

*Funding & Capital Markets
forum 2016
III edition*

*Strumenti finanziari innovativi:
project bonds e green bonds*

Massimo Mariani

*Prof. Associato di Finanza Aziendale
Università Lum Jean Monnet*

MILAN
12th • 13th MAY
ABI CONGRESS
CENTRE
Via Olona, 2

I **Project bond** possono essere definiti obbligazioni di scopo emesse da società che realizzano un progetto infrastrutturale o un servizio di pubblica utilità, per finanziarne la realizzazione e sono destinati ad investitori istituzionali.

Ai fini della contestualizzazione dello strumento in ambito europeo può essere utile richiamare l'«**Outline guide to Project Bonds Credit Enhancement and Project Bond Initiative**», documento predisposto dalla BEI nel 2012 per lanciare la **Project Bond Initiative**, ovvero un programma di investimenti da 2.000 miliardi da realizzarsi entro il 2020 nei settori dei trasporti, energia e tecnologie dell'informazione e della comunicazione.

Dal 2010, la Banca europea per gli investimenti (BEI) e la Commissione Europea (CE) sono stati impegnati in una vasta consultazione per sviluppare nuovi strumenti di finanziamento e la **Project Bond Initiative** può essere intesa come la risposta della BEI e della Commissione a questa sfida.

Il programma prevede l'individuazione di progetti infrastrutturali «**Eligibles Projects**» a supporto dei quali emettere strumenti obbligazionari anche subordinati (Project Bond Initiative) che consentano altresì un miglioramento del rating proprio delle obbligazioni senior emesse a supporto dei medesimi progetti (Senior Bonds).

L'obiettivo finale è quello di ampliare le modalità di accesso al mercato dei capitali e minimizzare i costi per i soggetti prenditori di fondi.

Quali sono le caratteristiche principali delle attività finanziabili con Project Bond?

Gli investimenti infrastrutturali tendono ad avere le seguenti caratteristiche:

-  Servizi essenziali per la maggior parte della popolazione e delle imprese, sia in materia di flussi fisici nell'economia reale (trasporti, l'energia, banda larga) o servizi sociali (istruzione, sanità);
-  governo sia come cliente diretto (a mezzo di concessione a tempo determinato) o attraverso la regolamentazione economica;
-  finanziamenti a lungo termine;
-  flussi di cassa stabili;
-  basso rischio tecnologico.

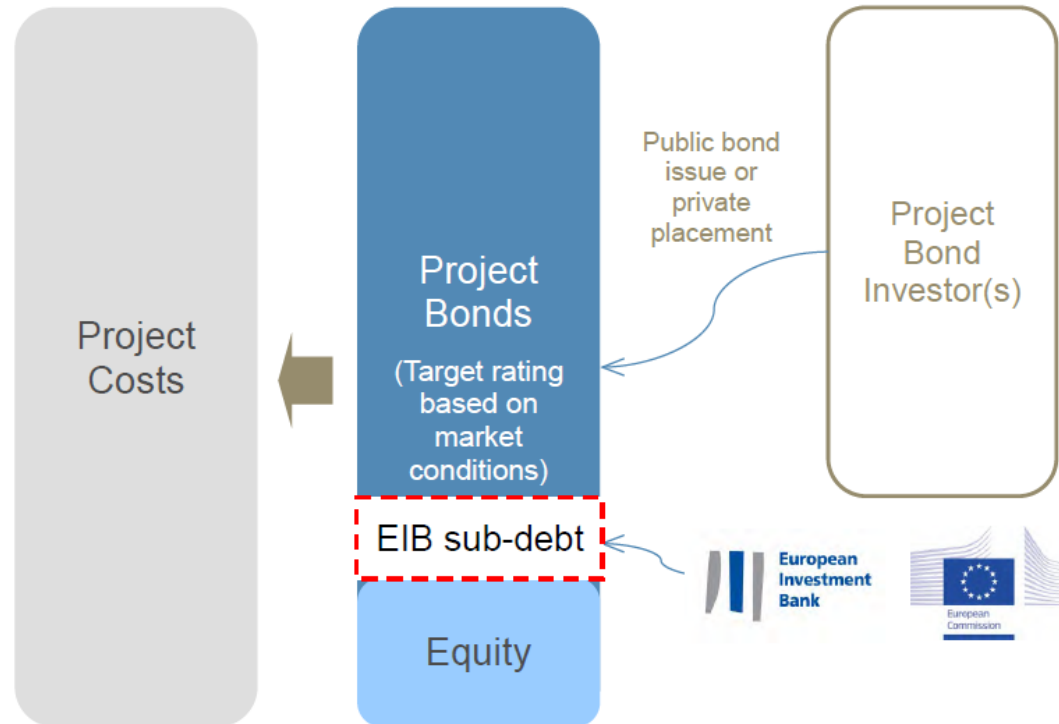
Fonte : European Investment Bank , An outline guide to Project Bonds
Credit Enhancement and the Project Bond Initiative

La struttura tipica prevista per l'intervento della BEI attraverso la Project Bond Initiative prevede due varianti rappresentate di seguito:

- **Funded PBCE** (Project Bond Credit Enhancement) ovvero con apporto di capitali da parte della BEI;
- **Unfunded PBCE** (Project Bond Credit Enhancement) ovvero con la prestazione di sole garanzie apporto di capitali da parte della BEI.

