

Interest Rate Strategy

Green Bond Brief

Revisione strategica BCE: il cambiamento climatico nella conduzione della politica monetaria

Gli esiti della revisione strategica, pubblicati l'8 luglio scorso, evidenziano la centralità conferita dalla BCE alla sostenibilità ambientale e l'impegno ad integrare il cambiamento climatico nel quadro di politica monetaria. L'importanza di favorire una transizione "ordinata" verso economie ad impatto climatico zero riflette sia una priorità dell'Unione Europea sia una condizione per il raggiungimento della stabilità dei prezzi, obiettivo primario della BCE. Numerosi discorsi dei membri del consiglio direttivo negli ultimi mesi hanno infatti sottolineato che le conseguenze del surriscaldamento ambientale non possono più essere trascurate dal momento che inondazioni, alluvioni ed altri eventi climatici estremi sempre più frequenti provocano danni fisici, incidono sull'economia reale ed ostacolano la trasmissione della politica monetaria.

Il piano adottato dalla revisione strategica integra alcune misure già intraprese dalla BCE volte a favorire la sostenibilità ambientale come l'ammissibilità, a partire dal 1 gennaio 2021, di titoli aventi cedole legate alle performance rispetto a uno o più obiettivi di sostenibilità (*sustainability-linked bond*) a garanzia nelle operazioni di rifinanziamento con l'Eurosistema. Inoltre, a febbraio 2021, la BCE ha annunciato che è stato raggiunto un accordo a livello di Eurosistema sull'importanza della divulgazione e della comprensione dei rischi climatici e che entro due anni verranno rese pubbliche informazioni su base annuale riguardo alle emissioni gassose ed altri parametri di sostenibilità legati alle attività presenti nei portafogli di politica non monetaria denominati in euro.

Il programma di implementazione del cambiamento climatico è articolato secondo fasi e tempistiche i cui dettagli sono presenti nell'allegato al comunicato stampa ([Detailed roadmap of climate change-related actions](#)) e si articola in due aree. Da un lato, la BCE si pone l'obiettivo di adeguare gli strumenti analitici per una corretta valutazione e comprensione dei rischi climatici migliorando i **modelli previsionali e macroeconomici** ed introducendo **indicatori statistici** che quantifichino l'esposizione degli istituti finanziari ai rischi climatici ed il loro impatto ambientale (misurato in termini di emissioni gassose o altri parametri). Successivamente, gli strumenti di politica monetaria verranno adeguati in modo da incorporare il nuovo piano analitico integrato. La BCE ha già avviato uno studio per quantificare l'impatto del cambiamento climatico sul

