

Interest Rate Strategy

Green Bond Brief

Offerta di governativi green dell'Eurozona e dell'Unione Europea in aumento nel 2023

Dopo un 2021 caratterizzato da una crescita elevata delle emissioni governative green dell'area euro, passate da 26 miliardi del 2020 a 50 miliardi, nel corso del 2022 l'offerta si è stabilizzata. Nel 2022 sono state collocate, infatti, 49 miliardi di emissioni governative green europee, in linea con l'anno precedente. L'aumento dei prezzi energetici con conseguente impatto sui prezzi delle energie rinnovabili ha contribuito ulteriormente a rallentare gli investimenti green nel corso del 2022. In ottica prospettica, nel corso del 2023, **ci attendiamo che la diminuzione dell'incertezza sull'outlook economico** ed il raggiungimento di una fase più matura del ciclo restrittivo nell'area euro **favorisca una ripresa delle emissioni obbligazionarie**. Il fattore che, tuttavia, condiziona la crescita dell'offerta governativa green **è la subordinazione delle emissioni all'identificazione di investimenti pubblici volti a promuovere la sostenibilità ambientale in linea con i principi internazionali ed europei** (ICMA, CBS, EU GBS). Inoltre, i PNRR degli stati membri, approvati dall'Unione Europea, prevedono che almeno il 37% delle risorse venga dedicato alle riforme ed agli investimenti legati al clima, abbassando la spesa finanziabile tramite emissioni governative green.

Tra i fattori che, al contrario, supportano l'offerta green menzioniamo l'interesse da parte degli emittenti governativi ad essere presenti sul mercato primario con emissioni verdi, sia per l'aspetto reputazionale, sia per la maggiore diversificazione della base di investitori rispetto ad una emissione convenzionale. **Prevediamo un aumento contenuto delle emissioni green dell'area euro nel 2023 a 57 miliardi di euro, di poco superiore al livello realizzato nel 2022.**

Le previsioni dettagliate delle emissioni europee green sono aggiornate nella nostra pubblicazione settimanale Euro Area Government Issuance.

Analizziamo in dettaglio le emissioni previste per il 2023 dei principali emittenti governativi europei.

2023 Offerta titoli governativi green Eurozona ed Unione Europea

	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Total
TOTAL Gross issuance	11.7	4.2	18.0	2.5	9.0	16.0	8.8	1.0	10.5	4.5	13.0		99
Germany													
Total	1.5		6.0			1.5	4.0			1.5			15
5 year	1.5												2
10 year						1.5	4.0						12
30 year													
France													
Total	2.8		2.5		1.0		2.3		2.5		1.0		12
15 year													
20 year	2.8				1.0		2.3				1.0		7
Linkers			2.5						2.5				5
Belgium													
Total		1.2						1.0					2
10 year		1.2											
15-20 year								1.0					
Netherlands													
20 year					5.0								6
Ireland													
20 year	3.5										1.0		8
Italy													
Total		1.0				6.0				1.0			8
15 year										1.0			
20 year		1.0				6.0							
Spagna													
15 year					3.0					2.0			5
Austria													
15-20 year	2.0		1.5			1.5							5
Greece													
15 year			1.0										1
EU													
Total	1.9	2.0	7.0	2.5		7.0	2.5		8.0		11.0		42
10 year		2.0				7.0	2.5						12
15 year	1.9			2.5					8.0		9.0		21
20-30 year			7.0								2.0		9

Nota: Le celle evidenziate in azzurro indicano previsioni di nuove emissioni; Fonte: Previsioni ISP

