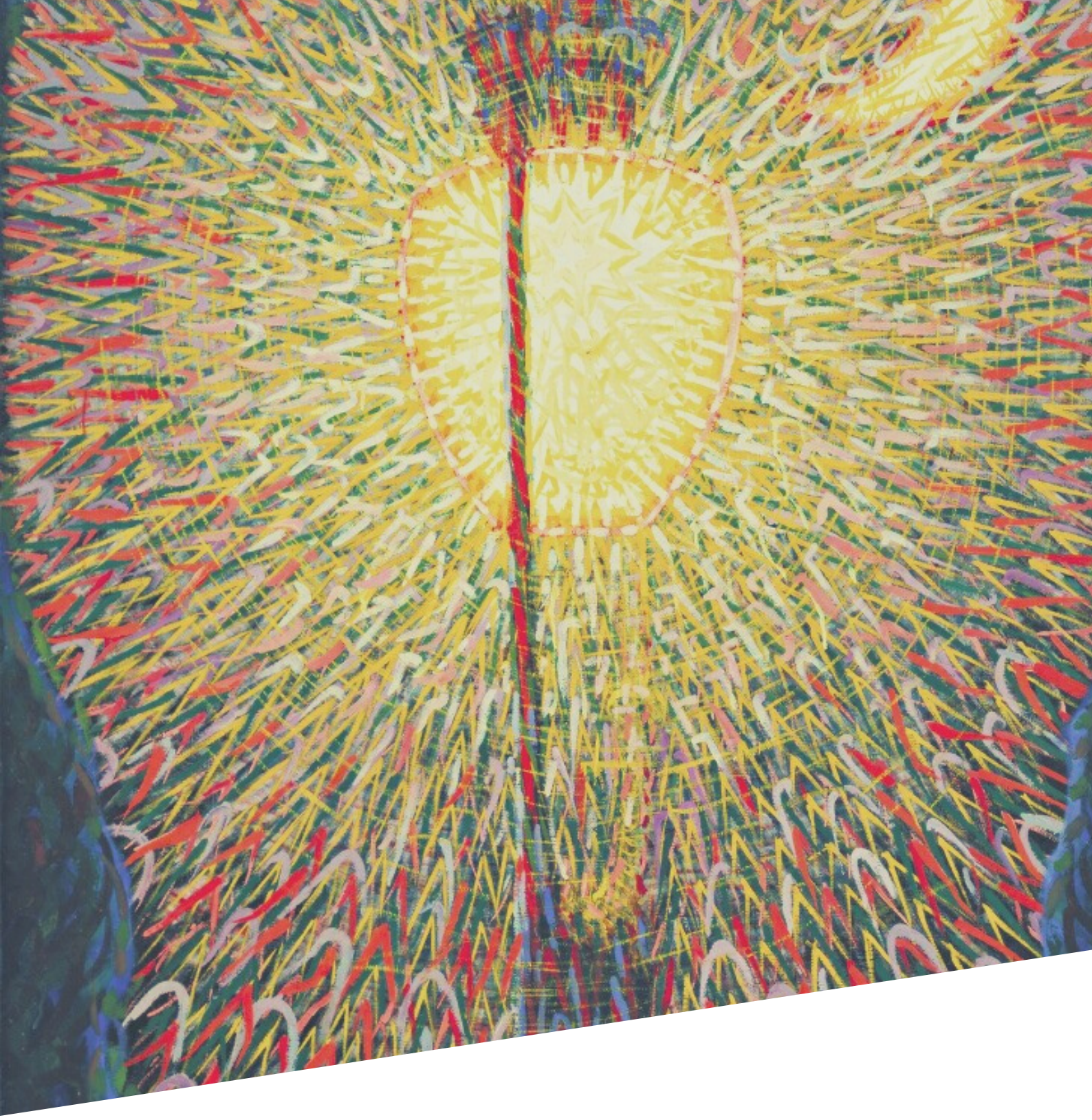


SOVEREIGN GREEN BONDS

- SUSTAINABILITY-

APRILE 2021

INDICE

INTRODUZIONE	**2**
TITOLI DI STATO, CORPORATE O SOVRANAZIONALI	**3**
L'ITALIA E IL SUO GREEN BOND	**5**
I BENEFICI DEI GREEN BOND SOVRANI	**7**
I COSTI DEI GREEN BOND SOVRANI	**9**
PERFORMANCE DEI GREEN BOND SOVRANI	**10**
ANALISI DI MERCATO	**12**
BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA	**14**

Autori:

Conca Roncari Federica

Tito Simone

INTRODUZIONE

Cos'è il Green Bond?