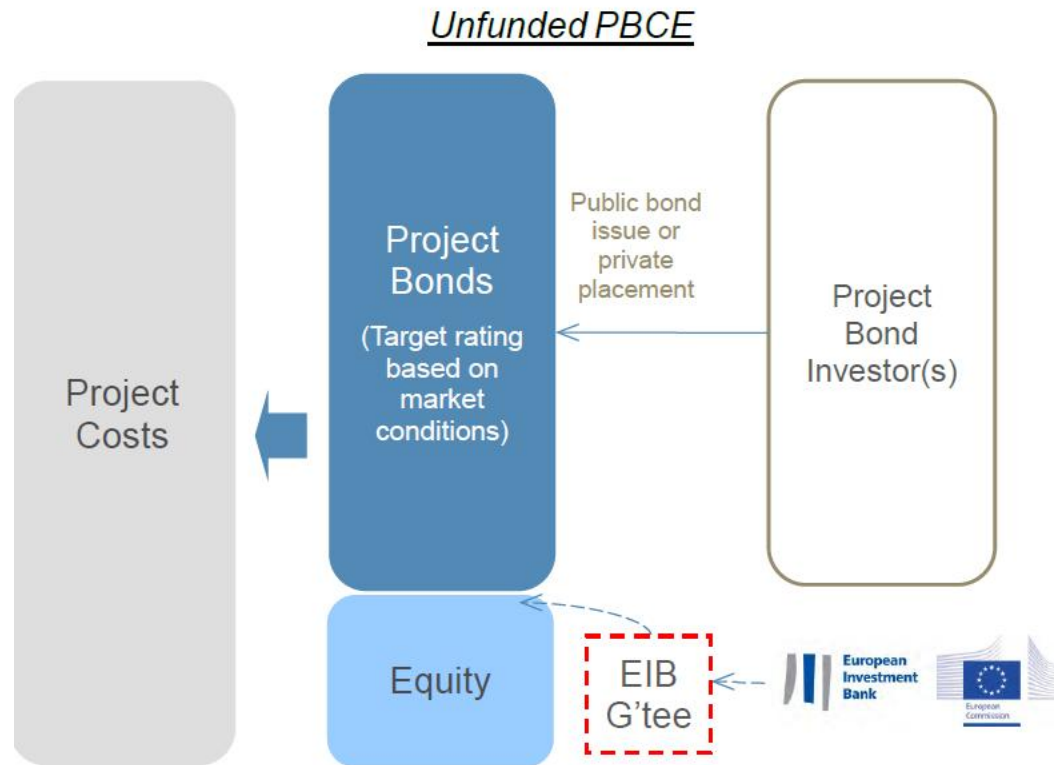
Fonte: European Investment Bank , An outline guide to Project Bonds
Credit Enhancement and the Project Bond Initiative

Funded PBCE



Fonte : European Investment Bank , An outline guide to Project Bonds
Credit Enhancement and the Project Bond Initiative

Project bond



Fonte : European Investment Bank , An outline guide to Project Bonds
Credit Enhancement and the Project Bond Initiative

Per quanto concerne i Project bond attesa l'eterogeneità delle iniziative e dei progetti sottostanti non è stato possibile individuare un indice che consenta di fornire risultanze analoghe a quelle dell'S&P Green Bond Index.

Dal punto di vista normativa l'Italia a seguito di una serie di interventi succedutisi negli anni da parte del Legislatore (dal Decreto Cresci-Italia del Gennaio 2012 sino al Decreto Sblocca Italia del novembre 2014) si è dotata di un assetto che adesso dovrebbe fornire slancio ad un segmento di mercato (quello dei project bond) che al momento nel contesto domestico annovera un numero contenuto di emissioni.

Quale misura di incentivo ai fini della diffusione dello strumento, è stata resa strutturale l'applicazione di un'aliquota fiscale agevolata pari al 12,50% sugli interessi corrisposti a fronte di obbligazioni di progetto emesse per finanziare investimenti in infrastrutture o servizi di pubblica utilità.