17 settembre 2021 – 8:45 CET

Data e ora di produzione

Direzione Studi e Ricerche

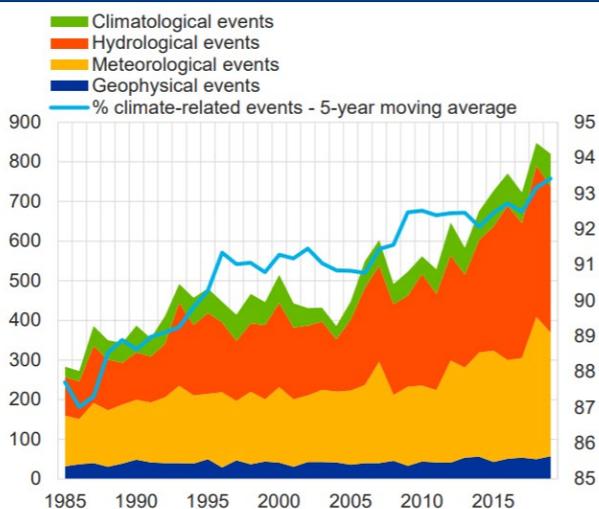
Rates, FX & Commodities Research

Federica Migliardi
Fixed Income Strategist

17 settembre 2021 – 8:50 CET

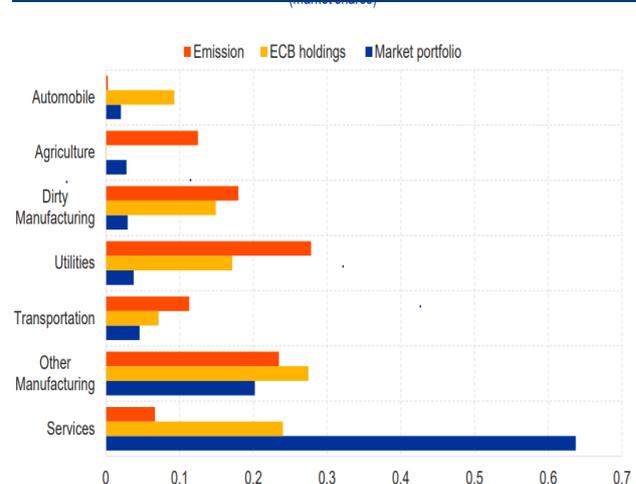
Data e ora di circolazione

Numero di eventi naturali rilevanti a livello globale (asse sx numero di eventi, asse dx %)



Fonte: ECB, Intesa Sanpaolo

Concentrazione del portafoglio CSPP nei settori a più alta intensità di emissioni gassose



Fonte: ECB, Intesa Sanpaolo

sistema finanziario e sull'economia che include uno stress test per verificare la resilienza delle banche dell'area euro a diversi ipotesi di scenario di transizione climatica. Il primo stress test pilota sul bilancio dell'Eurosistema è pianificato per il 2022. La BCE ha inoltre pubblicato una guida sulle modalità di gestione dei rischi climatici da parte degli istituti di credito ([Guide on climate-related and environmental risks](#)). Lagarde, in occasione di un intervento ufficiale¹, ha sottolineato che solo il 20% delle banche valuta in modo sistematico i rischi climatici mentre il 90% lo effettua in maniera parziale ed incompleta o non lo effettua affatto.

I criteri di ammissibilità dei titoli a garanzia nelle operazioni di credito dell'Eurosistema e di allocazione degli acquisti CSPP verranno modificati al fine di integrare i rischi climatici e di ridurre l'attuale esposizione del bilancio della BCE verso settori ed emittenti ad alta intensità di emissioni. La decisione di modifica dei criteri di eleggibilità sugli acquisti BCE avviene dopo un lungo dibattito tra i membri riguardo al superamento del principio di neutralità di mercato.

Diverse metodologie possono essere implementate per allineare il portafoglio di titoli corporate detenuti dalla BCE ai principi di sostenibilità ambientale, come dichiarato da Schnabel². Un approccio prevedrebbe l'esclusione totale dagli acquisti di settori ad elevato tasso di inquinamento (**criteri di screening negativo**). Tuttavia, l'inconveniente di questo è che ridurrebbe l'incentivo delle aziende inquinanti a diminuire le emissioni di gas serra. Un approccio alternativo ("*tilting strategy*") prevede invece un ribilanciamento graduale degli acquisti in coerenza con un progressivo allineamento ai principi di sostenibilità e che terrebbe conto dei progressi degli emittenti nel ridurre l'impatto ambientale. Questo approccio avrebbe come elemento di criticità eventuali *mispicing* che potrebbero derivare dagli acquisti effettuati in un contesto di bassa liquidità del mercato, ancora in via di sviluppo. La BCE pubblicherà informazioni sul portafoglio CSPP per quanto riguarda parametri di sostenibilità ambientale a partire dal 2023.

Tabella 1 - Iniziative della BCE riguardo al cambiamento climatico

Modelli macroeconomici ed analisi di scenario	La BCE svilupperà nuovi modelli ed analisi empiriche per monitorare l'impatto del cambiamento climatico e delle relative politiche sull'economia, sul sistema finanziario e sulla trasmissione della politica monetaria.
Dati statistici per l'analisi del rischio ambientale	Definizione di nuovi indicatori per gli strumenti finanziari, per la valutazione dell'impatto ambientale degli istituti finanziari e dei rischi fisici legati al clima.
Obblighi informativi come requisito per l'ammissibilità a garanzie e acquisti titoli	Introduzione dei requisiti di informativa sulle attività finanziarie per l'applicazione dei criteri di ammissibilità di titoli a garanzia delle operazioni di credito condotte dalla BCE e di acquisto titoli per scopi di politica monetaria. La BCE pubblicherà un piano dettagliato nel 2022.