23 gennaio 2023 – 14:49 CET

Data e ora di produzione

Direzione Studi e Ricerche

Rates, FX & Commodities Research

Federica Migliardi

Fixed Income Strategist

23 gennaio 2023 – 14:52 CET

Data e ora di circolazione

- **Francia.** Durante il 2022, la Francia ha rivisto al ribasso la spesa idonea ad essere finanziata tramite emissioni verdi, di conseguenza sono stati collocati 9.5 miliardi di green bond, in calo rispetto ai 15 miliardi collocati nel 2021. Ci attendiamo quest'anno un'offerta di titoli green di 12 miliardi che verrà realizzata attraverso riaperture dei titoli in essere. Entro fine mese è prevista la pubblicazione delle stime sulla spesa finanziabile con debito verde per il 2023.
- **Germania.** Nel piano annuale di funding pubblicato a dicembre scorso, la Finanzagentur ha comunicato che emetterà dai 15 miliardi ai 17 miliardi di euro di green Bund attraverso cinque aste distribuite nel corso dell'anno, di cui due in sindacato. Verranno collocati due nuovi titoli green, il primo a dieci anni ed il secondo sul tratto lungo della curva.
- **Italia.** L'Italia dopo aver collocato 8 miliardi nel corso del 2022, è il terzo paese dell'area euro per ammontare di debito verde in circolazione, dopo Francia e Germania. Le linee guida del debito prevedono un obiettivo di emissioni green per il 2023 superiore a quelle realizzate l'anno scorso. Si prevede l'emissione di un nuovo titolo e riaperture di titoli già in circolazione.
- **L'Olanda** emetterà un nuovo green bond a 20 anni tramite asta DDA per un ammontare indicativo di 5 miliardi di euro.
- **L'Irlanda** è stato il primo emittente governativo green del 2023 ed ha collocato il 5 gennaio un green bond per 3.5 miliardi di euro a 20 anni. La domanda del titolo è stata molto forte con un totale di ordini ricevuti pari a 10 volte l'ammontare emesso.
- Tra i nuovi emittenti governativi del 2023, la **Grecia** ha annunciato che intende emettere il primo green bond per finanziare la spesa pubblica finalizzata al raggiungimento degli obiettivi di riduzione delle emissioni gassose fissati dall'Unione Europea. L'emissione avverrà sul tratto medio-lungo della curva.
- Il programma annuale di funding dell'**Austria** prevede un obiettivo di 5 miliardi di emissioni green nel corso del 2023. L'Austria è il primo paese dell'area euro ad avere emesso, oltre ad un green bond (RAGB 1.85% 05/2022) per 4 miliardi di euro, titoli di breve termine green (Austrian Treasury Bills, ATB) per un miliardo di euro. I titoli sono stati emessi a sconto e prevedono l'utilizzo dei proventi per finanziare progetti idonei al miglioramento dei parametri di sostenibilità climatica. I TBA hanno scadenza febbraio 2023 ed è previsto il rinnovo per lo stesso importo. Inoltre, il tesoro austriaco prevede riaperture del green bond in essere per 4 miliardi nel corso del 2023.

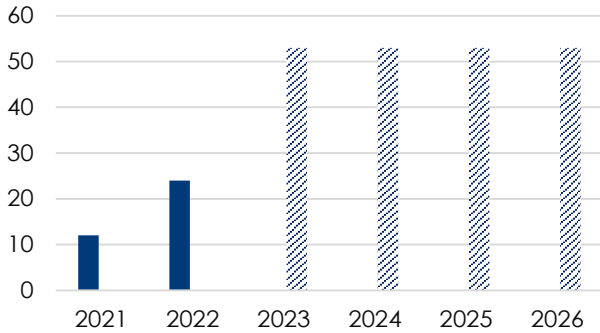
Infine, menzioniamo la **Slovenia** che ha emesso nella prima settimana di gennaio il secondo Sustainability Bond a 10 anni per 1.25 miliardi, in cui proventi, in linea con il Sustainability Bond Frame, verranno utilizzati per finanziare progetti ad impatto ambientale e sociale.

In ambito sovranazionale, l'**Unione Europea**, dalla prima emissione di ottobre 2021, ha collocato sul mercato un totale 36,5 miliardi di euro di green bond, di cui 23 miliardi nel 2022. Si tratta di un ammontare contenuto e pari al 15% dell'obiettivo totale di 250 miliardi di emissioni green da collocare entro il 2026. Pertanto, l'Unione Europea per rispettare l'obiettivo prefissato dovrà aumentare le emissioni nel corso dei prossimi anni. Tuttavia, l'offerta di green bond dell'Unione Europea è strettamente legata alle tempistiche di implementazione dei PNRR degli stati membri. In base ai dati pubblicati dal sito l'Unione europea, sul totale di 36,5 miliardi di euro emessi tramite green bond, gli stati membri hanno allocato risorse solamente per 13 miliardi.