Il green bond è un'obbligazione, un titolo di debito associato al finanziamento di progetti che hanno ricadute in termini ambientali. In Italia, la prima obbligazione verde è stata lanciata nel 2014 dalla Multiutility emiliana Hera: un decennale da 500mln di euro. Il primo green bond del mondo è stato invece emesso sul mercato della Bei, la Banca europea degli investimenti, il 4 luglio 2007. Ad inventarlo è stato un italiano, Aldo Romani, attuale capo del funding sostenibilità della Bei.

Il BTP green ha fondamentalmente quattro principali caratteristiche, le quali differenziano i green bond dalle obbligazioni tradizionali:

1) selezione del progetto da finanziare o rifinanziare;

2) i proventi devono essere vincolati al progetto selezionato ed il denaro deve essere depositato su conto vincolato o trasferito in un portafoglio specifico o comunque tracciato dall'emittente;

3) deve essere realizzata, almeno una volta all'anno, una rendicontazione dell'utilizzo dei proventi indicando i progetti per cui vengono utilizzati;

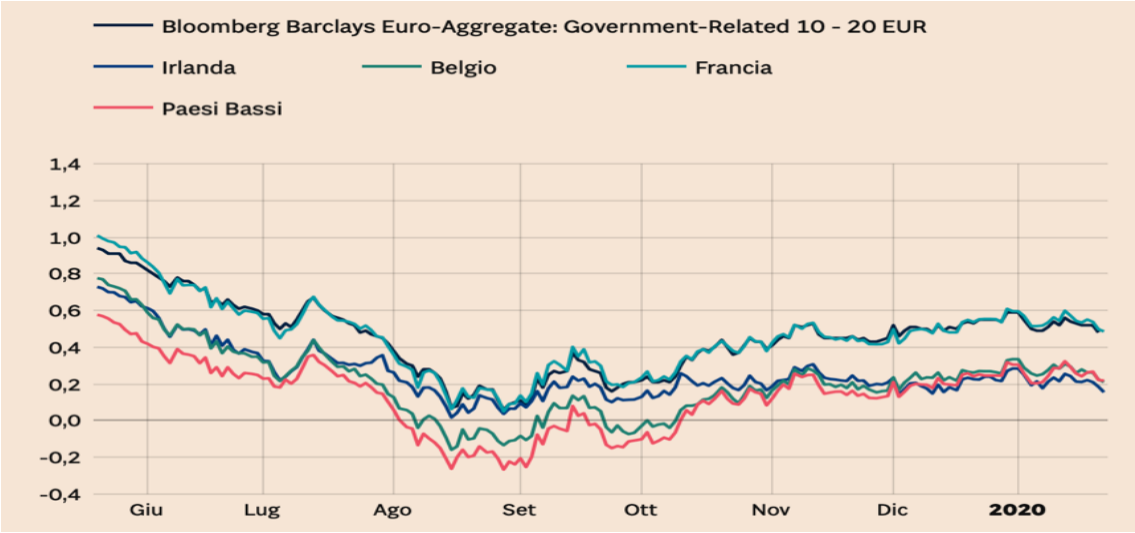
4) ci deve essere la *second opinion*, ovvero un revisore esterno deve certificare documenti e obiettivi.

A indicare le caratteristiche dei green bond a livello internazionale è stata l'Associazione Internazionale dei Mercati di Capitali (Icma): i *Green Bond Principles* sono appunto le caratteristiche individuate affinché un'obbligazione possa essere definita *green* ed è anche presente un elenco delle potenziali tematiche ambientali da finanziare. Essa è un'autoregolamentazione definita dai mercati e non vi sono sanzioni da parte delle autorità. In caso di irregolarità, la sanzione la giungerà dal mercato l'emittente di un green bond deve rispettare i principi Icma negli anni successivi all'emissione, in caso contrario avrà una ricaduta in termini reputazionali che potrebbe danneggiare l'azienda.

TITOLI DI STATO, CORPORATE O SOVRANAZIONALI

Le prime obbligazioni verdi sono state emesse da organismi sovranazionali come la Bei, dopodiché sono arrivate le emissioni corporate in tutto il mondo. In Italia dopo Hera, tra i più importanti emittenti vi sono stati per esempio Enel, Intesa Sanpaolo, Ferrovie dello Stato e Cdp.

Il primo green bond di Stato è stato emesso da un paese europeo: la Polonia nel dicembre 2016 ha lanciato un'obbligazione verde da 750 milioni di euro. Ma è stata la Francia, circa un mese dopo, a entrare in modo pesante sul mercato con il titolo di Stato transalpino (Oat), che doveva essere inizialmente di 7 miliardi di euro; la richiesta degli investitori istituzionali è stata tale che il programma di emissioni è stato esteso fino ad arrivare a 22 miliardi. Poi hanno emesso titoli di Stato green anche Irlanda, Belgio e Olanda mentre si attendevano ancora Germania e Italia.