¹ C. Lagarde "Climate Change and Central Banks: Analysing, Advising and Acting", 11 luglio 2021

² I. Schnabel "From market neutrality to market efficiency", 14 giugno 2021

Rafforzamento della capacità di valutazione del rischio

La BCE condurrà un esercizio pilota sul bilancio dell'Eurosistema nel 2022. Inoltre, la BCE verificherà se le agenzie di rating appartenenti al *Eurosystem Credit Assessment Framework* hanno divulgato le informazioni necessarie per comprendere come incorporano i rischi del cambiamento climatico nei loro rating creditizi.

Rischi connessi al cambiamento climatico nel sistema di garanzie.

Revisione dei criteri legati ai sistemi di valutazione e di controllo dei rischi per le garanzie utilizzate nelle operazioni di credito dell'Eurosistema.

Rischi connessi al cambiamento climatico nel CSPP

La BCE adeguerà gli acquisti relativi al programma CSPP per incorporare criteri relativi al cambiamento climatico. La BCE inizierà a pubblicare informazioni legate al clima del portafoglio CSPP a partire dal primo trimestre 2023.

Fonte: ECB, Intesa Sanpaolo

Non solo BCE, le altre Banche Centrali

Le Banche Centrali stanno assumendo un ruolo primario nel supportare la transizione dell'economia verso la neutralità ambientale. Il *Network for Greening the Financial System (NGFS)*, costituito nel 2017, al 30 giugno 2021 annovera 95 partecipanti e 15 osservatori tra Banche Centrali e Autorità di supervisione e promuove lo sviluppo di una risposta coordinata, a livello globale, al cambiamento climatico. Il NGFS ha pubblicato a giugno le analisi riguardo agli impatti ed i rischi che possono derivare dal materializzarsi di differenti [scenari](#) di transizione climatica (ordinata, disordinata, posticipata e non sufficiente).

Tra le iniziative più rilevanti:

- **Bank of England (BoE).** La BoE ha annunciato a marzo 2021³ che modificherà i criteri concernenti i reinvestimenti dei titoli in scadenza appartenenti alla *Corporate Bond Purchase Scheme* (CBPS) in modo da tenere conto dell'impatto climatico degli emittenti detenuti in portafoglio. Le informazioni riguardo ai nuovi criteri verranno pubblicate secondo tempistiche compatibili con il prossimo ciclo di reinvestimenti previsto per il quarto trimestre. La BoE ha pubblicato a maggio un documento [Options for greening the Bank of England's Corporate Bond Purchase Scheme](#) in cui analizza diverse alternative per rendere il portafoglio CBPS in linea con gli obiettivi climatici. Nonostante il portafoglio sia di piccole dimensioni (GBP 20 bn) e la BoE si attenda di diminuire la sua detenzione nel corso del tempo, il CBPS è considerato comunque uno strumento utile per favorire la transizione verso emissioni zero e promuovere il corretto pricing del rischio climatico da parte del mercato. Tra gli approcci che la BoE ha evidenziato come efficaci per il ribilanciamento del portafoglio CBPS: la fissazione di target climatici del portafoglio (ad es. percorso di riduzione delle emissioni nel tempo con obiettivi prefissati o in alternativa una pianificazione di investimenti crescenti in imprese allineate agli obiettivi di neutralità 2050) o la modifica dei criteri di eleggibilità in modo da incentivare le imprese a comunicare e pianificare azioni verso la transizione ambientale. La BoE ha inoltre pubblicato per la seconda volta, dopo il primo report a giugno 2020, [The Bank of England's](#)

³ <https://www.bankofengland.co.uk/news/2021/march/mpc-remit-statement-and-letter-and-fpc-remit-letter>

[climate-related financial disclosure 2021](#). La BoE è la prima banca centrale a fornire un'analisi delle emissioni gassose associate alle operazioni fisiche (come ad esempio consumo di energia degli edifici, emissione di banconote e viaggi aerei) e finanziarie effettuate includendo anche il portafoglio CBPS. In base all'analisi svolta sul portafoglio CBPS le emissioni medie di CO₂ sono diminuite del 9% rispetto all'anno precedente e sono in linea con le emissioni medie associate al portafoglio di riferimento di mercato costituito dall'universo di obbligazioni *corporate investment grade* in sterline. La BoE ha dichiarato di avere come obiettivo emissioni associate alle operazioni fisiche pari a zero nel 2050 e di allineare il portafoglio CBPS agli obiettivi dell'accordo di Parigi.

