

I Btp Green: un segnale di attenzione verso l'ambiente

di Giampaolo Galli e Federica Paudice

9 giugno 2021

Nel marzo scorso il Tesoro ha emesso il primo "Btp Green". Si tratta di un titolo a lunghissima scadenza (24 anni) che corrisponde una cedola semestrale dell'1,5 per cento annuo. La sua remunerazione è svincolata dagli attivi che vengono finanziati. Il tasso di rendimento annuo all'emissione è stato dell'1,575 per cento, valore prossimo a quello di un Btp tradizionale con la stessa scadenza. Dal punto di vista dell'investitore, l'acquisto di un Btp Green o uno tradizionale è dunque indifferente. L'emittente, invece, deve tenere conto dei costi addizionali relativi al tracciamento, monitoraggio e reporting degli investimenti green, a fronte dei quali vi sono però benefici in termini reputazionali.

* * *

Il primo Btp (Buono del Tesoro Poliennale) *Green* è stato emesso il 3 marzo 2021 e ha scadenza al 30 aprile 2045. Come esito della prima emissione sono stati raccolti 8,5 miliardi e il titolo è stato collocato al prezzo di 99,168.¹ All'operazione di lancio hanno partecipato 530 investitori; la domanda complessiva è stata di oltre 80 miliardi di euro, record di richieste nelle emissioni inaugurali di *Green Bond* sovrani in Europa.

Il quadro di riferimento per l'emissione

Il documento "Quadro di riferimento per l'emissione di titoli di Stato *Green*" contiene, tra le altre informazioni, le linee guida che definiscono le spese finanziabili con le risorse raccolte attraverso l'emissione dei titoli *green* (di seguito "spese ammissibili").²

¹ Vedi: <https://www.mef.gov.it/ufficio-stampa/comunicati/2021/Risultati-dellemissione-del-primi-BTP-Green/#:~:text=Comunicato%20Stampa%20N%C2%B0%2039%20del%2003%2F03%2F2021&text=Il%20regolamento%20dell'operazione%20C3%A8,all'emissione%20dello%201%2C547%25>.

² Vedi:

http://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_publico/prese

In particolare, risultano ammissibili le spese destinate a contribuire alla realizzazione di uno o più obiettivi tra: (i) mitigazione dei cambiamenti climatici; (ii) adattamento ai cambiamenti climatici; (iii) uso sostenibile e protezione delle risorse idriche e dell'ambiente marino; (iv) transizione ad un'economia circolare; (v) prevenzione e controllo dell'inquinamento; (vi) protezione, miglioramento e ripristino della biodiversità, degli ecosistemi e dei servizi ambientali.

I settori a cui le spese ammissibili fanno riferimento sono: (i) fonti rinnovabili per la produzione di energia elettrica e termica; (ii) efficienza energetica; (iii) trasporti; (iv) prevenzione e controllo dell'inquinamento ed economia circolare; (v) tutela dell'ambiente e della diversità biologica e (vi) ricerca.

Il rendimento

Il titolo, come un Btp tradizionale, paga cedole fisse semestrali al tasso dell'1,5 per cento. Il tasso di rendimento annuo all'emissione dei Btp *Green* è stato dell'1,547 per cento. Nel testo del "quadro di riferimento" si legge:

"Gli attivi finanziati dallo Stato a fronte dell'emissione di titoli di Stato *Green* non costituiscono alcun tipo di garanzia a favore degli investitori. Di conseguenza, gli investitori che sottoscriveranno i titoli di Stato *Green* non avranno a carico i potenziali rischi derivanti dai progetti ritenuti ammissibili al finanziamento tramite le emissioni di titoli di Stato *Green*, né sarà accordato alcun tipo di trattamento preferenziale rispetto agli altri detentori di titoli di Stato. Inoltre, ai portatori dei Btp *Green* è riconosciuta la stessa "priorità/grado di preferenza" dei portatori degli altri titoli di Stato italiani".