La disciplina quadro, successivamente modificata ed integrata, è contenuta **nell'articolo 157 del D.lgs. 163/2006**

Sebbene già incentivati dalla Legge Merloni del 1994, solo con le riforme del 2012 e del 2014 gli sponsor hanno iniziato a prendere realmente in considerazione i project bond per il finanziamento dei loro progetti e nel dicembre 2014 si è registrata la prima emissione.

Le principali modifiche alla precedente normativa che hanno consentito la nascita di questo mercato sono:

- **Decreto 'Cresci-Italia' (gennaio 2012);** è stata ridefinita una disciplina speciale per le obbligazioni emesse da SPV o titolari di contratti in PPP; ne è stata limitata la sottoscrizione ai soli investitori qualificati; è stata consentita la presenza di una garanzia sino all'avvio della gestione dell'infrastruttura;
- **Decreto 'Sviluppo' (giugno 2012);** viene prevista una tassazione del 12,5% sui rendimenti, pari a quella dei titoli di Stato, per le emissioni avvenute entro giugno 2015; è stata definita un'imposizione fiscale fissa sulla costituzione di garanzie e per il trasferimento dei titoli;
- **Decreto 'Sblocca Italia' (novembre 2014);** viene resa permanente l'aliquota agevolata della ritenuta sugli interessi dei *project bond*; cessa la nominatività dei titoli con conseguente avvio della dematerializzazione; viene confermata la possibilità di emettere *project bond* per un valore totale superiore al doppio del capitale sociale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio, permettendo così di sfruttare maggiormente la leva finanziaria.

Fonte: Osservatorio Mini-Bond II Report italiano
sui Mini-Bond, Febbraio 2016

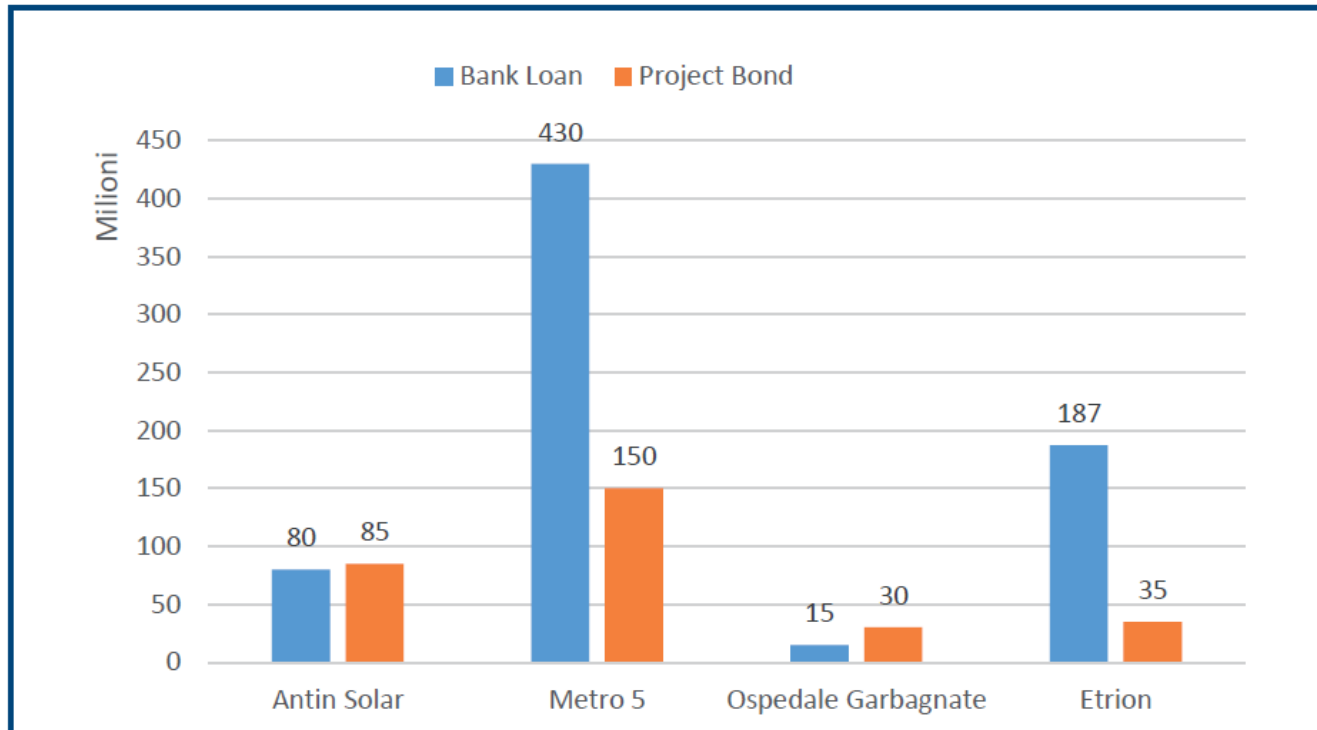


Emissioni di Project Bond - Italia da **gennaio 2014 a dicembre 2015**

4 emissioni di cui due riguardanti iniziative private nel settore del fotovoltaico e due opere di pubblica utilità.