La BoE inoltre lanciato a giugno 2021 il primo stress test su 19 istituti di importanza sistemica ([Climate Biennial Exploratory Scenario](#)) volto ad identificare i rischi climatici "fisici" e di "transizione" associati a diversi percorsi di implementazione del sentiero di riduzione delle emissioni gassose. I risultati dello stress test verranno pubblicati a maggio 2022.

- **Bank of Japan (BoJ).** La BoJ ha annunciato un programma di prestiti a favore delle istituzioni finanziarie che effettuano investimenti o erogano prestiti a supporto del cambiamento climatico. Il "Fund-Provisioning Measure to Support Efforts on Climate Change" verrà introdotto entro la fine del 2021⁴. Verranno finanziati a tasso pari a 0% per un anno le istituzioni finanziarie a fronte dei green bond/loan, dei sustainability-linked o transition bond contratti per favorire la sostenibilità ambientale. Inoltre, il doppio dell'ammontare dei fondi che riceveranno sarà aggiunto nel Macro Add-on Balances del conto corrente detenuto presso la BOJ.
- **Riksbank.** La banca centrale svedese ha adottato diverse misure per promuovere l'integrazione dei principi di sostenibilità negli strumenti di politica monetaria. La Riskbank ha infatti escluso titoli di debito emessi da emittenti ad elevato impatto sull'ambiente dalle riserve in valuta straniera ed applicato lo screening anche sugli acquisti di corporate bond modificando parzialmente il principio della neutralità di mercato e selezionando le emissioni di società che rispettano i principi e gli standard internazionali di sostenibilità come gli [United Nations Global Compact Principles](#). Il principio di neutralità risulta parzialmente modificato in quanto la Riksbank si impegna ad evitare effetti distorsivi di prezzo sugli acquisti di titoli compatibili con i principi di sostenibilità ed anche il principio di esclusione delle emissioni non compatibili dovrà essere applicato in "in reasonable proportion to the negative consequences this choice may have for the company".
- **People's Bank of China.** I verbali della riunione di fine luglio annunciano che la PBOC avvierà un programma di erogazioni fondi a tassi agevolati a favore delle istituzioni di credito che offrono finanziamenti alle imprese da impiegare in investimenti volti a ridurre l'impatto ambientale. Inoltre, la PBOC ha dichiarato che intende promuovere lo sviluppo della finanza verde, favorire la trasparenza riguardo alle informazioni relative all'impatto ambientale ed introdurre stress test sui rischi climatici delle istituzioni finanziarie. La PBOC ha dichiarato ad aprile di aver aumentato la detenzione di green bond nelle riserve in valuta straniera. Inoltre, sempre in ottica di favorire lo sviluppo del mercato di green bond, il 9 giugno 2021 la PBOC ha pubblicato lo "Assessment Plan for Green Finance of Banking and Financial Institutions" in cui si estende l'analisi trimestrale condotta sulle istituzioni finanziarie includendo i green bond per incoraggiare la detenzione di questi strumenti⁵.

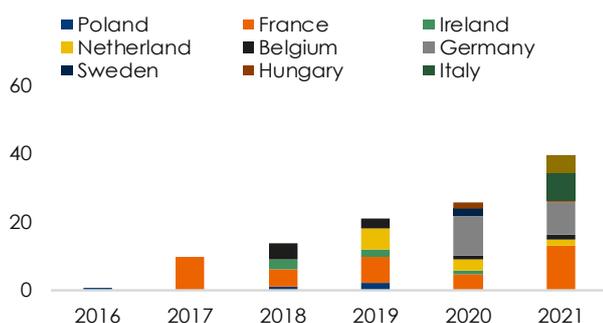
⁴ Si veda: J. Saito, "[On the BOJ's Fund-Provisioning Measure to Support Efforts on Climate Change](#)", JCER, 16/8/2021; Bank of Japan, "[Preliminary Outline of the Fund-Provisioning Measure to Support Efforts on Climate Change](#)", 16 July 2021.

