

Il mondo delle obbligazioni alla prova delle sfide poste dalle tematiche ESG

Per Banor Capital, l'analisi di sostenibilità offre un insieme di tecniche essenziali per affrontare i rischi del futuro, in molti casi legati al cambiamento climatico

di **Francesco Castelli***

Banor Capital Ltd è una società di gestione indipendente autorizzata dalla Financial Conduct Authority. Banor Capital è nata a Londra nel 2011 per iniziativa di un gruppo di professionisti che lavora in team dal 2001. Parte del gruppo costituito con le gemellate Banor SIM e Banor SICAV, Banor Capital si propone come partner di riferimento per clienti istituzionali e privati gestendo tramite Banor SICAV e Aristeia SICAV una gamma di prodotti dal forte valore aggiunto che rappresentano diverse strategie di investimento, mercati e classi patrimoniali. Gli Assets Under Influence (AUI) del gruppo Banor sono superiori a 8 miliardi di euro, di cui 3,5 miliardi di euro in gestione discrezionale. Banor Capital sta integrando in maniera sempre più approfondita e specifica le tematiche relative agli investimenti responsabili ed è tra i firmatari dei PRI (i principi per l'investimento responsabile sostenuti dalle Nazioni Unite) con l'obiettivo di contribuire alla generazione di una cultura diffusa della sostenibilità degli investimenti.

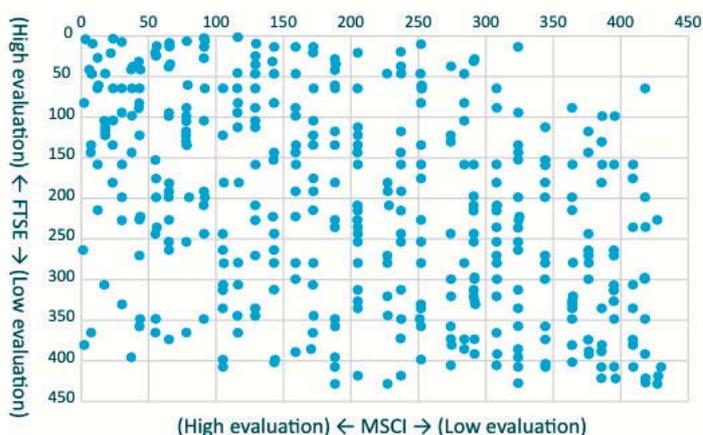
La nostra esperienza su portafogli sostenibili ha una storia ultradecennale: iniziammo quando un cliente istituzionale, di matrice religiosa, ci chiese di applicare criteri etici al suo portafoglio di investimenti. Lavorammo sulle sue aspettative, facendogli notare che i vincoli di natura etico/religiosa avrebbero potuto ridurre il rendimento atteso. Quella prima esperienza ebbe sviluppi insperati: scoprimmo, ad esempio, che i rendimenti del nostro cliente non sfiguravano affatto. I vincoli che ci aveva imposto riducevano naturalmente la volatilità di portafoglio e, nel medio periodo, portavano a risultati in linea o superiori ai portafogli gestiti in maniera tradizionale. Confortati dai risultati, cominciammo a sviluppare una metodologia organica di ricerca che oggi possiamo applicare su tutti i portafogli dei clienti e non solo su quelli con richieste di natura etica. Questo passaggio è fondamentale e non banale: in un'economia capitalista, ha senso proporre ai clienti determinati valori morali, non direttamente improntati alla massimizzazione del profitto? La nostra risposta, dati alla mano, è affermativa e passa per il concetto di materialità: quando chiediamo ai nostri investimenti di essere sostenibili, lo facciamo perché riteniamo che, nel medio termine, questo approccio garantirà ai nostri clienti rendimenti superiori e minori rischi. La nostra prima esperienza ci spinse anche ad applicare la medesima metodologia sui portafogli obbligazionari: scelta meno scontata, che si è affermata solo in tempi recenti. La finanza sostenibile è stata, infatti, un fenomeno nato e cresciuto sul mercato azionario. Investitori illuminati (spesso istituzionali, animati da finalità non solo economiche ma anche etiche) hanno portato le proprie istanze nei Consigli di amministrazione delle grandi società, richiedendo al manage-

ment di migliorare la gestione societaria sotto vari aspetti che oggi riassumiamo con la sigla ESG (environmental, social, governance).

Gestire proattivamente i rischi ambientali, riflettere sugli effetti sociali della propria attività economica e mantenere un buon governo della propria società sono priorità per un buon manager: possono forse appesantire i costi, nel breve periodo, ma garantiscono la solidità dell'azienda nel lungo periodo.