Emittente	Finalità
Antin Solar Investments Spa, dicembre 2014, valore di € 85 milioni in due tranches. Durata 14 anni amortizing. 1° tranche da € 20 milioni con tasso fisso pari al 3,55%; 2° tranche da € 65 milioni con tasso variabile pari ad Euribor 6m + 335 bps.	rifinanziamento del debito
Metro 5 Spa, aprile 2015, prestito bancario di € 430 milioni e una tranche di project bond del valore di € 150 milioni, durata sino al 2035 con tasso di interesse pari a Euribor + 300 bps.	collaborazione in PPP per la costruzione della linea 5 della metropolitana di Milano e per il rifinanziamento del debito esistente e per il completamento dei lavori.
Garbagnate Salute Spa, dicembre 2015, project bond pari a € 30 milioni, durata sino al 2036, e l'apertura di una linea di credito bancario per € 15 milioni	rifinanziamento del debito bancario contratto da Garbagnate Salute Spa per la realizzazione dell'ospedale di Garbagnate Milanese.
Etrion SpA, dicembre 2015, project bond pari a € 35 milioni, durata sino al 2029 con tasso pari ad Euribor 6m + 225 bps oltre prestito bancario di € 187 milioni.	rifinanziamento del debito di Etrion SpA, società attiva nel settore delle energie rinnovabili e proprietaria di 10 parchi fotovoltaici in tutta Italia.

Si riporta di seguito un grafico relativo alle emissioni di project bond del biennio 2014 - 2015



Fonte: Osservatorio Mini-Bond II Report italiano
sui Mini-Bond, Febbraio 2016

Si segnala che a gennaio 2016 è stata annunciata una quinta operazione chiusa a dicembre 2015, con l'emissione di un project bond da parte di Siram SpA, per rifinanziare lo shareholder loan per la costruzione della centrale di cogenerazione a servizio dell'ospedale di Udine, nell'ambito di una concessione con l'ASL locale, e avviare un progetto di teleriscaldamento.

Il finanziamento prevede un prestito bancario di € 32 milioni più l'emissione di project bond per € 40 milioni.

A marzo 2016 è stato avviato il processo di emissione del primo project bond in Italia con garanzia Bei, relativo all'operazione di rifinanziamento del Passante di Mestre.

Si tratta di un project bond dell'importo di 830 mln di euro da rimborsarsi entro il 31 dicembre 2030.

Fonte: Osservatorio Mini-Bond II Report italiano
sui Mini-Bond, Febbraio 2016

Gli ultimi anni hanno evidenziato una crescente sensibilità e attenzione ai temi connessi alla **CSR** (corporate social responsibility) alla **CSP** (corporate social performance) nonché alla **CFP** (corporate financial performance).

In tale contesto, nel 2008, anche la World Bank è intervenuta al fine di supportare la crescita e la diffusione dello strumento dei Green Bond, avvicinando gli investitori a progetti e tecnologie sostenibili.

Nel luglio 2014, è stato strutturato lo S&P Green Bond Index per monitorare il mercato dei Green Bond.

Tale indice, dotato di standard di controllo rigorosi, include solo le obbligazioni la cui raccolta è destinata unicamente al finanziamento di progetti ecocompatibili.

Ad oggi, si assiste ad una rapida e crescente diffusione dello strumento menzionato, difatti l'agenzia di rating Moody's a partire dal mese di marzo 2016 ha inteso fornire un servizio di consulenza utile alla standardizzazione dei Green Bond.

Ai fini di una maggiore contestualizzazione dello strumento è utile richiamare l'attenzione sulla definizione di Green Bond fornita dall'**ICMA (International Capital Market Association)** nell'ambito del documento **«Green Bond Principles»** **aggiornato a marzo 2015.**

L'ICMA attualmente annovera nel mondo circa 500 membri distribuiti in circa 60 Paesi includendo tutte le principali istituzioni finanziarie internazionali.

La mission dell'ICMA è quella di promuovere i mercati dei capitali di debito internazionali sicchè risultino resilienti e ben funzionanti.

Nell'ambito della propria mission l'ICMA sta dedicando una particolare attenzione alla promozione e diffusione dei Green Bond.