⁵ V. "[PBOC Issues New Assessment Measures for Green Financing by Chinese Banks](#)", China Banking News.

Emissioni green governative: un update di mercato

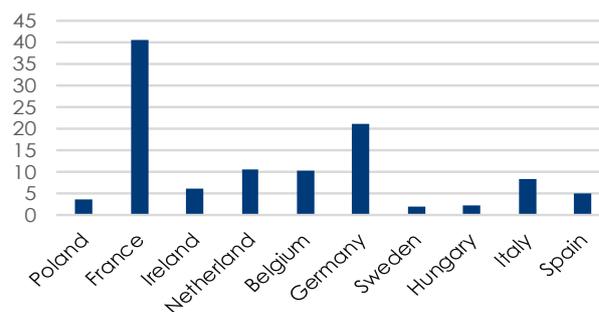
Le emissioni di green bond a livello mondiale hanno avuto notevole impulso nel 2021 e lo stock di titoli circolanti emessi per finanziare progetti ambientali ha superato il trillone di euro. Nel primo semestre 2021 le emissioni di green bond, secondo i dati Bloomberg⁶, hanno raggiunto i 230 miliardi di euro superando quelle realizzate nel 2020, pari a 210 miliardi. Le emissioni governative green europee realizzate da inizio anno ad oggi sono pari a 39 miliardi di euro e lo stock di debito in essere ha raggiunto 105 miliardi. La **Francia** è il primo paese per volumi di emissioni governative con un ammontare emesso dal 2017 ad oggi pari a 40 miliardi. Nel 2021 l'AFT ha collocato 12.9 miliardi di cui 11.47 miliardi tramite il nuovo OAT green 0.5% 06/2044 (7 miliardi nel primo collocamento e 4.47 miliardi di riaperture) e 1.5 miliardi di riaperture del primo OAT green 1.75% 06/2039. La **Germania**, dopo aver emesso 11.5 miliardi di green bond nel 2020, si appresta a chiudere il 2021 con 12.5 miliardi. Nel mese di maggio il tesoro tedesco ha collocato infatti il primo green Bund a 30 anni per 6 miliardi e la settimana scorsa un nuovo green Bund 10 anni per 3.5 miliardi che, secondo il piano annuale di funding, riaprirà per ulteriori 3 miliardi ad ottobre. La curva green tedesca è attiva su tre scadenze 5, 10 e 30 anni.

Emissioni governative green europee (Mld, Eur)



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Debito green outstanding per paese (Mld, Eur)



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Le emissioni governative green nel 2021 sono cresciute rispetto al 2020 anche grazie all'ingresso di nuovi emettenti sul mercato. Oltre all'Italia che ha emesso il primo BTP green a marzo, la settimana scorsa la **Spagna** ha collocato la prima obbligazione green per 5 miliardi con scadenza 20 anni. I proventi dell'emissione finanzieranno parte delle spese ammissibili in linea con il Green Bond Framework (GBF). Il Green Bond framework è stato redatto in conformità dei [Green Bond Principles](#) of the International Capital Markets Association (ICMA) e degli [EU Green Bond Standard](#) proposti dalla Commissione Europea. Per il periodo 2018-2021 sono stati identificati 13.6 miliardi di progetti ammissibili che consentiranno alla Spagna di raggiungere gli obiettivi prefissati a livello europeo della riduzione del 55% delle emissioni nel 2030 (rispetto al livello del 1990). Il titolo finanzia 7 categorie differenti di progetti allineati agli obiettivi UN Sustainable Development Goals ed alla tassonomia europea di cui la categoria principale è rappresentata da "Trasporti ecosostenibili" con 9.74 miliardi. Inoltre, i proventi del green bond non finanzieranno spese che potranno essere ammissibili ai fondi NGEU e rispetteranno il principio del "Do Not Significantly Harm" (DNSH) ossia non investirà in progetti che potrebbero arrecare un danno ambientale significativo (attività che producono emissioni sopra 100 gCO₂/kWh, produzione di energia nucleare tramite fissione, combustibili fossili, allevamenti intensivi, industria del tabacco e delle bevande alcoliche, gioco d'azzardo, armi, industria mineraria). Durante il collocamento, la guidance è stata rivista al ribasso ad indicare la forte domanda che ha