Fonte: Il Sole 24 Ore

Analizzando quelli che sono i rendimenti e la liquidità del BTP *green*, emerge da un'elaborazione del Sole24 ore, l'allineamento dei rendimenti del titolo di Stato francese *green* con l'indice obbligazionario Barclays Euro aggregate 10-20 anni riferito a titoli di Stato tradizionali. Il confronto parte dal 21 maggio 2019, ovvero la data del lancio dell'ultimo green bond di Stato europeo, precisamente quello olandese. Il rendimento dell'Oat francese (scadenza 2039) replica l'andamento dell'indice obbligazionario di titoli tradizionali. Diverso invece l'andamento dei bond di Irlanda, Olanda e Belgio. Gli esperti della Commissione europea hanno elaborato degli *standard* ad *hoc* per i green

bond Ue. Fra le differenze principali con gli *standard* Icma c'è l'albo dei certificatori: chi fornisce la *second opinion* dovrà essere iscritto a un elenco che sarà gestito dall'Esma ovvero l'autorità che regolamenta i mercati finanziari europei.

L'ITALIA E IL SUO GREEN BOND

L'Italia fa il suo ingresso nel mercato del debito sovrano collegato alla finanza sostenibile, attraverso i nuovi BTP *Green*, fornendo un ulteriore impulso alla strategia del nostro Paese per conseguire la neutralità climatica entro il 2050 e raggiungere gli obiettivi dello *European Green Deal*, all'interno del percorso delineato già da alcuni anni, soprattutto con le linee di azione del Piano Nazionale Integrato per l'Energia e il Clima.
Questa impostazione è peraltro perfettamente coerente e complementare rispetto ai recenti sviluppi a livello europeo, dove il pacchetto NGEU prevede una quota molto significativa dedicata al finanziamento di spese *green*, e alle scelte dell'Italia per la presidenza del G20 del 2021 che hanno riportato il tema dei cambiamenti climatici al centro dell'agenda.
La transizione ecologica richiede la trasformazione in senso *green* delle infrastrutture energetiche e di trasporto nonché forti investimenti nel patrimonio edilizio e nel settore industriale, per favorirne l'ammodernamento e la sostenibilità. Obiettivi ambiziosi e comuni a tutto il Sistema-Paese che richiedono risorse e forti sinergie tra pubblico e privato.
In questo quadro il settore finanziario svolge un ruolo fondamentale ed è sempre più riconosciuto e apprezzato dagli investitori. Lo dimostra il crescente successo degli strumenti di finanza sostenibile, un mercato nel quale il nostro Paese è già in prima linea, grazie agli ottimi risultati raggiunti dagli emittenti di *Green* e *Social Bond*. In particolare la crescita dei volumi di obbligazioni *green* emesse nel settore privato evidenzia come questo tipo di titoli stiano diventando rapidamente un segmento importante del mercato obbligazionario italiano.
Il lancio del primo **'***Green bond'* sovrano dell'Italia, coerentemente con la decisione assunta dal nostro Paese con la Legge di Bilancio per il 2020, rinnova l'impegno ambientale del nostro Paese e promuove la *partnership* tra pubblico e privato per ampliare ulteriormente l'offerta degli strumenti di finanza sostenibile.
Il Ministero dell'Economia e delle Finanze ha pubblicato il quadro di riferimento per le emissioni dei nuovi BTP Green, i Titoli di Stato dedicati al finanziamento delle spese per la transizione ecologica del Paese, già preannunciati nelle Linee Guida sulla gestione del debito pubblico del 2021. Il documento (*Green Bond Framework*) è stato presentato dal

Direttore del Generale del Tesoro Alessandro Rivera e dal Responsabile della Direzione Debito Pubblico Davide Iacovoni nel corso di una conferenza stampa tenutasi il 25 febbraio 2021.

Con l'emissione di titoli di Stato *Green* l'Italia finanzierà le spese statali destinate a contribuire alla realizzazione degli obiettivi ambientali delineati dalla Tassonomia europea delle attività sostenibili: mitigazione dei cambiamenti climatici, adattamento ai cambiamenti climatici, uso sostenibile e protezione delle risorse idriche e dell'ambiente marino, transizione ad un'economia circolare, prevenzione e controllo dell'inquinamento, protezione, miglioramento e ripristino della biodiversità, degli ecosistemi e dei servizi ambientali. Inoltre l'utilizzo dei proventi raccolti tramite le emissioni di titoli *Green* aiuterà l'Italia a sostenere gli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile dell'Agenda 2030 dell'ONU.