Fonte: ICMA, *Green Bond Principles*, 2015

I Green Bond Principles predisposti dall'ICMA definiscono lo strumento come segue:



“I green bond sono tutti gli strumenti finanziari o titoli di debito, la cui raccolta può essere utilizzata esclusivamente ai fini del finanziamento o rifinanziamento di progetti/attività nuovi o esistenti, che promuovono il progresso di tutte le attività economiche sostenibili”

All'interno del “Green Bond Principles” sono riconosciute esplicitamente le diverse categorie di potenziali progetti verdi ammissibili con l'obiettivo di affrontare **le aree chiave di interesse come i cambiamenti climatici, l'esaurimento delle risorse naturali, la conservazione della biodiversità e / o inquinamento.**

Alcuni settori di intervento sono:

-  Energie rinnovabili (compreso l'efficientamento energetico immobiliare);
-  la gestione sostenibile dei rifiuti;
-  l'uso sostenibile del territorio(compresi la silvicoltura e l'agricoltura);
-  la conservazione della biodiversità;
-  trasporti puliti;
-  la gestione delle acque;
-  l'adattamento al cambiamento climatico.

Fonte: ICMA, *Green Bond Principles*, 2015

Attualmente, sul mercato sono presenti solo quattro tipologie di Green Bond:



Green Use of Proceeds Bond.

Emissione obbligazionaria *recourse* secondo condizioni standard per la quale i capitali raccolti devono essere segregati o comunque monitorati sicchè vi sia una correlazione diretta tra l'attività di raccolta dei capitali e gli investimenti realizzati con questi ultimi.



Green Use of Proceeds revenue Bond

Emissione obbligazione con tecnica *non recourse* per la quale il rimborso/remunerazione dei capitali raccolti deriva esclusivamente dai flussi di cassa generati dai progetti green da finanziare.



Green Project Bond

Project bond a servizio di singoli o multipli Green Projects. Il sottoscrittore del bond presenta un'esposizione diretta al rischio insito nel/nei progetto/i da finanziare.

Si tratta di emissioni con o senza ricorso nei confronti dell'emittente.



Green Securitized Bond

Si tratta dell'emissione di *covered bond*, ABS, o strumenti simili.

La principale fonte di rimborso/remunerazione dei titoli è rappresentata dai flussi di cassa generati dagli assets da finanziare.

Si tratta di bond emessi ad esempio nell'ambito di cartolarizzazioni aventi quale sottostante impianti fotovoltaici.

Fonte: ICMA, *Green Bond Principles*, 2015

Si riportano di seguito (a titolo esemplificativo) emissioni di Green Bond in ambito internazionale.

emittente	finalità
Unilever 19 marzo 2014 £250m	finanziare nuovi opifici, che consentano la riduzione dei rifiuti, del consumo d'acqua e le emissioni di gas ad effetto serra, nonché espansione di fabbriche già esistenti.
Toyota 18 giugno 2015 \$1.25 billion	finanziare nuovi contratti di finanziamento e contratti di leasing al dettaglio per i veicoli Toyota e Lexus che soddisfano specifici criteri di eco-sostenibilità
Apple Inc 17 Febbraio 2016 \$1.5 billion	Finanziare progetti di efficientamento energetico, stoccaggio di energia e conservazione delle risorse .

Green bond 2014-2024



Funding & Capital Markets
forum 2016
III edition

Tra le emissioni di Green Bond sul mercato di domestico si segnala quella di HERA.

La suddetta emissione dà esecuzione alla delibera del 18 giugno 2014 con cui il Consiglio di Amministrazione ha autorizzato l'emissione di un prestito obbligazionario sotto forma di c.d. Green Bond per un importo massimo di euro 500 milioni in linea capitale.

I capitali rivenienti da tale prestito obbligazionario sono stati impiegati per **estinguere anticipatamente parte dell'indebitamento in essere della Società contratto per finanziare taluni progetti ecosostenibili e per il finanziamento di nuovi progetti del medesimo tipo**. In particolare, tali progetti sono finalizzati a perseguire i seguenti obiettivi: **lotta al cambiamento climatico; miglioramento della qualità dell'aria; miglioramento della qualità della depurazione acque e recupero di materia dai rifiuti**.

Detto prestito ha le seguenti caratteristiche: euro 500 milioni, scadenza 4 luglio 2024, cedola 2,375%, rendimento 2,436% annuo.

Emittente	Hera S.P.A.	Codice ISIN	XS1084043451
Prezzo Emissione	99.464%	Data cedola annuale	04-07
Quantità Emessa (€)	500 mln	Scadenza	04/07/2024
Cedola annuale	2.375%	Data inizio interessi	04/07/2014
Tipo	Straight	Rendimento a scadenza	2.436%
Rating S&P's*	BBB	Listing	Luxembourg Stock Exchange
Rating Moody's*	Baa1	Ultimo aggiornamento	27/06/2014

Fonte : dati HERA SPA

Uno dei problemi di maggior rilievo nell'ambito dei green bond è legato alla classificazione dell'emissione (labelling).

