

BONOS LIGADOS A LA SOSTENIBILIDAD, EL CRECIMIENTO DEL MERCADO DE LA DEUDA ASG

*Por Marie Lassegnore, gestora de crédito y Directora de ASG para Renta Fija
y Multiactivos de La Française AM*

Marzo 2022

¿Qué son los bonos ligados a la sostenibilidad (SLBs)?

Los formatos vinculados a la sostenibilidad son relativamente nuevos. ENEL Finance emitió el primer SLB a finales de 2019. La verdadera innovación del formato fue mirar más allá de los aspectos verdes o sociales de los proyectos financiados con el "beneficio" de la emisión de bonos. De hecho, el compromiso del emisor es a nivel corporativo. El emisor incorpora objetivos estratégicos obligatorios. En caso contrario, el emisor se verá sometido a una penalización financiera (denominada step-up, incremento del cupón o prima; el incremento está predefinido). En la práctica, antes de emitir un SLB, la empresa definirá unos objetivos medioambientales o sociales (Objetivos de Desempeño Sostenible-SPT), que se medirán mediante Indicadores Clave de Desempeño (KPI) creíbles. Si la empresa no cumple sus objetivos en la fecha prevista, pagará una prima durante el resto de la vida del bono.

A modo de ejemplo, tomemos un bono con un cupón del 1% y una fecha de vencimiento de 31/12/2028.

- **Objetivo de sostenibilidad (SPT):** "Alcanzar la neutralidad del carbono en 2050 con una reducción intermedia del 25% de las emisiones totales en 2025"
 - o **KPI1:** "reducir las emisiones de carbono de alcance 1 y 2 en un 30% para 2025 frente al nivel de 2021"
 - **Fecha objetivo:** 31/12/2025
 - **Incremento del cupón:** 0.15%
 - o **KPI2:** "reducir las emisiones de alcance 3 en un 20% para 2025 frente al nivel de 2021"
 - **Fecha objetivo:** 31/12/2025
 - **Incremento del cupón:** 0.10%
- Por lo tanto, si en la fecha objetivo del 31/12/2025, el emisor no alcanza el primer KPI, tendrá que pagar un cupón del 1,15% para los pagos anuales de 2026, 2027 y 2028. El cupón aumenta además al 1,25% si el emisor no alcanza ambos objetivos (KPI1 y KPI2).

¿CÓMO SE CONFIGURAN LOS SLBs EN EL MERCADO DE DEUDA ASG?

El formato SLB no se utilizó hasta el año siguiente de la emisión inaugural de ENEL. A partir de entonces, a finales del 2020 se adoptó de forma generalizada, aunque no fue hasta 2021 cuando se instauró de manera casi masiva. La adopción generalizada fue facilitada por el BCE, cuando declaró que los SLB como garantía admisible si los objetivos de sostenibilidad estaban vinculados a objetivos medioambientales.

El aspecto más interesante de la aparición del formato SLB se refiere a cómo influyó rápidamente en el mercado de deuda ESG, que estuvo dominado por las emisiones de bonos verdes hasta 2020. A finales de 2020 y excluyendo los bonos soberanos y relacionados con el gobierno, el mercado de deuda corporativa ESG estaba compuesto por un 81% de bonos verdes, un 7% de bonos sociales y un 10% de bonos sostenibles. En el plazo de un año, este panorama cambió sustancialmente con la explosión de los SLB, que constituyen el 23% de la emisión primaria de 2021. En enero de 2022, los bonos verdes representan el 70% del mix y los SLB pasaron del 0,1% de hace un año al 10,7% del mercado de deuda corporativa ESG. (Fuente: Bloomberg y La Française AM)

¿CÓMO SE EXPLICA ESTA TENDENCIA? MAYOR FLEXIBILIDAD DE LOS SLBS FRENTE A LOS BONOS VERDES

- **El tamaño mínimo de la emisión de los bonos verdes:**
El formato de bonos verdes de 300-500 millones de dólares sólo se ajusta a empresas con balances/flujo de caja operativos considerables y programas de financiación anuales de varios miles de millones de dólares. En cambio, no se ajusta a las necesidades de financiación de las empresas más pequeñas que sólo buscan recaudar 500 millones de dólares cada cinco años para la financiación del CAPEX o para otros fines corporativos.
- **Las limitaciones en la elegibilidad de los proyectos verdes:**
Para poder ser elegible para los bonos verdes, los proyectos verdes están sujetos a los Principios de los Bonos Verdes y/o a la Iniciativa de Bonos Climáticos (CBI), así como al futuro marco de bonos verdes de la UE. Los bonos verdes son más adecuados para ciertos tipos de sectores, como demuestra el actual desglose de la industria. El mercado de bonos verdes está dominado por los gobiernos (37%) y, centrándonos en el segmento corporativo, las entidades financieras ocupan una gran parte (32%), seguidas por las empresas europeas de servicios públicos (17%). Otros sectores sólo representan el 14% del mercado de bonos verdes. (Fuente: Bloomberg y La Française AM) for only 14% of the green bond market. (Source: Bloomberg and La Française AM)