Il programma **REPower- EU** presentato a marzo dalla Commissione Europea con l'obiettivo di aumentare l'indipendenza dai combustibili fossili e favorire una maggiore diversificazione delle fonti di approvvigionamento potrebbe comportare un aumento delle emissioni green dell'Unione Europea. Il piano è stimato in 210 miliardi di investimenti da attuare entro il 2027. La Recovery Resilient Facility rappresenta la fonte di finanziamento principale del piano attraverso i fondi addizionali di finanziamento pari a 225 miliardi di euro che gli stati membri hanno la possibilità di richiedere in forma di prestiti e nuovi trasferimenti per 20 miliardi di euro finanziati tramite i proventi della vendita delle quote del sistema di scambio di emissioni ETS. Ci attendiamo

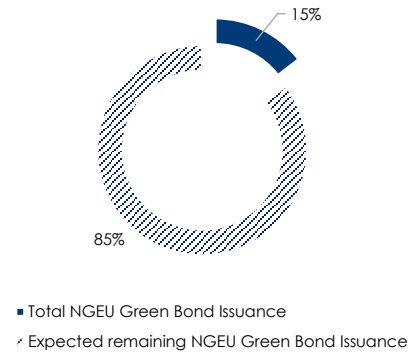
quindi emissioni green dell'Unione Europea in aumento nel 2023 intorno ai 45 miliardi, quasi il doppio rispetto a quelle realizzate nel 2022.

Le emissioni green dell'Unione Europea realizzate e previste (mld di euro)



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Emissioni green bond dell'Unione Europea: stato di avanzamento



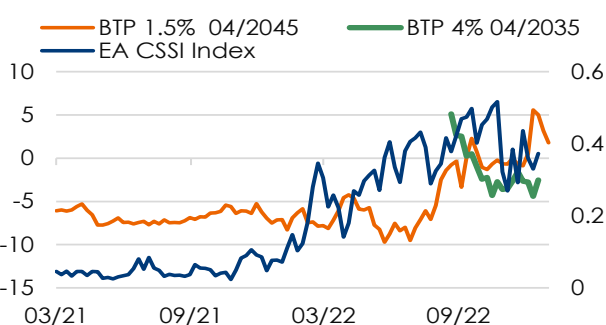
Fonte: European Union, Intesa Sanpaolo

Il green premium è favorito dalla riduzione della volatilità

L'ultimo anno è stato caratterizzato da una volatilità ed incertezza senza precedenti. I rischi geopolitici, gli elevati livelli di inflazione ed il ritmo rapido di implementazione del ciclo restrittivo di politica monetaria hanno comportato un aumento dell'avversione al rischio con conseguente allargamento degli spread di credito. In questa fase, nella maggior parte dei titoli governativi green considerati si è potuta osservare una correlazione positiva tra il livello di volatilità e green premium, inteso come differenza tra lo z-spread del green bond e l'equivalente convenzionale. L'aumento della volatilità e dell'avversione al rischio ha infatti favorito una riduzione della domanda di green bond sul secondario per la minore liquidità che caratterizza questi titoli rispetto ai titoli convenzionali comportando una riduzione del green premium in valore assoluto.

Come possiamo notare dal grafico in basso a sinistra, l'andamento del differenziale dello z-spread tra il BTP green 1.5% 04/2045 rispetto all'interpolato è stato correlato alla dinamica dell'indicatore di stress sistemico della BCE (ECB Composite Indicator of Systemic Stress). Nei primi mesi dell'anno fino a settembre, l'aumento della volatilità è stato accompagnato da un incremento del green premium, che è passato da valori negativi a positivi (un green premium positivo implica la richiesta di un premio da parte degli investitori per detenere il titolo green).

