

La finanza (per niente) green di Snam

Come finanziare il gas fossile parlando di transizione e sostenibilità

A cura di **Elena Gerebizza**
e **Filippo Taglieri**

Il 2021 è stato il quinto anno più caldo nella storia del Pianeta, durante il quale, per la prima volta dalla firma dell'accordo di Parigi, le banche hanno incassato più commissioni per i servizi collegati alla vendita di *bond* e prestiti verdi che non dal sostegno all'industria fossile.

A darci questa notizia sono gli analisti di [Bloomberg New Energy Finance](#): nel 2021 le banche hanno incassato 3,3 miliardi di dollari da commissioni collegate alla vendita di *bond* orientati a finanziare *corporation oil& gas* e 3,4 miliardi di dollari dalla vendita di *bond* "green". Per dare un metro di paragone, solo un anno prima gli incassi erano di 3,7 miliardi di dollari in commissioni dalla vendita di *bond* dell'*oil&gas* e 1,9 miliardi di euro da commissioni per la vendita di *bond* "green".

È una buona notizia, si chiedono gli analisti di Bloomberg, o si tratta semplicemente di un settore, quello finanziario, che cerca di trarre profitto da un altro in espansione, quello della finanza verde, dove il greenwashing la farebbe da padrone?



Ce lo siamo chiesto anche noi, notando che negli ultimi tempi **il mercato delle obbligazioni verdi ha visto la comparsa delle prime emissioni obbligazionarie delle compagnie oil&gas**. Secondo Capital Monitor, nel 2020 sui 667 *green bond* collocati sul mercato ben 109 vengono dal settore energetico (produzione di energia), 8 dei quali dal comparto fossile, per un controvalore di circa 2,5 miliardi di dollari.

In altre parole, una parte dei titoli "green" acquistati da investitori orientati alla sostenibilità, potrebbe essere meno verde del previsto. Inoltre, trattandosi di un mercato in crescita, anche le aziende attive nell'espansione delle fossili, in particolare del gas, "combustibile della transizione" per eccellenza, hanno trovato il modo di entrarci, suscitando alcune perplessità nella *community* degli investitori.

CENTO SFUMATURE DI FINANZA “SOSTENIBILE”

Ma cosa si intende esattamente per finanza sostenibile?

In generale, si fa riferimento al processo di tenere da conto considerazioni ambientali, sociali e di *governance* quando si decide sugli investimenti. Un concetto vago che lascia lo spazio per interpretazioni multiple. *Green*

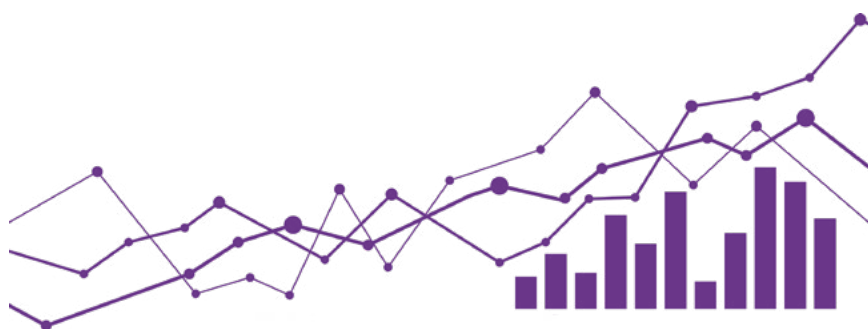
bonds, green loans, sustainability bonds, sustainability-linked loans, sustainability-linked bonds, social bonds sono titoli di debito e modalità di prestito orientate, in linea di principio, a finanziare operazioni e aziende “sostenibili”. Tra questi, ci sono anche i *bond* orientati alla “transizione”. È previsto che nel 2022 le emissioni *green* e socialmente responsabili (ovvero *ESG-oriented*) raggiungeranno quota 2,5 trilioni di dollari, contro gli 1,5 trilioni del 2021.