Per poter esser considerate in linea con quanto previsto dal quadro di riferimento, le spese devono rientrare in uno dei seguenti settori *Green*: Fonti rinnovabili elettriche e termiche, Efficienza energetica, Trasporti, Prevenzione e controllo dell'inquinamento e economia circolare, Tutela dell'ambiente e della diversità biologica, Ricerca**.** Dette spese sono comprese all'interno del Bilancio dello Stato per un periodo che va dal terzo anno prima a quello successivo all'anno di emissione.

Per l'emissione dei titoli di Stato *Green* è stato istituito un Comitato Interministeriale incaricato di individuare le informazioni sulle spese potenzialmente ammissibili al finanziamento nonché di fornire al MEF tutte le informazioni necessarie per tracciare queste spese ed il loro impatto. Grazie a queste informazioni infatti, con cadenza annuale, verrà reso pubblico un report che illustrerà l'allocazione delle risorse reperite ed i loro effetti rispetto agli obbiettivi di sostenibilità ambientale mediante opportuni indicatori e metriche.

Il quadro di riferimento sarà aggiornato regolarmente in relazione agli sviluppi del settore, in particolare per quanto riguarda la conformità ad eventuali aggiornamenti dei *Green Bond Principles* dell'Icma, alla Tassonomia europea delle attività sostenibili e ai futuri *Green Bond Standards* dell'Unione Europea.

I BENEFICI DEI GREEN BOND SOVRANI

Il tema della sostenibilità è strettamente collegato al problema dell*'equità intergenerazionale* con cui si intende il dovere morale delle generazioni presenti di garantire pari opportunità di crescita alle generazioni future, consentendo loro di disporre di risorse non solo patrimoniali ma anche culturali e ambientali per il loro sviluppo.
Per questo motivo anche per gli investimenti pubblici nasce la necessità di sviluppare strumenti finanziari in grado di supportare le politiche climatiche e ambientali. L'emissione di Green Bond Sovrani è principalmente indirizzata al finanziamento di progetti sostenibili in linea con gli obiettivi delle politiche di mitigazione degli effetti climatici e ambientali. Si può dunque ritenere che l'emissione di obbligazioni di stato "green", sostenendo la mitigazione del cambiamento climatico e dei relativi effetti ambientali, possa diminuire il trade-off intergenerazionale e aumentare l'equilibrio tra il benessere delle generazioni presenti e quelle future.
L'emissione di questi titoli non genera solo benefici in ambito *sustainability*, ma dà origine ad ulteriori *spillover positivi* sia finanziari che non finanziari.
Infatti, i Green Bond Sovrani possono fornire un *benchmark* di mercato di alta qualità, migliorare la liquidità del segmento *green* e incoraggiare altri emittenti ad entrare in questo settore: gli emittenti a loro volta potrebbero ricorrere ai Green Bond per raggiungere una base di investitori più ampia.
Inoltre gran parte dei sottoscrittori di Green Bond risulta essere composta da fondi pensione, fondi sovrani e compagnie assicurative, i quali hanno una prospettiva di investimento di lungo periodo. Difatti questi titoli sono generalmente emessi a lunga scadenza e, nel caso non vi sia un effetto sostituzione con altri titoli di lunga scadenza dello stesso emittente, essi possono aumentare la scadenza media del debito in circolazione abbassando così il rischio di rifinanziamento (Banca D'Italia 2021).
Tralasciando gli aspetti finanziari il beneficio principale legato ai Green Bond sovrani è dato dall'impatto reputazionale. L'emissione di questa tipologia di titoli è un indicatore del reale impegno dei governi verso una politica sostenibile e una strategia verde non solo del breve ma del lungo periodo. In questo modo gli Stati possono confermare in modo concreto la loro adesione agli accordi di Parigi 2015 e all'Agenda ONU 2030 e, inoltre, promuovere e finanziare le proprie politiche sostenibili.

Infine gli emittenti possono trarre vantaggio dal quantificare il valore ambientale e sociale creato dalle loro obbligazioni al fine di comunicare l'impatto positivo agli investitori e agli altri soggetti interessati in termini facilmente comprensibili e confrontabili (KPMG 2015).

I COSTI DEI GREEN BOND SOVRANI

I benefici appena esplicati devono essere soppesati con i costi relativi all'emissione dei Green Bond di stato.

In primo luogo, per ridurre il rischio di non riuscire a dimostrare gli obiettivi raggiunti dal Green Bond o essere accusati di aver sovrastimato i benefici ambientali dei progetti finanziati, gli emittenti devono progettare in anticipo processi di monitoraggio e valutazione, implementando indicatori chiave di performance (KPMG 2015). Questi processi di monitoraggio e reporting, oltre agli investimenti per definire gli obiettivi chiave del bond, generano costi di emissione e costi correnti per i Green Bond maggiori rispetto a quelli di una normale obbligazione.