Differenziale Z-spread BTP green ed interpolato (pb) ed ECB Composite Indicator of Systemic Stress



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Media mobile 30 giorni differenziale bid-ask spread BTP green 1.5% 04/45 e BTP convenzionale 1.8% 01/41(pb)

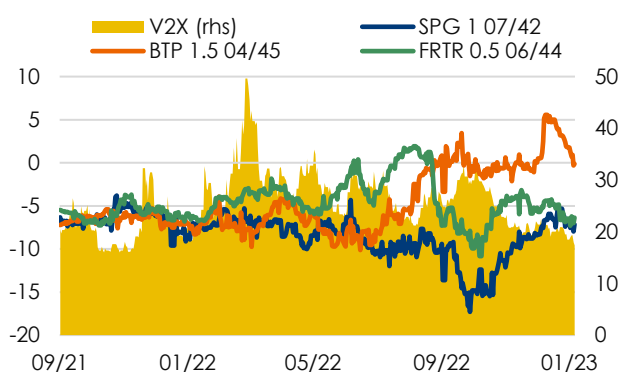


Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Nello stesso tempo, come evidente dal grafico sopra, nei primi mesi del 2022, la differenza di bid-ask spread tra green e bond convenzionale è aumentata. In questo senso, la maggiore richiesta di rendimento, espressa dal green premium positivo, rappresenta un premio per la minore liquidità del titolo. Al contrario, negli ultimi mesi del 2023 si è potuta osservare una dinamica inversa: la diminuzione dell'incertezza grazie alle attese di moderazione del ritmo dei rialzi ed alle prospettive di una recessione piuttosto lieve ha contribuito ad un rintracciamento dell'indice di stress sistemico dai massimi di settembre e, contemporaneamente, una riduzione del green premium, passato da valori positivi a zero.

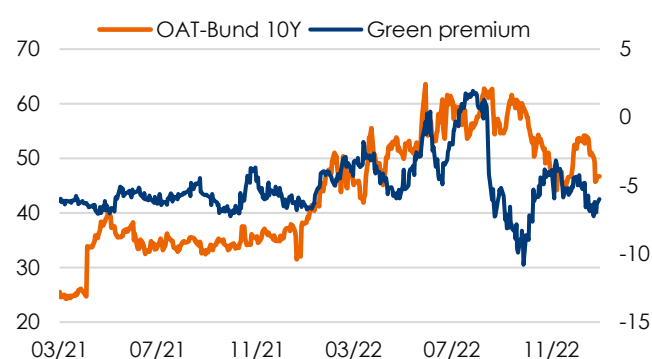
Considerando l'OAT 0.5% 06/2044, possiamo analogamente, notare come il differenziale dello z-spread rispetto all'interpolato sia salito da - 6pb di gennaio 2022 a + 2pb di agosto in concomitanza con un aumento dell'indice di volatilità sull'Eurostoxx50 e dell'OAT-Bund spread a dieci anni. Negli ultimi mesi, il green premium dell'OAT 0.5% 06/2044 è ritornato di nuovo su livelli negativi, favorito dalla riduzione della volatilità, ed ora risulta pari a -6 pb. Il Bonos 1% 07/2042 fa eccezione rispetto alla tendenza osservata su OAT e BTP green, con un andamento del differenziale dello z-spread rispetto all'interpolato piuttosto stabile: osservando il bid-ask spread del Bonos green possiamo notare come sia rimasto in linea con quello del bond convenzionale (SPGB 4.9% 07/2040) nella fase più acuta di volatilità ad indicare un maggior equilibrio della domanda.

Green premium BTP 1.5% 04/45, Bonos 1% 07/2042, OAT 0.5% 06/2044 (pb) e volatilità Eurostoxx 50



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Differenziale z-spread OAT 0.5% 06/2044 ed interpolato(pb, rhs), spread OAT-Bund 10 anni (pb, lx)