Si tratta di strumenti molto diversi tra loro, accompagnati da regole e descrizioni diverse che vengono definite dalle aziende stesse, assieme alle banche che le supportano nell'emissione e nella loro vendita sul mercato, lasciando un buon margine di discrezionalità e quindi anche di sostanziale differenza tra un *bond* “socialmente responsabile” e l'altro.

CHE COSA SONO I GREEN BONDS E SUSTAINABILITY- LINKED BONDS

L'arrivo del settore fossile sul mercato dei *bond* ha aperto inevitabilmente un dibattito tra gli operatori su come valutare se un titolo sia “davvero” *green*. La risposta è che in larga parte questa valutazione si fonda sull'analisi dei *vincoli all'utilizzo del capitale raccolto*, o, in gergo tecnico, *use of proceeds*, dei titoli di debito (*bond*).

In base alle linee guida fissate dall'International Capital Market Association (ICMA), note come *Green Bond Principles (GBP)*, i capitali raccolti dall'emissione di “*green bonds*” vengono utilizzati esclusivamente per finanziare o ri-finanziare progetti *green* considerati elegibili, esistenti o nuovi. Sempre secondo l'ICMA, ad oggi il 90% di tutte le *emission green* sarebbe allineato a questi principi. Tuttavia l'espansione della finanza “verde” ha visto la creazione di nuovi strumenti finanziari, genericamente categorizzati come “verdi”, ma che rispondono a schemi diversi.



È il caso dei *Sustainability-linked bond (SLB)*, ovvero strumenti finanziari di debito che invece di essere vincolati a progetti ben definiti, guardano ad alcuni indicatori (*Key Performance Indicators*) che descrivono la *performance* complessiva della *corporation* che li emette in ambito sociale, ambientale e di sostenibilità¹. Chi acquista questi *bond* contribuisce quindi a finanziare il debito della *corporation* che li emette e riceve un interesse legato anche al raggiungimento di certi obiettivi di riduzione delle emissioni. E qualora questo obiettivo non ve-

nisse raggiunto, la *corporation* deve riconoscere un interesse aggiuntivo agli investitori come penalità. Come notava a fine novembre il *Financial Times*, “Il mercato dei *green bonds* continua a crescere, e in particolare i *sustainability-linked bonds* [...] che rappresentano il 9% delle nuove emissioni. A metà novembre 2021, sono stati emessi 740 miliardi di dollari in *green bond*, di cui 80 miliardi sono *sustainability-linked*”. Ma secondo lo stesso FT, negli ambienti finanziari in molti pensano che i *sustainability-linked bonds* possano essere dei veicoli che bypassano gli schemi più vincolanti (e lo scrutinio più scrupoloso) riservato ai *green bond*, in particolare rispetto all'utilizzo del capitale raccolto.

¹ https://www.scopegroup.com/dam/jcr:373ae320-9798-4d72-a011-6b69bfecca09/Scope%20Ratings_2021%20Oil%20and%20gas%20ESG%20revenue%20bonds_2021%20Aug.pdf

LA TRANSIZIONE “VERDE” DI SNAM

Per capirci di più, abbiamo provato a capire cosa c'è dietro l'emissione di *bond* verdi di una delle più grandi *corporation* fossili italiane, quella che più di altre ha fatto della transizione ecologica (fondata sul gas) il suo mandato. Stiamo parlando di Snam. Dal 2019 ad oggi Snam ha emesso 6 titoli “*green*” per un totale di 2,85 miliardi di euro. Tra questi,

[il primo sustainability-linked bond](#) emesso dalla compagnia a gennaio 2022. Considerando che in questo arco di tempo le emissioni di *bond* di Snam ammontano a circa 12,5 miliardi di euro, significa che **oltre un terzo** dei capitali raccolti dalla *corporation* rientrano nella categoria “*green*”. Ma saranno davvero spesi per investimenti verdi e sostenibili?