Sono infatti considerati "labelled green bond" solo i bond che utilizzano il 100% dei capitali raccolti in progetti green.

Il crescente interesse nei confronti dei cambiamenti climatici e degli investimenti green ha contribuito alla necessità di un'indicizzazione dell'universo di investimento nel comparto suddetto.

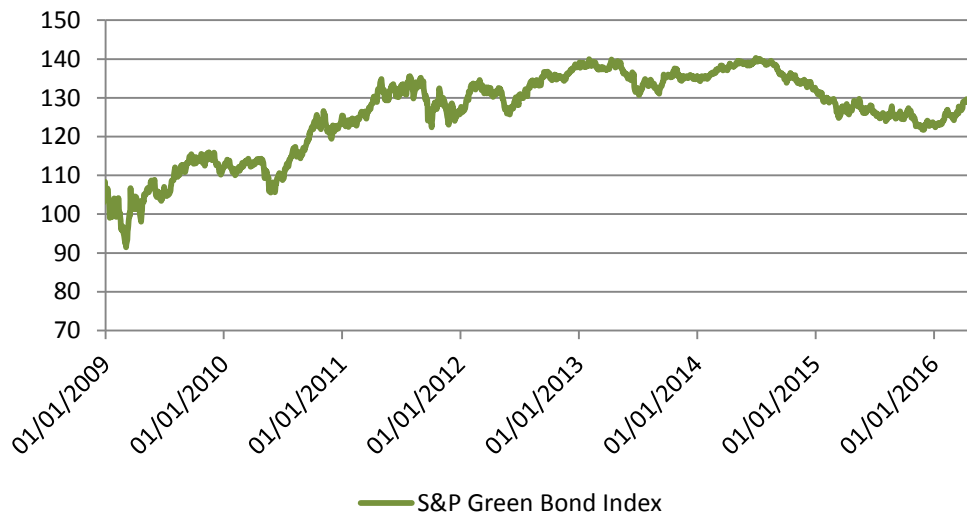
Attraverso la costruzione di un set di parametri l'S&P Green Bond Index seleziona i titoli green-labeled i cui emittenti abbiano dichiarato apertamente l'utilizzo dei capitali raccolti o di cui sia stata verificata l'aderenza ai Green Bond Principles, garantendo un alto standard di trasparenza nel mercato dei green bond.

In tal modo intende offrire una indicazione sull'andamento del comparto analizzando le emissioni di ogni tipo indipendentemente dalle emittenti, nazionalità e valute.

L'S&P Green Bond Index accoglie al suo interno soltanto i bond configurati come "green" dalla CBI (Climate Bond Initiative).