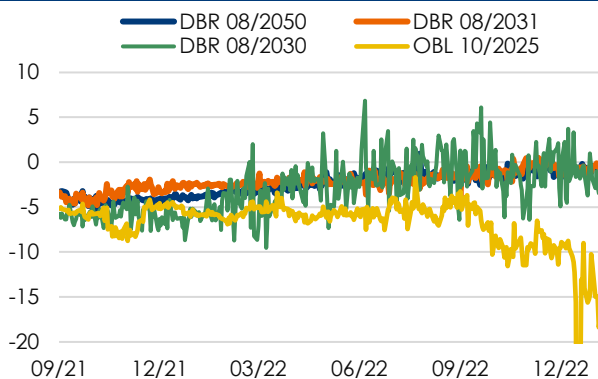


Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Prendendo in considerazione i green Bund tedeschi con scadenza lunga Bund 0% 08/2050, Bund 0% 08/2030 e Bund 0% 08/2031, possiamo notare come in tutti i casi il green premium si sia marginalmente ridotto (da -4, -5 e -2 pb di gennaio 2022 rispettivamente a -1, -2, -1pb di oggi). Il Bobl green 0% 10/2025 fa eccezione e possiamo riscontrare un incremento del differenziale rispetto al titolo twin convenzionale da -5 a -17 pb durante l'ultimo anno. In questo caso la durata breve del titolo ha supportato la domanda anche nella fase di stress di mercato, in quanto unico titolo tra i green bond europei con duration bassa.

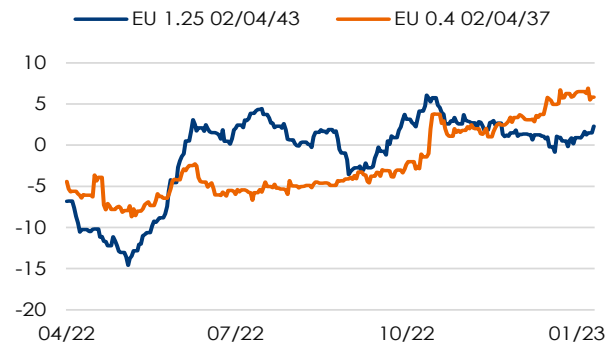
I green bond dell'Unione Europea confermano la tendenza riscontrata nella maggior parte dei titoli considerati. Il green premium si è ridotto progressivamente ed ai livelli correnti entrambi i titoli presentano un differenziale dello z-spread rispetto all'interpolato positivo.

Differenziale z- spread green Bund e twin bond



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

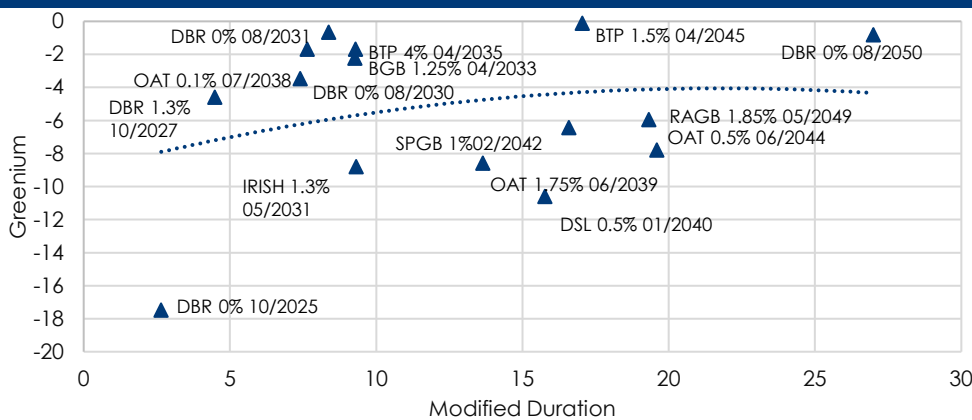
Differenziale z-spread green EU 04/2037 e EU 04/2043 vs interpolati



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Considerando tutti i green bond governativi europei, ad eccezione dell'ultimo titolo emesso recentemente dall'Irlanda, possiamo riscontrare come il green premium si collochi, escludendo il Bobl 0% 10/2025, tra -10 pb del titolo olandese DSL 0.5% 01/2040 ed -0.8 pb del BTP 1.5% 04/2045. Tutti i green bond governativi dell'area euro quotano ora un green premium negativo. Possiamo notare inoltre dal grafico sottostante una relazione negativa tra green premium e duration: all'aumentare della duration il green premium diminuisce, contrariamente a quanto riscontrato in una nostra precedente pubblicazione¹ di settembre 2021 in cui non risultava nessuna relazione tra le due variabili.