⁶ I green bond sono definiti sulla base di una classificazione Bloomberg per l'utilizzo dei proventi secondo cui i proventi di un titolo vengono utilizzati in via esclusiva per finanziare progetti volti a promuovere la sostenibilità climatica ed ambientale.

raggiunto i 60 miliardi di ordini. L'emissione è stata prezzata con uno spread finale di 6 pb sul titolo SPGB 1.2% 10/31/2040 che evidenzerebbe un premio per gli investitori di un pb in base ai livelli di chiusura.

Le emissioni di green bond governativi europei proseguiranno anche nel quarto trimestre e, secondo le nostre stime, a fine 2021 raggiungeranno 47 miliardi di euro, quasi il doppio rispetto al 2020.

Emissioni governative green area euro (Mld, Eur)

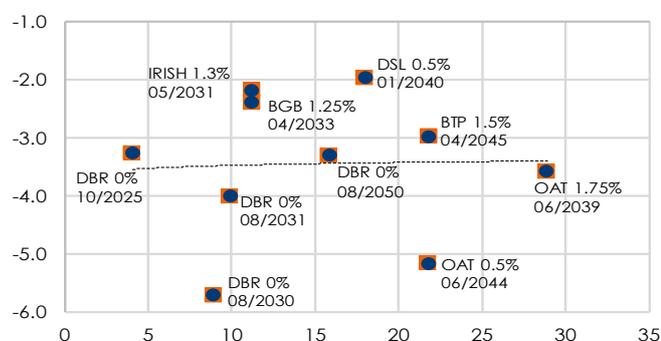
	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Total
Germany					6.0				3.5	3			12.5
France	1.5		7.0			2.3			2.1		2		14.9
Belgium		0.8				0.7	0.1						1.6
Netherlands		1.7											1.7
Ireland											0.5		0.5
Italy			8.5							3			11.5
Spain									5.0				5.0
Totale	1.5	2.5	15.5	0	6.0	3.0	0.1	0	10.6	6	2.5	0	47.7

Fonte: Siti nazionali del Tesoro, Intesa Sanpaolo Nota: i numeri evidenziati in grassetto si riferiscono ad emissioni già effettuate

L'**Austria** ha annunciato che emetterà il primo green bond entro il primo trimestre 2022. Il tesoro ha dichiarato che non seguirà il modello dei twin-bond della Germania ma che guarderà con attenzione alle condizioni di tasso per ottimizzare la strategia di funding. La **Grecia**, ha iniziato la predisposizione del Green Bond Framework ed il ministro delle finanze Staikouras ha dichiarato che il primo green bond probabilmente verrà emesso nel 2022. Al di fuori dell'area euro, il **Regno Unito** ha annunciato che il primo green Gilt verrà collocato sul mercato nella quarta settimana di settembre (20-24 settembre) tramite sindacato. Il green Gilt avrà scadenza luglio 2033. Una seconda emissione di green Gilt è prevista per fine ottobre. L'ammontare di emissioni green prevista dal tesoro per il 2021 è pari ad un minimo di 15 miliardi di sterline.

Considerando i titoli governativi europei, ad esclusione del titolo SPGB 1% 07/2042 di recente emissione, aggiorniamo i livelli di green premium calcolati come media della differenza tra gli Z-spread dei titoli green considerati ed i rispettivi interpolati negli ultimi sei mesi. Rispetto alla nostra ultima analisi⁷, i livelli di green premium risultano leggermente più diversificati variando dai 2 pb del Belgio e dell'Olanda fino ai 5 pb dell'OAT 2044 e del Green Bund 08/2031. I livelli correnti inoltre non segnalano una relazione tra green premium e duration.

