi separate per quelli investment grade e high yield.