Ciò significa che la remunerazione è svincolata dagli attivi finanziati nel senso che gli investimenti verdi non costituiscono né una forma di garanzia per gli investitori né una fonte di rischio nel caso in cui i progetti non vadano a buon fine. Inoltre, i Btp hanno lo stesso grado di *seniority* degli altri titoli di Stato italiani.

Il rendimento per l'investitore

Al fine di confrontare il rendimento dei Btp *Green* con quello di un Btp tradizionale, si possono considerare un Btp con scadenza all'1/09/2044 (ISIN: IT0004923998) e un Btp con scadenza all'1/09/2046 (ISIN: IT0005083057). Al 3 marzo 2021 (giorno dell'emissione del Btp *Green*) i rendimenti dei due Btp tradizionali erano rispettivamente 1,52 per cento e 1,575 per cento.³ Il rendimento di un Btp tradizionale fittizio con scadenza al 30/04/2045 ricavato

[ntazioni studi relazioni/documentazione btp green/Quadro di riferimento per l'emissione di Titoli di Stato Green.pdf.](#)

³ Fonte: Bloomberg.

tramite interpolazione è di circa 1,54 per cento; questo valore è molto prossimo all'1,547 per cento del Btp *Green*.⁴

Ciò significa che dal punto di vista dell'investitore acquistare un Btp tradizionale o un Btp *Green* dovrebbe essere più o meno indifferente, a meno che l'investitore non attribuisca un valore aggiunto all'attributo "green", in tal caso il Btp *Green* sarà più conveniente. Significa anche che nel mercato non c'è una preferenza per il Btp *Green* che consenta allo Stato di collocarlo ad un tasso più basso del Btp tradizionale.

I costi per l'emittente

Come afferma un recente documento della Banca d'Italia, l'emissione di *Green Bond* governativi comporta una serie di costi a carico dell'emittente tra cui quelli relativi al tracciamento, monitoraggio e *reporting* degli investimenti al fine di assicurare la compatibilità dell'impiego delle risorse con gli obiettivi di sostenibilità.⁵

Per l'emissione dei Btp *Green* è stato infatti costituito un Comitato Interministeriale a garanzia del corretto impiego delle risorse. Il Comitato individua le spese ammissibili, garantisce il monitoraggio dell'uso delle risorse e definisce le modalità con le quali le Amministrazioni statali responsabili della gestione delle spese rendono disponibili le informazioni di rendicontazione.

Sarà inoltre pubblicato un documento annuale (*"Italian Sovereign Green Bond Allocation and Impact Report"*) che illustrerà l'allocazione delle risorse, lo stato di avanzamento dell'erogazione delle somme e l'impatto ambientale delle spese realizzate. La pubblicazione di tale documento coinvolge anche un organismo indipendente (non ancora specificato) a verifica delle informazioni.

A questi maggiori costi, legati in sostanza all'esigenza di trasparenza, corrispondono però vantaggi sotto il profilo reputazionale. La motivazione principale del lancio di questo nuovo strumento, come peraltro viene ribadito all'interno del quadro di riferimento per l'emissione, è infatti quella di rafforzare l'impegno in campo ambientale dello Stato italiano. In questo senso, il vincolo di destinazione delle risorse a investimenti *green* rappresenta un'attenzione verso una tematica che sta assumendo un ruolo sempre più rilevante nel dibattito.

⁴ Un approccio più rigoroso prevederebbe l'uso della *Zero-Coupon Bond Curve* che permetterebbe di ovviare ai problemi derivanti dalla diversa duration dei titoli. Ma, dato l'attuale contesto caratterizzato da una struttura dei tassi eccezionalmente bassi, il risultato non si discosterebbe significativamente.

⁵ Vedi: Doronzo et al. 2021, "*Green Bonds: the Sovereign Issuers' Perspective*", <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/mercati-infrastrutture-e-sistemi-di-pagamento/approfondimenti/2021-003/N.3-MISP.pdf>.