Inoltre se il monitoraggio del progetto alla base dell'obbligazione dovesse riportare performance negative, o addirittura un default dello stesso, il rischio reputazionale dell'emittente risulterebbe consistente.

Per questi motivi, vi è la necessità di strutture organizzative in grado di gestire i programmi dei Green Bond che richiedono un'efficace collaborazione tra più stakeholder. Per quanto concerne l'emissione di obbligazioni di stato "green" la ricerca di progetti da finanziare e il tracciamento dei fondi raccolti implica un forte coordinamento tra più ministeri, dipartimenti e istituzioni esterne: ciò risulta molto complesso da raggiungere a causa delle diverse pratiche di comunicazione o di gestione della parte progettuale (il Ministero dell'Ambiente) e della parte finanziaria (il Ministero delle Finanze). Ciononostante gli emittenti sovrani stanno adottando varie misure non solo per risolvere efficacemente i problemi di comunicazione ma anche per gestire i proventi derivanti dai Green Bond (Banca D'Italia 2021).

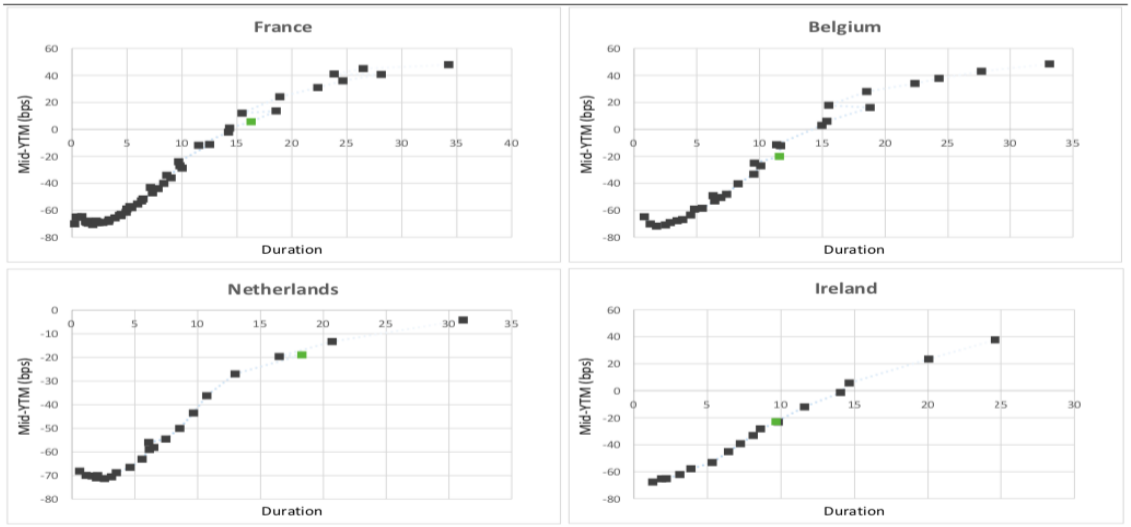
PERFORMANCE DEI GREEN BOND SOVRANI

I Green Bond e i loro omologhi "non green" teoricamente sono soggetti alle stesse dinamiche di mercato e, dunque, non dovrebbero esserci motivi per cui la "sostenibilità del titolo" impatti sul prezzo dell'obbligazione. Ci sono tuttavia alcuni aspetti che potrebbero generare delle differenze di prezzo.

In primo luogo potrebbe verificarsi un *effetto scarsità* che determina un eccesso di domanda rispetto al volume emesso generato dalla base di investitori più sensibili al fattore verde; in secondo luogo la presenza di investitori istituzionali orientati al lungo termine e alla strategia *buy-and-hold* potrebbe essere più rilevante rendendo i Green Bond meno volatili dei bond tradizionali. Detto questo, date le dimensioni minori delle emissioni di Green Bond rispetto alle obbligazioni convenzionali, le differenze di prezzo possono riflettere un diverso grado di liquidità (Banca D'Italia, 2021).

In ogni caso, data la giovane età del mercato obbligazionario Green, risulta ancora difficile osservare l'impatto del marchio Green sui prezzi e sui rendimenti. Pertanto, analizziamo i quattro principali emittenti sovrani di Green Bond nella zona euro, ovvero Francia, Paesi Bassi, Belgio e Irlanda (non è inclusa la Germania in quanto la sua prima emissione di Green Bond risale a settembre 2020).

Green vs. non-green, market valuation as of December 3, 2020.