Los SLB, dada su flexibilidad añadida, constituyen una alternativa interesante. El emisor de un SLB puede utilizar los ingresos para proyectos ecológicos o no ecológicos o incluso para fines generales, como los gastos de funcionamiento tradicionales, etc. Ya no es una cuestión de tamaño de los proyectos elegibles en relación con las necesidades totales de financiación. El mercado de bonos verdes analiza, y con razón, los proyectos, pero también las empresas que intentan acceder a esta forma de financiación. Existe un riesgo pronunciado de "lavado verde" (greenwashing), que obviamente podría suponer un riesgo para la reputación de una empresa que opera en una industria altamente contaminante y que opta por acudir al mercado de bonos verdes. Según nuestras conversaciones con emisores del sector del cemento y la energía, el mercado de bonos verdes presenta más riesgos que oportunidades. Al mirar más allá de los proyectos en sí, los bonos verdes, que se centran más bien en el compromiso a largo plazo de la empresa (reducción de las emisiones o de las desigualdades sociales), subrayan los esfuerzos de la empresa y aportan transparencia con respecto a la trayectoria de transición sin correr el riesgo de incurrir en "greenwashing". El lavado verde sigue siendo un riesgo si esas intenciones se consideran insuficientes, pero se minimiza, ya que los inversores de los bonos de carbono pueden estar menos comprometidos con el formato del bono.

¿QUÉ BUSCAN LOS INVERSORES? LOS BONOS VERDES Y LOS SLBS SON INDICATIVOS DEL CAMBIO HACIA LA TRANSFORMACIÓN...

No hay un formato mejor que el otro, ambos son indicadores de una transformación hacia una forma más sostenible de consumir y producir. Desde nuestro punto de vista, el cambio estructural dentro de una empresa se produce mucho antes que la emisión verde/social o vinculada a la sostenibilidad. De hecho, una empresa tiene que reconocer primero la materialidad de los riesgos medioambientales o sociales a los que se enfrenta y luego organizarse para responder mejor a esos riesgos. Todo ello va acompañado de un seguimiento eficaz de las operaciones mediante datos corporativos globales (emisiones de CO2 de cada centro de producción, por ejemplo). Una vez hecho esto, la empresa puede considerar sus futuros planes de inversión para abordar esos riesgos y oportunidades. A continuación, la empresa puede articularlo en torno a un formato verde o SLB si dispone de las herramientas y la visión para ser creíble de cara a los inversores interesados en el ESG.

LA GRAN PREGUNTA SIGUE GIRANDO EN TORNO A LAS AMBICIONES DE LOS SLB...

La imagen perfecta descrita anteriormente es, obviamente, el escenario de transformación ideal. Sin embargo, en la práctica, también hemos visto una buena parte de SLB con objetivos de rendimiento sostenible decepcionantes. Dada la temprana fase de desarrollo del mercado, aún no se ha producido un diferencial de precios. Seguimos las siguientes directrices para evaluar los niveles de ambición de los ODS y sus objetivos de rendimiento sostenible y KPI subyacentes.

Como ejemplo, nos centraremos en los formatos de reducción de emisiones más populares hasta ahora.

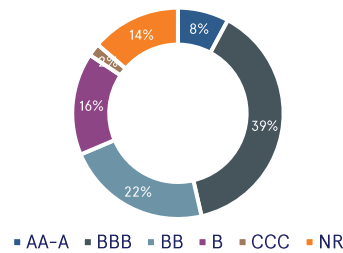
- **¿Ha sido aprobada la trayectoria de descarbonización por el SBTi?**
 - o Esto proporciona un nivel de garantía de que un tercero especializado ha revisado el nivel de ambición.
- **En el sector en cuestión, ¿cuáles son los compromisos de los competidores?**
 - o Aunque no todos los sectores tienen un gran conjunto de vías de descarbonización comparables, puede proporcionar una base de comparación a los inversores.
- **¿Cuál es el año de referencia / Qué porcentaje del objetivo de reducción (y del incremento del cupón) se ha alcanzado ya en el momento de la emisión?**
 - o No hace falta decir que comprometerse a una reducción del 20% de 2018 a 2025 cuando ya se ha logrado una reducción del 18% en 2022 no es especialmente ambicioso.
- **¿Se incluyen las emisiones de Alcance 3?**

En la mayoría de los sectores, las emisiones de Alcance 3 representan la mayor parte de las emisiones. Si se omiten las emisiones de Alcance 3, se reduce el nivel de ambición.
- **¿Cuál es el plan de acción de la empresa para reducir las emisiones?**
 - o Esto puede ir desde el abastecimiento/eficiencia energética hasta iniciativas más complejas y ambiciosas como la renovación de las líneas de productos.

¿Y LAS VALORACIONES?

- **¿Refleja la posible penalización (incremento del cupón) el nivel de ambición del STP?**
 - o El primer paso en la fijación de precios está vinculado al perfil crediticio del emisor. Pero también cabría esperar que la prima fuera más baja si los niveles previstos son muy ambiciosos en comparación con los pares y el sector.
- **¿El incremento de precio es en forma de penalización en efectivo, una obligación de comprar compensaciones o de realizar pagos a un tercero (fundación, por ejemplo)?**
 - o Desaconsejamos las compensaciones, que por definición no constituyen reducciones reales de emisiones.