L'Università di Harvard identifica quest'approccio con il termine di "materialità": i valori che chiediamo alle aziende di rispettare sono valori suggeriti dal buon senso, ma anche principi che generano, nel medio periodo, ritorni economici superiori. In che misura questi principi possono essere utili all'analisi obbligazionaria? Crediamo veramente che l'analisi di credito possa essere aiutata da considerazioni qualitative a sfondo etico? Anche qui, la nostra risposta è affermativa e supportata da un corpus importante di ricerca quantitativa. Da gestore obbligazionario, penso addirittura che questi principi possano essere più importanti per una gestione obbligazionaria che non per una gestione azionaria: chi compra un'obbligazione societaria, è generalmente animato da un approccio molto più *buy and hold* rispetto a chi compra azioni, se non altro perché la liquidità di mercato è nettamente inferiore. Concedere credito a un'azienda è spesso una scelta di lungo periodo ed è naturale preferire società ben gestite, con la dovuta attenzione per i rischi ambientali e per l'impatto sociale. Tanto più che, da obbligazionisti, siamo interessati al ritorno del capitale: l'azienda che decidesse di prendere qualche scorciatoia sui rischi ambientali, ad esempio, potrebbe trarne qualche giovamento di breve periodo (con un

CONFRONTO TRA RATING ESG OFFERTI DA DUE AGENZIE SU CLSA E GPIF



Fonte: CLSA, GPIF.

grafico 1

miglioramento del proprio utile). Tale miglioramento andrebbe a remunerare gli azionisti, ma non gli obbligazionisti (il cui ritorno è fissato dal flusso cedolare annuale). Di contro, una cattiva gestione espone a pesanti rischi anche gli obbligazionisti (in tema ambientale, si pensi al caso BP, con la disastrosa fuga di greggio nel Golfo del Messico; in tema sociale, ricordiamo le cause che fecero rischiare il fallimento delle multinazionali del tabacco). Ecco perché, da obbligazionista, mi sento ancora più incentivato a insistere sui temi ESG. In campo obbligazionario, come azionario, non esiste ancora uno standard condiviso: questo genera molta confusione nell'investitore finale ma dà, a gestori attivi, la possibilità di fare la differenza. Prendiamo un esempio relativamente famoso: CLSA (un broker) e GPIF (un investitore istituzionale) hanno confrontato i rating ESG offerti da due diverse agenzie. Come vediamo dal grafico 1, non c'è alcuna correlazione tra i giudizi dell'una e dell'altra. Aziende con ottimo rating (in un caso) finiscono tra gli ultimi della classe nell'altro. Si tratta di una situazione molto diversa rispetto ai rating di credito (dove invece la correlazione è molto alta). Questa confusione non deve scoraggiare gli investitori: è vero, ad oggi, che non esiste ancora un paradigma condiviso. Ma è anche vero che i rating, di per sé, non sono una ricetta magica. Pensiamo al caso dei rating di credito: è dimostrato che com-

parare gli *upgrade* e vendere i *downgrade* genera tipicamente una sottoperformance. E nel medio periodo, verosimilmente, scopriremo dinamiche simili sui rating ESG. Il rating (ESG o di credito) ha un ruolo di certificazione: il ruolo del gestore attivo è, invece, anticipare le dinamiche che conducono a un certo rating. Una gestione attiva non può basarsi puramente su un'etichetta ma deve invece analizzarne i fattori sottostanti: il trucco è selezionare i fattori più rilevanti (più materiali) ed estrarne i migliori segnali di investimento. Ma la rilevanza di un fattore cambia radicalmente da settore a settore: per una società industriale, le emissioni di Co2 o il consumo di energia sono fattori rilevanti nel tracciare il profilo ESG. Ma sono invece trascurabili o totalmente irrilevanti nel caso di una banca o un'assicurazione; qui saremo più interessati a scoprire l'impatto indiretto (ad esempio, le industrie alle quali la banca offre finanziamenti). Il consumo di acqua è tra i principali fattori di impatto sull'ambiente per industrie alimentari, chimiche e cartarie. Ma anche qui ci sono dei distinguo: qualche mese fa, durante una riunione per investitori, ho assistito a un simpatico siparietto nel quale un analista si lamentava con una società quotata per il suo eccessivo consumo d'acqua. L'amministratore delegato di questo noto produttore di liquori gli ha ricordato che, riducendo l'acqua impiegata, avrebbe migliorato l'impatto sull'ambiente ma avrebbe alzato il grado alcolico dei propri prodotti, danneggiando i propri clienti. In conclusione, l'analisi di sostenibilità (o ESG, come preferisco chiamarla) impone a noi investitori e analisti un carico di lavoro non indifferente: siamo chiamati ad analizzare variabili e dimensioni che a volte venivano trascurate. Siamo costretti a guardare su orizzonti temporali più lunghi, e a fare considerazioni qualitative e non solo quantitative. Ma questa analisi ci offre anche un insieme di tecniche innovative essenziali per affrontare i rischi del futuro, in molti casi legati al cambiamento climatico.

***Responsabile Fixed Income
di Banor Capital e gestore
del fondo Banor SICAV
Euro Bond Absolute Return**