

La sostenibilità fa il bond ricco

Un alto punteggio Esg della società emittente rende fino a 466 punti base in più. Studio [Banor](#) e Politecnico Milano

Vitaliano D'Angerio

■ Il bond di un'azienda con un alto rating di sostenibilità ha risultati migliori rispetto alle obbligazioni di imprese con basso punteggio etico. È una delle conclusioni più interessanti raggiunte dalla ricerca di [Banor Sim](#) e della School of Management del Politecnico di Milano. Lo studio condotto da Giancarlo Giudici, Matteo Bonaventura e Leonardo Isella si occupa della relazione fra rating Esg (ambiente, sociale e governance) e lo spread di rendimento dei titoli obbligazionari sui mercati europei.

METODOLOGIA E CAMPIONE DI ANALISI

Le obbligazioni analizzate sono 536, quotate sui listini europei: 209 bond hanno un rating investment grade e 327 speculative grade (high yield). La selezione delle obbligazioni si è concentrata sul sottostante di due Etf di Barclays e il periodo di osservazione va da gennaio 2014 a dicembre 2018. Sono stati esclusi dall'analisi i titoli di bond convertibili e le emissioni di società immobiliari e di veicoli finanziari (Spv, special purpose vehicle). La valutazione sulla sostenibilità delle aziende emittenti è stata effettuata con il metodo della Sasb Foundation.

QUANTI BASIS POINT?

Andando al "dunque", a quanto ammonta la differenza di basis point tra una azienda con alto punteggio Esg e una con uno score basso? I ricercatori hanno utilizzato un metodo molto dettagliato, il "propensity score matching" che ha consentito di confrontare obbligazioni con simili caratteristiche di rating, duration e altre clausole contrattuali. Risultato? La procedura di matching viene evidenziata nei grafici in pagina: nell'arco dei 4 anni analizzati, nell'ambito del segmento investment grade, vi è un vantaggio di 110 punti base nel ren-

dimento cumulato delle obbligazioni di aziende ad alto punteggio Esg contro quelle con un basso scoring. Questa differenza sale a 466 punti base se il confronto viene realizzato fra obbligazioni high yield.

GOVERNANCE E RISCHI DEFAULT

Saranno delusi i sostenitori delle lettere E (environment, ambiente) e S (sociale): la vera star della ricerca Banor-Politecnico è la governance. Per entrambe le categorie di obbligazioni «a fare la differenza – scrivono i ricercatori – e ad essere responsabile del rendimento differenziale» è la G di governance. Come si spiega? Per gli investitori in obbligazioni (vedi anche intervista in basso) «la preoccupazione è quella di evitare un default dell'impresa e quindi considerazioni legate all'ambiente e alla responsabilità sociale non appaiono centrali». E ancora: «Una buona governance viene invece percepita come un fattore fondamentale per generare rendimenti superiori e ridurre i rischi di insolvenza».

COSTO DI RACCOLTA A SCONTO

Le buone pratiche di governo societario, quindi, mettono in sicurezza l'azienda e per gli investitori «può essere un segnale di minori costi di agenzia e minori rischi di comportamenti opportunistici e migliore monitoraggio».

La conseguenza qual è? «Un rendimento differenziale positivo per i titoli obbligazionari con più alto punteggio Esg, in condizioni di mercato efficiente e a parità di altri parametri quali rating e scadenza – evidenziano i ricercatori –, potrebbe essere spiegato da uno "sconto" che gli investitori sono stati disposti ad accettare sul rendimento». Tutto ciò sulla base di best practice nel governo societario. Ambiente e sociale, invece, concludono i ricercatori, «non sembrano ancora essere percepiti come un segnale di maggiore solvibilità».

 @vdangerio

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Il confronto

LA SELEZIONE DELLE OBBLIGAZIONI E L'UTILIZZO DEL MATCHING

L'utilizzo della metodo "propensity score matching" prevede il confronto tra due obbligazioni simili per rating, duratione altre caratteristiche. Ciò ha comportato, come conseguenza, una riduzione del campione di bond analizzati all'inizio, passati da 536 a 372 (146 investment grade e 226 high yield); ridotto anche il numero di emittenti: da 146 a 107.

BOND INVESTMENT GRADE

Performance di mercato delle obbligazioni investment grade del campione selezionato per matching, in funzione del rating Esg delle emittenti (1/1/14 =100). Campione: 146 titoli

RATING ESG	PERFORMANCE CUMULATA					
	2014-2018	2014	2015	2016	2017	2018
BASSO	+7,7%	+8,3%	-1,4%	+0,0%	+2,5%	-1,6%
ALTO	+8,8%	+7,8%	-0,6%	+0,5%	+2,1%	-1,0%
DIFFERENZA ALTO vs. BASSO (BPS)	+110	-50	+78	+47	-38	+60

Rendimento cumulato delle obbligazioni investment grade del campione selezionato per matching, in funzione del rating Esg



BOND HIGH YIELD

Performance di mercato delle obbligazioni high yield del campione selezionato per matching, in funzione del rating Esg delle emittenti (1/1/14 =100). Campione: 226 titoli

RATING ESG	PERFORMANCE CUMULATA					
	2014-2018	2014	2015	2016	2017	2018
BASSO	+16,3%	+11,8%	+2,0%	+3,0%	+3,5%	-4,4%
ALTO	+20,9%	+10,8%	+0,9%	+4,5%	+5,6%	-2,0%
DIFFERENZA ALTO vs. BASSO (BPS)	+466	-98	-109	+149	+210	+238

Rendimento cumulato delle obbligazioni high yield del campione selezionato per matching, in funzione del rating Esg



Fonte: Banor Sim, Politecnico Milano