Media Z-spread green- interpolato (asse y, pb) vs duration (asse x); Z-spread<0=greenium



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Green premium e duration dei titoli governativi europei

	GREENIUM (pb)	Mod.Dur.
FRTR 0.5 01/2044	-5.2	21.8
FRTR 1.75 06/2039	-3.3	15.9
NETHER 0.5 01/15/2040	-2.0	18.0
BGB 1.25 04/2033	-2.4	11.3
OBL 0 10/2025	-3.3	4.1
DBR 0 08/2030	-5.7	9.0
DBR 0 08/2031	-4.0	10.0
DBR 0 08/2050	-3.6	28.9
IRISH 1.35 03/2031	-2.2	11.3
BTP 1.5 04/2045	-3.0	21.8

Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

⁷ Green Bond Brief, 12 aprile 2021

Unione Europea: presto il primo emittente di green bond a livello mondiale

L'unione Europea ha pubblicato la settimana scorsa il [Next Generation EU Green Bond Framework](#) (GBF) ed ha annunciato che emetterà il primo NGEU green bond nel mese di ottobre collocando sul mercato parte dei 35 miliardi di funding previsti per il quarto trimestre. La pubblicazione del GBF conferma l'impegno dell'Unione Europea nel raggiungimento dell'obiettivo ambizioso della riduzione delle emissioni di gas ad effetto serra del 55% rispetto al livello del 1990 come previsto dall'ultimo pacchetto di proposte legislative adottato lo scorso luglio "Fit for 55" e della "carbon neutrality" entro la fine del 2050. Al fine di rispettare gli impegni intrapresi, l'UE ha fissato un target di 250 miliardi di spesa in investimenti di rilevanza climatica, pari al 30% del totale del Next Generation EU, che saranno finanziati tramite l'emissione di green bond nel periodo 2021-26. Le emissioni di green bond consentiranno all'Unione Europea di diventare il primo emittente di green bond a livello mondiale per volumi e di dare supporto allo sviluppo del mercato.

Il GBF è allineato agli ICMA Green Bond Principles, alla base della determinazione delle "credenziali" green sull'utilizzo dei proventi di emissioni obbligazionarie. Il GBF è strutturato in coerenza con i Green Bond Standard redatti dall'Unione e con la tassonomia per quanto è attualmente disponibile poiché la normativa completa entrerà in vigore in una fase successiva (Box pagina seguente). I proventi raccolti sul mercato tramite l'emissione di NGEU green bond finanzieranno i progetti e le riforme con finalità ambientali contenuti nei PNRR degli stati membri (attualmente sono 18 quelli approvati). I progetti saranno classificati usando coefficienti pari al 0%, 40% o 100% in base alla rilevanza climatica (RRF climate coefficient methodology) ed utilizzando gli screening di valutazione tecnica stabiliti dall'Unione Europea (technical screening criteria).

BOX- Tassonomia e Green Bond Standard dell'Unione Europea: lo stato di avanzamento

La [Tassonomia europea](#)⁸ (Regolamento UE 2020/852) rappresenta un sistema di classificazione delle attività economiche ecosostenibili. La tassonomia europea è entrata in vigore da luglio 2020. Si definisce attività ecosostenibile un'attività che: 1) contribuisce significativamente ad uno dei sei obiettivi ambientali (cambiamento climatico, adattamento al cambiamento climatico, uso sostenibile e protezione delle acque e delle risorse marine, transizione verso un'economia circolare, prevenzione e controllo dell'inquinamento e protezione e ripristino della biodiversità e degli ecosistemi) 2) rispetta il principio DNSH 3) venga condotta nel rispetto di garanzie minime di salvaguardia previste dall'art.18 dello stesso Regolamento 4) soddisfa i *technical screening criteria* recepiti dagli atti delegati.

Il primo atto delegato riguardo al cambiamento climatico ed all'adattamento al cambiamento climatico è stato formalmente recepito a giugno 2021 mentre un secondo atto delegato riguardo ai restanti quattro obiettivi ambientali sarà pubblicato nel 2022.