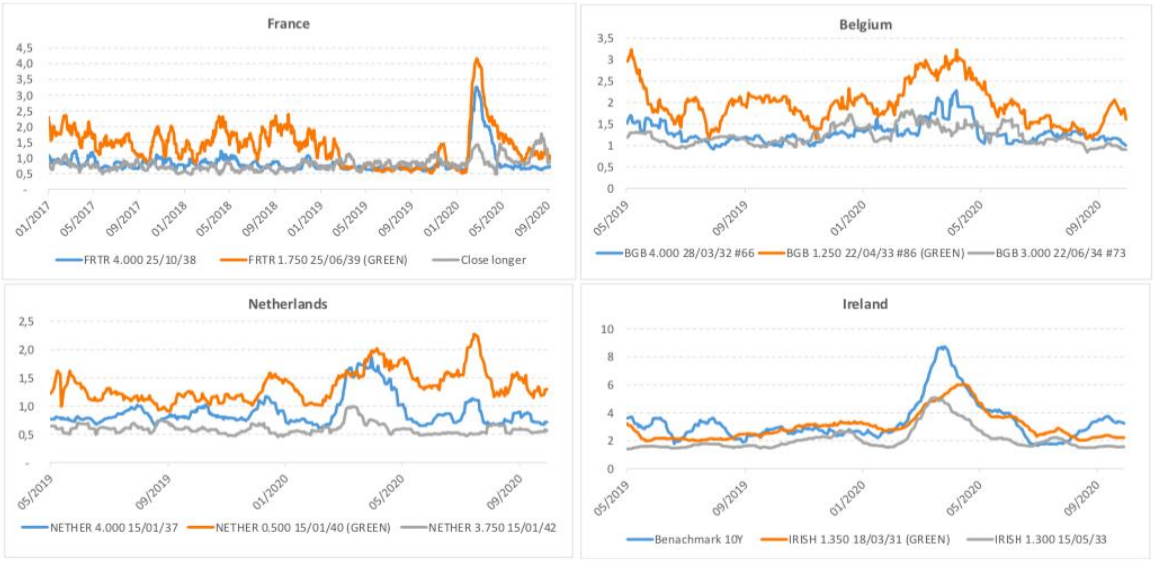


Fonte: Banca D'Italia, 2021

Dalla figura sopra si evince che, per tutti e quattro i Paesi, i rendimenti a scadenza dei Green Bond sono rimasti stabili dal momento dell'emissione registrando, per altro, un andamento simile a quello delle obbligazioni convenzionali.

Bid-ask spread of selected sovereign green bonds and non-green peers since issuance

(5 days moving average bid-ask spreads, basis points).



Fonte: Banca D'Italia, 2021

Da questi ultimi grafici invece si evince un grado di liquidità differente tra i Green Bond e i bond tradizionali: le obbligazioni verdi risultano meno liquide registrando un Best Bid Ask Spread in media tra 1,5 e 2 punti base rispetto ai 0,5 e 0,8 punti base medi delle obbligazioni non verdi.

Ciò conferma le ipotesi precedente avanzate: date le diverse dimensioni dei segmenti dei bond green e non green lo scarto di prezzo tra le due differenti tipologie di obbligazioni può riflettere in realtà semplicemente un diverso grado di liquidità.