Desglose crediticio de los SLB



El mercado está actualmente disperso, en términos de niveles absolutos de incremento de cupones y de valor actual de los cupones (que tiene en cuenta el número de años en que podría pagarse un incremento y cuántos años a partir de ahora).

Sobre la base de un universo de unos 150 SLB, a 31/01/2022, el 77% fueron emitidos por emisores BBB, BB y B, como se muestra en el gráfico circular.

Fuente: Bloomberg, La Francaise, a 31/01/2022

Este es un punto importante que hay que entender cuando se interpretan los datos agregados de los cupones. Hay poca significación estadística en los extremos superior (AA y A) e inferior (CCC) del espectro de calificación. Aunque no observamos una correlación directa entre la calificación crediticia y el incremento de los cupones, sí observamos una inclinación de los rangos y las medias de los incrementos de los cupones a medida que disminuye el perfil crediticio del emisor. Parece que hay un "límite" en los incrementos de 25 puntos porcentuales. La mayoría de los SLB con un incremento inferior al 0,25% se emitieron hace más de un año, cuando el formato era todavía relativamente nuevo en el mercado.

Sin embargo, es difícil evaluar el valor actual del incremento del cupón, dada la dispersión heterogénea de las fechas objetivo frente a las fechas de compra/vencimiento. Se pueden extraer dos conclusiones:

- **El 18% de los SLBs tienen una opción de compra antes de la fecha objetivo de la STP**, lo que significa que, si el emisor no cumple su objetivo, no se pagará ninguna penalización si llama al bono antes de la fecha objetivo de la TPS. *Esta es definitivamente una característica que no inspira confianza, desacredita el formato y debería desaparecer.*
- Lo que podemos observar es que **los mayores incrementos del cupón "nominal" se concentran en el segmento del mercado en el que los SLB tienen una opción de compra o una fecha de vencimiento en el año siguiente a la fecha objetivo de la SPT** (o dicho de otro modo, un evento de incremento). Representan aproximadamente el 35% del universo. Por lo tanto, hay que tener en cuenta los incrementos de valor nominal elevados con fechas de vencimiento lejanas frente a primas más bajas, fechas de vencimiento más cercanas y el posible pago de incrementos a lo largo de varios años.

¿CÚAL ES NUESTRO ENFOQUE DEL MERCADO DE DEUDA ASG?

Nuestro objetivo es invertir en empresas que están dando un giro a sus negocios para afrontar los retos de una economía con bajas emisiones de carbono. Por tanto, nuestra motivación no se limita al formato de la emisión en sí. Hemos observado que cada vez más empresas incluidas en nuestras carteras, que no tenían deuda ASG en el mercado en el momento de la inversión, emitieron SLB en 2021, confirmando así nuestras observaciones anteriores. Nuestro objetivo es crear valor detectando a los emisores mucho antes de que accedan al mercado de deuda ASG, beneficiándose así del fortalecimiento de su modelo de negocio (y de la mejora de su perfil crediticio).

CONCLUSIÓN

En La Française, nos comprometemos a acompañar la transición hacia la baja emisión de carbono de los emisores y a apoyar el desarrollo de este mercado. Creemos firmemente que el formato **SLB ha llegado para quedarse y permitirá una diversificación muy necesaria del mercado de deuda ESG**. Esto no significa que esperemos generar valor para nuestros inversores a través del incremento de los cupones. En realidad, nunca contamos con la posibilidad de obtener incrementos... Un emisor de SLB que acabe pagando su prima de cupón es más que una mera decepción y no augura nada bueno para el resto de su curva de crédito y su perfil en general. Creo que la falta de un objetivo de rendimiento sostenible no sólo refleja una aplicación operativa ineficaz de las medidas de transición, sino que, sobre todo, refleja que la sostenibilidad no era una prioridad de la agenda estratégica.



LA FRANÇAISE
investing together

128, bd Raspail 75006 Paris - France
Tél. +33 (0)1 44 56 10 00
Fax +33 (0)1 44 56 11 00

www.la-francaise.com

Este comentario está destinado a inversores no profesionales en el sentido de la MiFID II. Se proporciona únicamente con fines informativos y educativos y no pretende servir como previsión, producto de investigación o asesoramiento de inversión y no debe interpretarse como tal. No puede constituir un asesoramiento de inversión ni una oferta, invitación o recomendación para invertir en determinadas inversiones o para adoptar cualquier estrategia de inversión. Las opiniones expresadas por el Grupo La Française se basan en las condiciones actuales del mercado y están sujetas a cambios sin previo aviso. Estas opiniones pueden diferir de las de otros profesionales de la inversión. Publicado por La Française AM Finance Services, con sede en 128 boulevard Raspail, 75006 París, Francia, una empresa regulada por la Autorité de Contrôle Prudenciel como proveedor de servicios de inversión, n° 18673 X, filial de La Française. La Française Asset Management fue autorizada por la AMF con el n°. GP97076 el 1 de julio de 1997.