Z-spread green- interpolato (pb) vs Mod.duration



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Il green premium dei titoli governativi green europei nei prossimi mesi

In prospettiva, ci attendiamo che diversi fattori potranno esercitare pressioni al ribasso sul green premium. Sebbene, come visto in precedenza, ci siano delle differenze da titolo a titolo, nella maggior parte dei casi osservati si è potuto riscontrare una correlazione positiva tra volatilità e green premium. I primi segnali di rallentamento della dinamica di inflazione e le prospettive di una recessione breve e lieve diminuiscono l'incertezza sullo scenario, supportando una diminuzione della volatilità. Nei prossimi mesi, livelli di volatilità inferiori potranno creare pressioni al ribasso sul green premium.

¹ Green Bond Brief settembre 2021

L'offerta di governativi ancora limitata ed una domanda crescente da parte di fondi ESG contribuiscono inoltre, a mantenere il green premium in territorio negativo. Recentemente, I. Schnabel², ha sottolineato la tenuta della domanda di fondi ESG: contrariamente ai fondi obbligazionari ed azionari convenzionali caratterizzati da una raccolta netta negativa durante il 2022, i flussi di fondi ESG sono risultati infatti stabili in termini di raccolta.

In aggiunta, la BCE potrebbe contribuire in futuro a mantenere la domanda di green elevata. I. **Schnabel** ha focalizzato l'attenzione sul ruolo della BCE nel supportare la transizione climatica come evidente dal Piano di azione per il clima annunciato a luglio 2021 e dai diversi provvedimenti già adottati finora nell'implementazione del rischio climatico. La BCE ha già adottato nuovi criteri per i reinvestimenti dei titoli in scadenza appartenenti al portafoglio CSPP, che tengano conto della performance climatica dell'emittente. Tuttavia, l'inizio del QT, come annunciato nella riunione di dicembre, potrebbe rallentare il processo di decarbonizzazione del bilancio della BCE. Interrompendo i reinvestimenti, infatti, la decarbonizzazione del portafoglio CSPP rallenterebbe e dipenderebbe unicamente dalla capacità degli emittenti di adottare misure per ridurre la loro impronta ambientale. Alternativamente all'approccio *flow-based*, basato sui reinvestimenti di titoli in scadenza verso emittenti con una migliore performance climatica, la BCE potrebbe adottare un'alternativa *stock-based*, ossia una sostituzione attiva dei titoli, in assenza di reinvestimenti, verso emittenti più virtuosi dal punto di vista climatico. Il portafoglio PSPP, al momento non prevede criteri di allocazione dei reinvestimenti che tengano conto di parametri climatici degli emittenti sovrani ed un'implementazione di questi criteri potrebbe diventare complessa poiché dovrebbe integrarsi con le *capital keys*. Una prima opzione potrebbe prevedere una sostituzione attiva di titoli governativi con titoli green sovranazionali, e in questo caso si verificherebbe un conflitto con i criteri di allocazione delle *capital keys*; inoltre, l'impatto sul pricing sarebbe limitato, essendo in circolazione una quantità di titoli maggiore rispetto ai titoli sovrani. In alternativa, in presenza di un'offerta di titoli governativi in circolazione più ampia, la BCE potrebbe prevedere una sostituzione attiva dei titoli governativi con governativi green.

² <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html/ecb.sp230110~21c89bef1b.en.html>

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 S.p.A.-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 fra 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.intesasnpaolo.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 separazione 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.intesasnpaolo.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.intesasnpaolo.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 S.p.A. 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

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

Alessio Tiberi

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Rates, FX & Commodities Research

Sergio Capaldi (Rates)

sergio.capaldi@intesasnpaolo.com

Chiara Manenti (Rates)

chiara.manenti@intesasnpaolo.com

Federica Migliardi (Rates)

federica.migliardi@intesasnpaolo.com

Asmara Jamaleh (FX)

asmara.jamaleh@intesasnpaolo.com

Daniela Corsini (Commodities)

daniela.corsini@intesasnpaolo.com