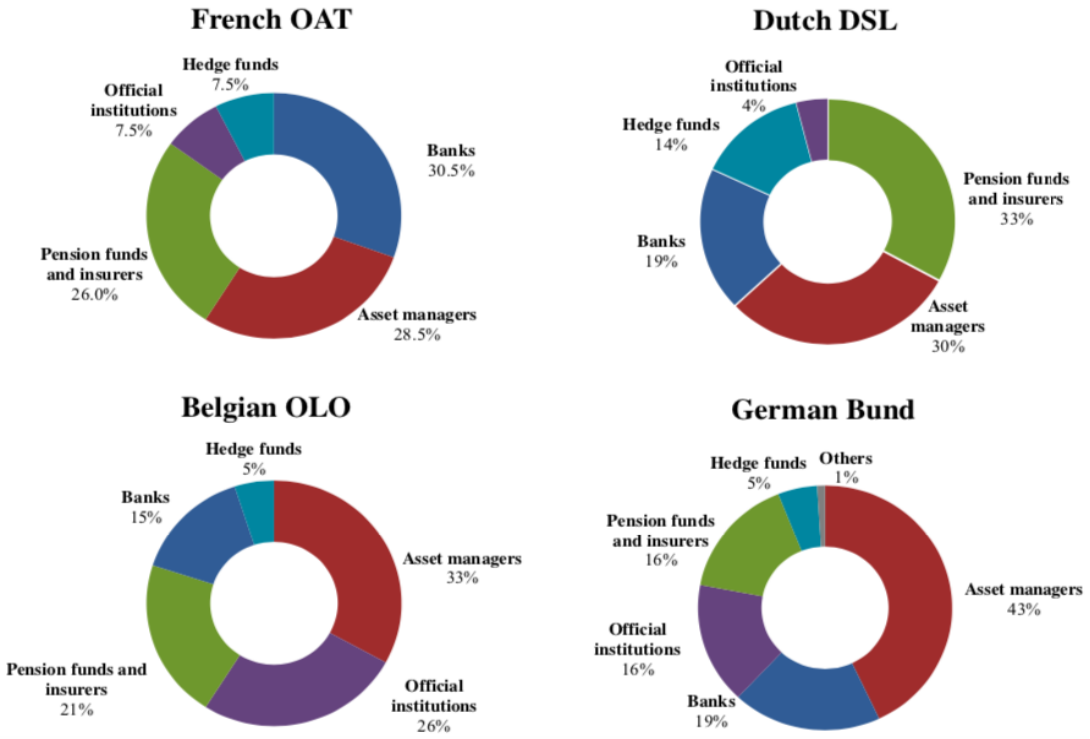
ANALISI DI MERCATO

Ad oggi il mercato di Green Bond sovrani conta quasi 73 miliardi di euro. l'Europa rappresenta l'83% di questo mercato: le emissioni dell'Eurozona ammontano a 61 miliardi di euro. Le quattro principali emissioni di Green Bond in Europa sono quelle francese, olandese, belga e tedesca (Banca D'Italia 2021).

Secondo Intesa Sanpaolo molti stati hanno fatto ricorso a questo nuovo mercato per finanziare le proprie spese ambientali grazie alla svolta fondamentale impressa dal *New Green Deal* dell'Unione Europea e dall'avvertimento del presidente della Banca Centrale Europea, Christine Lagarde, riguardo all'impatto che il fattore rischio climatico avrebbe potuto avere sia sul *Risk Assesment* sia sugli investimenti effettuati dalla BCE stessa (Sabella, Corriere della Sera, 2020).

I principali investitori che hanno partecipato all'emissione dei Green Bond emessi dai paesi europei sono: gestori patrimoniali, fondi pensioni e compagnie assicurative. La loro presenza è principalmente giustificata dalle strategie d'investimento di lungo termine di questi attori.

Investor base of the French, Belgian and Dutch first green bond issues



Fonte: Banca D'Italia, 2021

Dalla figura sopra riportata possiamo osservare come la distribuzione delle diverse tipologie di investitore nelle prime emissioni in Green Bond sia differente.
Notiamo, in primo luogo, che le banche hanno avuto un'incidenza maggiore nel mercato francese, risultando il doppio rispetto al mercato belga. Infatti in Belgio gli acquisti di Green Bond hanno interessato principalmente i gestori patrimoniali e le istituzioni ufficiali. In Germania, diversamente, vi è stata una forte presenza dei gestori patrimoniali i quali hanno coperto il 43% dell'emissione.
Molto interessante è la partecipazione degli Hedge Funds a tutti e quattro i mercati, con una maggiore e significativa presenza nell'emissione olandese (14%).

Tra il 2021 e il 2022 anche la Commissione Europea potrebbe fare il suo ingresso nel settore dei Green Bond Sovrani. La presidente Ursula Von Der Leyen ha annunciato che il 30% delle risorse del "Next Generation EU" da 750 miliardi di euro sarà raccolto tramite Green Bond: questa operazione renderebbe la Commissione Europea primo emittente mondiale di titoli obbligazionari verdi (Banca D'Italia 2021).
Un'operazione di questa portata avrebbe un enorme impatto su tutto il settore: le emissioni di circa 260 miliardi di euro di Green Bond per finanziare il "Next Generation EU", sommate alle obbligazioni verdi sovrane e corporate già in circolazione, determinerebbero il deciso potenziale di crescita del mercato legato ai profili di investimento ESG (Ansa, 2021).

BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA

Antonelli Stefano, Doronzo Raffaele, Siracusa Vittorio, "*Green Bonds: the Sovereign Issures' Perspective"*, in "*Mercati, infrastrutture, sistemi di pagamento, Number 3"*, Banca D'Italia, Marzo 2021.