I green bond - analisi

S&P Green Bond Index

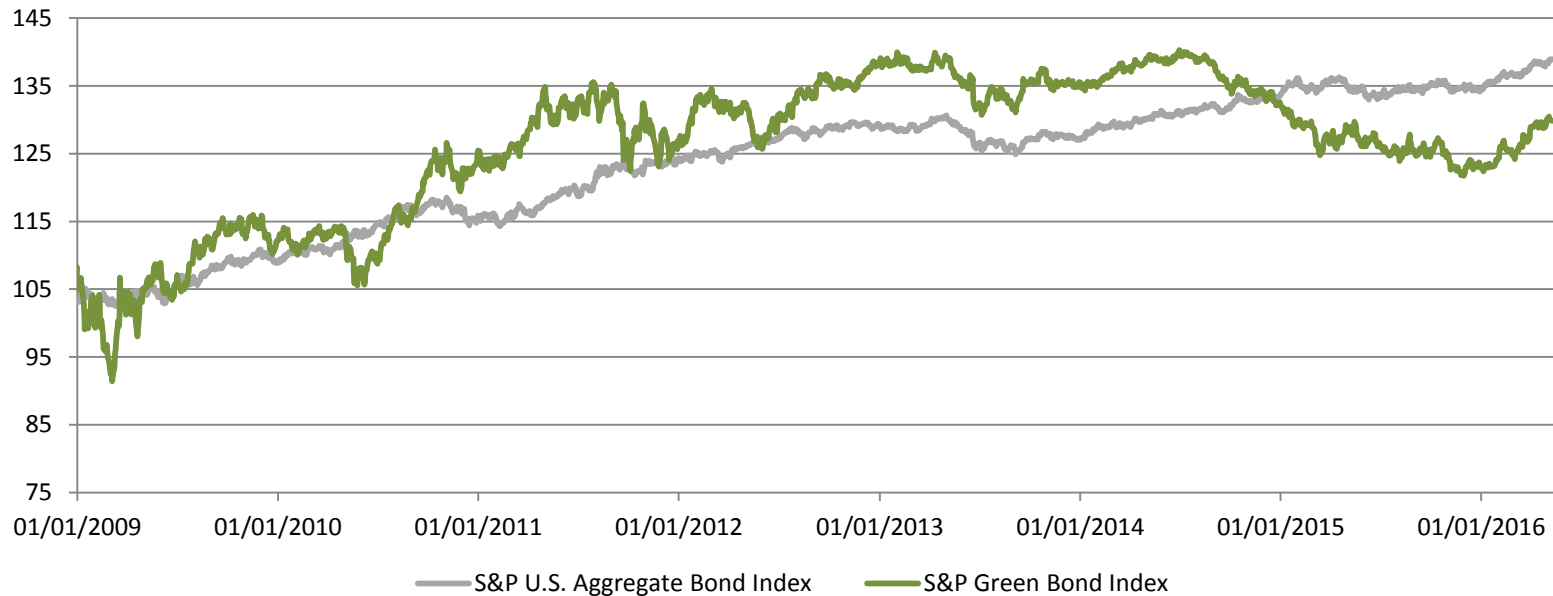


S&P Green Bond Index							
Performance Annuali (Anno Solare)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
	5,74%	11,86%	1,14%	9,15%	-2,23%	-2,31%	-7,12%

S&P Green Bond Index		
Valore del Mercato [\$ milioni]		84.811,17
N. Componenti		940
Cedola Media Ponderata		2,34%
Scadenza media ponderata		6,52 Anni
Rendimenti Mensili	1 Mese	0,83%
	3 Mesi	4,92%
Rendimenti Annuali	3 Anni	-2,31%
	5 Anni	-0,63%
Rischio Annualizzato*	3 Anni	5,37%
	5 Anni	7,45%

*Il rischio è definito dalla deviazione standard calcolata sui valori mensili dei rendimenti complessivi

I green bond - analisi

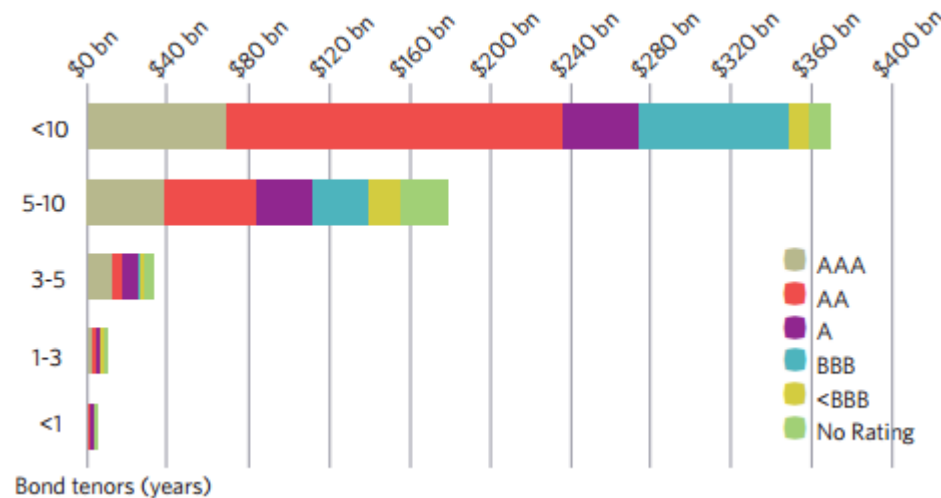


-  L'indice mantiene nel lungo termine una performance in linea con il benchmark rappresentante il mercato statunitense dei titoli a reddito fisso nonostante la contrazione dell'ultimo biennio.
-  La maggiore volatilità del Green Bond Index è parzialmente imputabile al fattore valuta, oltre che alla fase di espansione del mercato.

I green bond - analisi



Le emissioni di green-bond offrono un ampio range di rating, ciononostante la maggior parte dei titoli soggetti a rating riporta valori superiori ad A.



Fonte: Bonds and climate change, the state of the market in 2015;
www.climatebonds.net

I green bond - analisi

Negli ultimi anni si è assistito ad un notevole incremento delle emissioni di green bond:

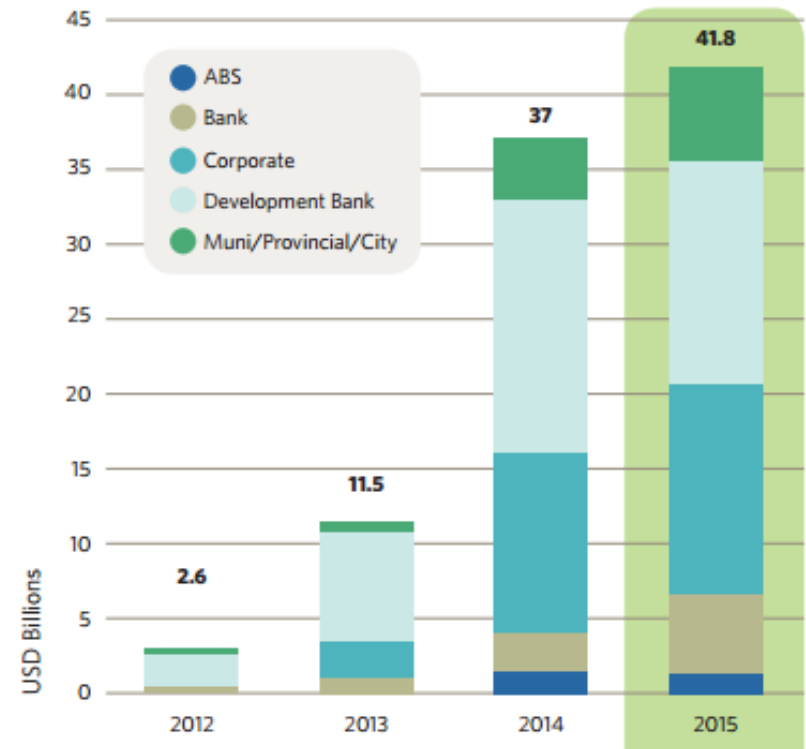


nel 2015 le emissioni hanno superato i 40 miliardi di dollari;



l'ultimo biennio è risultato fondamentale per la crescita delle ABS con asset green.

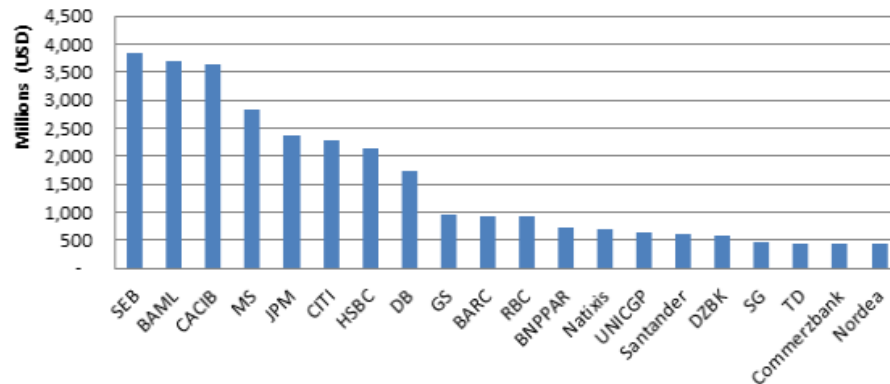
Annual green bond issuance continues to grow



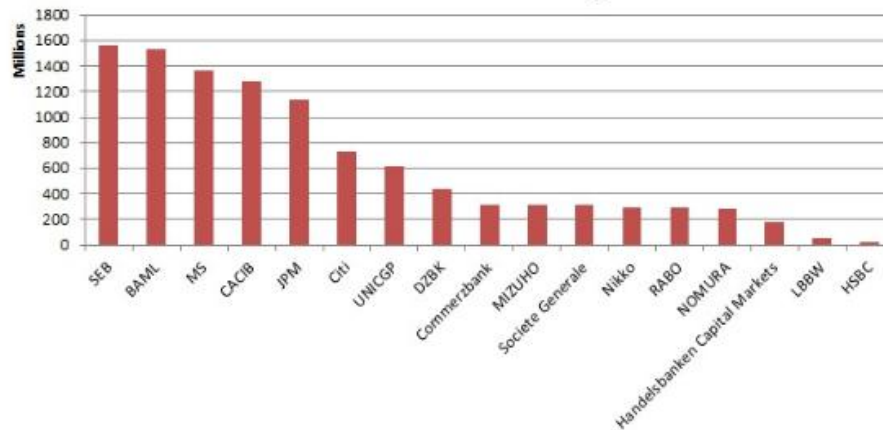
Fonte: Bonds and climate change, the state of the market in 2015;
www.climatebonds.net

I green bond - analisi

2014 Underwriters League Table



2013 Climate Bond Underwriters league Table



I principali sottoscrittori di green bond nel 2013 e 2014 sono istituzioni bancarie.

In particolare le prime sei istituzioni, in termini di ammontare investito sono per entrambi gli anni:

- Skandinaviska Enskilda Banken
- Bank of America Merrill Lynch
- Crédit Agricole CIB
- Morgan Stanley
- JP Morgan
- Citi

Fonte: Bonds and climate change, the state of the market in 2015;
www.climatebonds.net