NOME	Emissione	Maturity	ISIN	Categoria	Valore (Mln)	Interesse
Snam Climate Action Tf1,25% Ag25 Calleur (noto anche come Snam Climate Action 1.250% Call 28ag25)	28/02/2019	28/08/2025	XS1957442541	Climate Action	500,00	1,25
Snam Transition Tf 0,75% Gn30 Call Eur	17/06/2020	17/06/2030	XS2190256706	Transition	750,00	0,75
Snam Transition Tf 0% Dc28 Call Eur Green Bond icon	07/12/2020	07/12/2028	XS2268340010	Transition	600,00	0
Snam Transition Tf 0% Ag25 Call Eur	15/02/2021	15/08/2025	XS2300208928	Transition	500,00	0
Snam Transition Tf 0,625% Gn31 Call Eur	30/06/2021	30/06/2031	XS2358231798	Transition	500,00	0,625
Totale					2.850,00	

CLIMATE BOND E TRANSITION BOND DI SNAM

I titoli “*green*” *Climate* e *Transition* di Snam emessi finora valgono complessivamente 2,85 miliardi di euro. I *bond* sono classificati come sostenibili a fronte della certificazione rilasciata dalla società norvegese DNV GL (ora DNV). Come dicevamo sopra, la certificazione si basa sulla valutazione della destinazione dei fondi (*use of proceeds*). Andiamo quindi a vederla.

Per il *Climate Action bond*, questa consiste in “scopi aziendali generali, salvo diversamente indicato nelle Condizioni Definitive applicabili relative alla tranche di titoli in oggetto”. Andando a vedere lo [SNAM Climate Action Bond Framework](#) vediamo che la lista dei progetti finanziabili comprende progetti che vanno dalla sostituzione di boiler di vecchia generazione allo sviluppo di centrali a biogas, dalla acquisizione di una società di servizi energetici leader nel settore dell'efficienza energetica (la TEP Energy), alla riqualificazione delle aree esterne allo stabilimento di Minerbio. Solo in un paio di casi si parla di interventi orientati all'elimi-

nazione dell'uso del gas nell'ambito di interventi marginali.

Per i *Transition bond*, anche qui il riferimento è all'[omonimo Framework](#). In questo caso, alla lista dei progetti a cui sarebbero destinati i capitali raccolti con l'emissione dei *bond* si aggiunge il retrofitting della rete di trasmissione del gas. Ovvero sostituzioni di gasdotti esistenti e di proprietà di Snam orientati a renderli adatti a trasportare una certa quantità di idrogeno o altri “gas a basse emissioni”, e attività di ricerca e sviluppo per il trasporto e lo stoccaggio di gas a basse emissioni. Operazioni queste che vengono

lette come un apripista al trasporto di idrogeno “di ogni colore” e quindi anche prodotto da gas fossile, e al criticato “*blending*”, ovvero il trasporto di quantità minime di idrogeno mescolate al gas fossile, che secondo voci critiche nel mondo della ricerca e non solo sarebbe una falsa soluzione al clima, ideata per allungare la vita al gas fossile.

Immagini evocative che richiamano all’“azione climatica” e alla “transizione”, che vengono tradotte in azioni poco incisive e, soprattutto nel caso del *transition bond*, del tutto radicate nel business del gas.

Guardando nello specifico dell’utilizzo dei capitali raccolti, vediamo che i proventi non vengono raccolti in conti dedicati, la cui spesa possa essere verificata e quindi l’efficacia misurata. Il certificatore DNV GL (ora DNV, ndr) dice che “*i proventi netti delle emissioni del Climate Action Bond saranno depositati su un conto corrente generale e un importo pari ai proventi netti sarà destinato all’allocazione ai Progetti Idonei selezionati dal Comitato Climate Action Bond di Snam. In attesa dell’allocazione dei proventi del Climate Action Bond, Snam utilizzerà i proventi per rimborsare le linee di credito in essere / ripianare il debito esistente o mantenerlo in contanti, overnight o altri strumenti finanziari a breve termine*”.