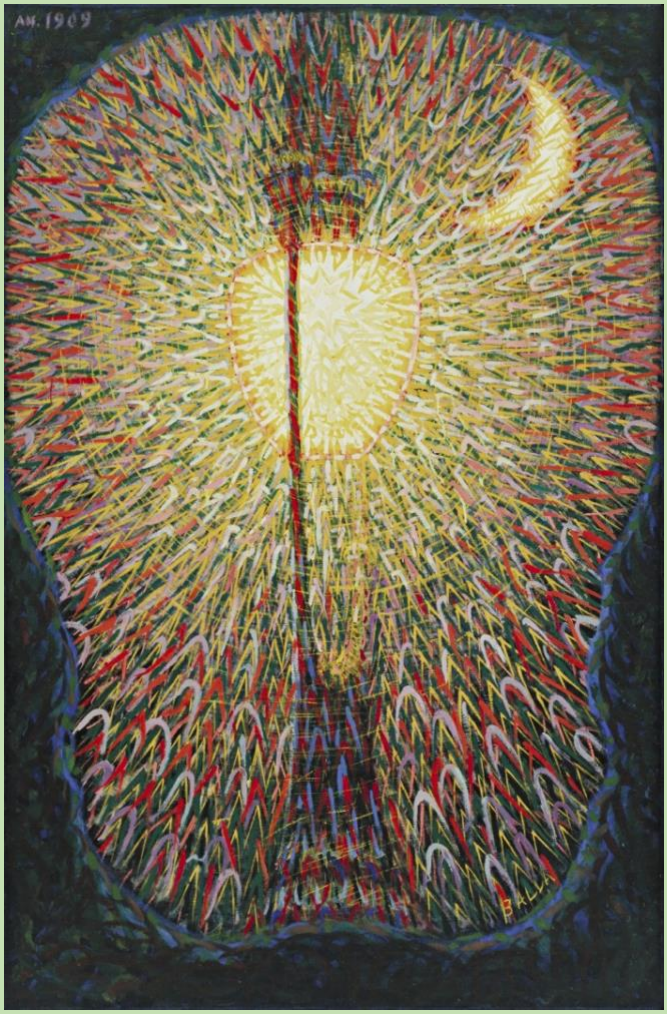
KPMG, "*Gearing up for Green Bonds*", Sustainable Insight, 2015.

Ministero dell'Economia e delle Finanze, "*BTP Green, per un'Italia più sostenibile",* in www.mef.gov.it, 25 febbraio 2021.

Sabella Marco, "*Green Bond, la carica delle emissioni sostenibili",* in www.corriere.it, 22 ottobre 2020.

"*Green deal europeo, un punto di svolta per gli investimenti"* in www.ansa.it, 17 febbraio 2021.

www.ilsole24ore.it



***Giacomo Balla**, "Lampada ad arco" (1909-11)*

I futuristi avevano un debole per l'innovazione, lo sviluppo e il progresso. All'inizio del Novecento questo aspetto era incarnato soprattutto dall' avanzamento tecnologico: la macchina, il movimento, la velocità, l'automazione, l'elettricità.

Tutte queste sono per lo più realtà che oggi diamo per scontate e che fanno parte del quotidiano di ciascuno di noi ma che, come ogni altra novità – non dimentichiamolo –, hanno avuto all'inizio un ruolo dirompente nella società e nella cultura che le ha prodotte, richiamando su di loro sentimenti di entusiasmo e allo stesso tempo di diffidenza e perplessità.

In quest'opera Giacomo Balla mette in scena il propagarsi radioso della luce di una lampada che brilla intensamente nel buio. Il fatto interessante è che si tratta di un notturno all'aperto: lo si capisce dall'affacciarsi, in alto a destra, della falce lunare. La giustapposizione delle *virgole* di colore puro con cui l'artista restituisce gli elementi della lampada e della luna è la stessa, ma la prima risulta molto più vivida della seconda. Ne emerge dunque l'esaltazione dell'energia elettrica e il riconoscimento di una vera e propria bellezza intrinseca nell'emissione luminosa di una lampada industriale, tanto da adombrare il romanticismo di un chiaro di luna che, infatti, è posto in secondo piano.

Allo stesso modo, oggigiorno, l'attenzione e l'interesse della nostra società sono rivolti all'esigenza di ristabilire un nuovo equilibrio nel rapporto uomo-natura e nella tutela e valorizzazione dell'ambiente, anche e soprattutto in ambito economico e finanziario. In questo senso l'Accordo di Parigi del 2015 ha dato il via alla responsabilizzazione dei Paesi

del mondo nell'affrontare e ridurre gli impatti dei cambiamenti climatici, incoraggiando delle politiche di natura socio-economica più *Green*.
Occorre dunque prendere spunto dai futuristi e dimostrare di avere il coraggio, come Balla, di riconoscere e perseguire il valore straordinario di questa nuova sensibilità investendo in essa ogni energia: questo ci è richiesto dal nostro tempo.

D.F.