Per quanto riguarda i Green Bond Standard dell'Unione Europea (GBS UE), nonostante la Commissione Europea abbia cercato di accelerare il più possibile l'iter legislativo tramite l'adozione a luglio 2021 della proposta legislativa, l'entrata in vigore è prevista in una fase successiva dopo l'approvazione da parte del Parlamento e del Consiglio Europeo. I GBS UE si propongono come un "gold standard" di mercato che potrà essere utilizzato volontariamente

⁸ Per maggiori informazioni https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/eu-taxonomy-sustainable-activities_en

da ogni emittente di green bond, inclusi i residenti al di fuori dell'Unione Europea. I GBS UE garantiranno un allineamento alla Tassonomia europea per quanto riguarda l'utilizzo dei proventi, la presenza di un revisore esterno registrato all'ESMA che ne garantirà l'aderenza ed una totale trasparenza sull'utilizzo dei fondi tramite requisiti di reporting.

Appendice

Certificazione degli analisti

Gli analisti finanziari che hanno predisposto la presente ricerca, i cui nomi e ruoli sono riportati nella prima pagina del documento dichiarano che:

- (1) Le opinioni espresse sulle società citate nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, indipendente, equa ed equilibrata degli analisti;
- (2) Non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse.

Comunicazioni specifiche

Gli analisti citati non ricevono, stipendi o qualsiasi altra forma di compensazione basata su specifiche operazioni di investment banking.

Comunicazioni importanti

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Intesa Sanpaolo SpA-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo S.p.A. è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

Gli investimenti e le strategie discusse nel presente documento potrebbero non essere adatte a tutti gli investitori. In caso di dubbi, suggeriamo di consultare il proprio consulente d'investimento.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Intesa Sanpaolo S.p.A. non assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo S.p.A..

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Controparti Qualificate / Clienti Professionali, ad eccezione dei clienti professionali su richiesta, così come definiti dalla Direttiva MiFID II o eventualmente da parte di operatori dei Mercati o Investitori Istituzionali, che sono finanziariamente sofisticati ed in grado di valutare autonomamente i rischi di investimento, sia in generale sia in relazione a particolari operazioni e strategie di investimento.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio consulente finanziario per qualsiasi necessità di chiarimento circa il loro contenuto.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definiti dalla SEC Rule 15c-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite il sito web della Banca - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi

tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.
Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

Metodologia di valutazione

Le Trading Ideas si basano sulle aspettative del mercato, il posizionamento degli investitori e gli aspetti tecnico-quantitativi o qualitativi. Tengono conto degli eventi macro e di mercato chiave e di quanto tali eventi siano già scontati dai rendimenti e/o dagli spread di mercato. Si basano inoltre su eventi che potrebbero influenzare l'andamento del mercato in termini di rendimenti e/o spread nel breve-medio periodo. Le Trading Ideas vengono sviluppate su mercati cash o derivati di credito e indicano un target preciso, un range di rendimento o uno spread di rendimento tra diverse curve di mercato o diverse scadenze sulla stessa curva. Le valutazioni relative sono realizzate in termini di rendimento, asset swap spread o benchmark spread.

Coperture e frequenza dei documenti di ricerca

Le trading ideas di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono sviluppate sia in un orizzonte temporale di breve periodo (il giorno corrente o i giorni successivi) sia in un orizzonte temporale compreso tra una settimana e tre mesi, in relazione con qualsiasi evento eccezionale che possa influenzare le operazioni dell'emittente.

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasanpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separatezza organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo Spa agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Tel. 02 879+(6)

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)	62170	luca.mezzomo@intesasanpaolo.com
Alessio Tiberi	62985	alessio.tiberi@intesasanpaolo.com

Rates, FX & Commodities Research

Sergio Capaldi (Rates)	62036	sergio.capaldi@intesasanpaolo.com
Chiara Manenti (Rates)	62107	chiara.manenti@intesasanpaolo.com
Federica Migliardi (Rates)	62102	federica.migliardi@intesasanpaolo.com
Asmara Jamaleh (FX)	62111	asmara.jamaleh@intesasanpaolo.com
Daniela Corsini (Commodities)	62149	daniela.corsini@intesasanpaolo.com