Anche per i *Transition bond*, la descrizione sull’utilizzo dei capitali raccolti è simile: “*DNV GL (ora DNV, ndr) conferma che i proventi dai Transition Bonds saranno gestiti dalla Direzione Finanza di Snam. In attesa dell’allocazione dei proventi del Transition Bond, Snam si è impegnata a utilizzare i proventi per rimborsare linee di credito in essere / estinguere il debito esistente o mantenerlo in contanti, overnight o altri strumenti finanziari a breve termine. Il pagamento del capitale e degli interessi sui Transition Bond sarà effettuato con i fondi generali*

di Snam e non sarà direttamente collegato alla performance di alcuno dei Progetti Idonei”.

La liquidità raccolta, in altre parole, può essere utilizzata per saldare cedole e capitale di altre emissioni non necessariamente *Climate* o *Transition*. Ossia il *business as usual* di Snam.

SUSTAINABILITY-LINKED BOND DI SNAM

Il primo bond *Sustainability-linked* è stato emesso da Snam a gennaio 2022, orientato a raccogliere ben 1,5 miliardi di euro da parte di investitori orientati a investire nella sostenibilità.

Si tratta di un’emissione realizzata in due tranches, la prima 850 milioni di euro, e la seconda da 650 milioni di euro. Entrambe con uno spread aggiuntivo di 0,25 punti percentuali sulle cedole che scatta nel caso in cui Snam non raggiunga gli obiettivi di sostenibilità prefissati, ovvero:

la riduzione delle emissioni del 55% entro il 2025, rispetto a quelle del 31 dicembre 2015 per il coupon che verrà pagato a giugno 2027; riduzione delle emissioni del 40% entro il 2027, rispetto a quelle del 31 dicembre 2018 per il coupon che verrà pagato a giugno 2029; riduzione del 50% delle emissioni Scope 1 e 2 entro il 2030, rispetto a quelle del 31 dicembre 2018 per la cedola relativa alla seconda tranche.

Questa volta la certificazione è stata concessa da ISS - OEKOM², che considera Snam in linea con gli standard di riferimento tra cui l’ICMA *Sustainability-Linked Bond Principles* e LMA *Sustainability-Linked Loan Principles*. Tuttavia misurare l’effettivo raggiungimento dei target di riduzione

² https://www.snam.it/export/sites/snam-rp/it/investor-relations/debito_credit_rating/file/Snam_ISS-ESG_Final-SPO-on-Sustainable-Finance-Framework.pdf

rimane materia complessa. Lo dice la stessa società di valutazione, che segnala che la base scientifica dei target di riduzione delle emissioni non può essere verificata in maniera indipendente in quanto mancano dei punti di riferimento comuni per il *benchmarking* del settore. L’assenza di dati storici viene inoltre segnalata come limite per valutare la riduzione delle emissioni Scope 3.

Ritornando alla nostra domanda iniziale, l’aumento dei titoli *green* e *sostenibili* non è di per sé una buona notizia. Al contrario, il fatto che sempre più società attive nell’espansione del settore del gas possono emettere *bond* “sostenibili” i cui proventi entrano nella contabilità generale dell’azienda è oltremodo preoccupante. Per gli investitori in buona fede, diventa estremamente complesso capire se i titoli in oggetto sono davvero sostenibili. Per gli investitori spregiudicati, diventa estremamente semplice guadagnarsi un’immagine *green*, ma allo stesso tempo continuare a investire nel collasso climatico. Per le *corporation* come Snam, che sono un blocco per la transizione dalle fossili, i *sustainability-linked bond* sono lo strumento perfetto per dire, alla scadenza degli impegni, *ops we missed it!* E pagare una penale davvero insignificante se comparata al danno irreversibile dell’innalzamento della temperatura globale e dell’ingiustizia sociale a cui continuano a contribuire, nascondendosi dietro a una sostenibilità solo presunta e di facciata (e non verificabile).

Il mondo della finanza e le *corporation* fossili hanno già trovato il modo di usare a loro piacimento questi strumenti per garantire investimenti *green* di facciata con dentro un cuore radicato nelle fossili.

Forse la domanda che tutti dovrebbero farsi è: ma davvero crediamo alla storia che anche le *corporation* fossili possono essere *green*?