

Lo stato imprenditore. Un nuovo impulso alla CdP e alla finanza sostenibile

Categories : [Focus](#)

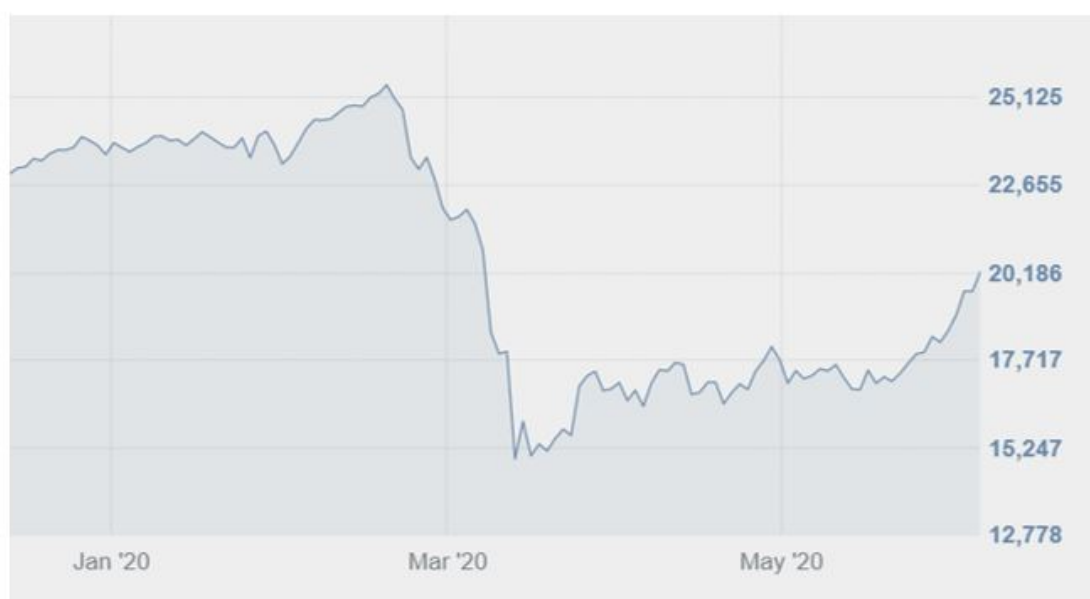
Tagged as : [Marco Marucci](#), [Menabò n. 129/2020](#)

Date : 15 Giugno 2020

Il DEF – Documento di economia e finanza 2020, prevede per l'Italia, a seguito degli effetti prodotti dalla pandemia, un calo del PIL nel corso dell'anno attorno all'8%. Il deficit per il 2020 si attesterebbe invece oltre il 10% (10,4%) e il debito in rapporto al PIL è previsto raggiungere il 155%. Il debito rimane per ora sostenibile ma per compensare l'ingente finanziamento necessario alle misure di protezione sociale già attuate saranno necessari diversi anni di «congrui surplus di bilancio primario» [DEF, 2020](#)). Nel 2021, come previsto dal MEF, il debito dovrebbe scendere e il deficit si ridurrà al 5,7% del PIL per un effetto rimbalzo rispetto al 2020 (DEF, 2020). Non scenderà oltre, anche perché saranno cancellate le clausole di salvaguardia sull'aumento dell'IVA, che [costerà circa 20,1 miliardi](#) dal prossimo gennaio 2021.

Nei mercati finanziari è prevalso, da metà febbraio 2020, un clima di sfiducia (fig. 1) che si è riflettuto nei principali indici di Borsa europei e nei declassamenti da parte di alcune agenzie di rating (in particolare per Paesi che orbitano in area BBB come Italia e Portogallo). Clima in gran parte alimentato dai giudizi non convincenti sulle misure di sostegno realizzate dalle istituzioni comunitarie, legate ad una lenta e confusa strategia dibattuta nei mesi scorsi in sede di Consiglio UE. Per recuperare le perdite e frenare la fuga di capitali nei mercati azionari, la BCE ha recentemente [annunciato](#) che accetterà come garanzia a fronte della liquidità fornita alle banche, anche titoli “junk” che fino al 7 aprile erano classificati BBB, ma che a seguito di un declassamento sono scesi due punti al di sotto di tale livello. Inoltre la BCE potrebbe, in futuro, raddoppiare il nuovo programma di acquisto titoli – PEPP ([Pandemic Emergency Purchase Programme](#)) da 750 a 1.500 miliardi e allargare la base dei titoli acquistabili anche nel QE – *Quantitative Easing* tradizionale.

Fig.1 Indice FTSE MIB (Gennaio 2020- Giugno 2020)



Una risposta italiana: il nuovo ruolo della CDP e i Social Response Bond. Una delle linee seguite dal governo italiano, per immettere in breve tempo liquidità nel circuito economico e permettere gli investimenti necessari a sostenere le imprese, è quella di ricapitalizzare la Cassa Depositi e Prestiti – CDP, quale strumento principale anche nell’ottica di gestione degli aiuti che arriveranno dalla Banca Europea per gli Investimenti – BEI.

La CDP funzionerebbe quindi come la *Kreditanstalt für Wiederaufbau* (KfW) tedesca o come la *BpiFrance*, la Banca pubblica di sviluppo francese, istituita nel 2013. Per gestire la ripresa a seguito del Coronavirus la KfW, difatti, ha già annunciato prestiti per 550 miliardi di euro. “Questo è il bazooka e lo useremo per fare tutto il necessario”, ha detto Olaf Scholz, Ministro delle finanze tedesco parlando di tali investimenti. La KfW è stata istituita in Germania nel 1947 dagli Stati Uniti per finanziare la ricostruzione mediante i fondi del “piano Marshall” ed è posseduta all’80% dallo Stato e al 20% dai Länder. Raccoglie capitali sui mercati finanziari con l’emissione di obbligazioni, che dal 1998, per legge, sono garantite dallo Stato tedesco e offre alle società prestiti a lungo termine e a basso interesse che vengono convogliati attraverso banche o casse di risparmio. L’agenzia gestisce asset per oltre 500 miliardi di euro, ma le funzioni propriamente bancarie di KfW sono gestite da *KfW IPEX-Bank* (creata nel 2008) e non superano la soglia di 30 miliardi di euro (sopra la quale scatta la vigilanza della BCE).

Bpifrance è detenuta pariteticamente dalla *Caisse des dépôts et consignations* (CDC) e da *EPIC Bpi France*, agenzia pubblica di investimenti. Attualmente gestisce assets per 27 miliardi. Sia in Francia che in Italia, le relazioni tra Ministeri del Tesoro e le rispettive Casse presentano numerosissime analogie: da una parte ci sono le funzioni, che partono dal finanziamento degli investimenti degli enti locali e proseguono con l’assegnazione degli interventi di edilizia sociale; dall’altra ci sono le relazioni con il gestore postale pubblico, ma mentre in Italia sono state le Poste Italiane ad entrare, marginalmente, nel settore assicurativo, in Francia questo compito è stato assunto direttamente dalla CDC attraverso la sua controllata *CNP Assurance*, che detiene un giro di affari di oltre 32mld euro, principalmente in Europa ed in America Latina.

Le differenze tra la CDP e la KfW sono invece molte: La CDP è una società per azioni, controllata per circa l’83% da parte del ministero dell’Economia e delle finanze e per circa il 16% da diverse fondazioni bancarie. Essa opera come una banca di Stato avendo fra le sue diverse attività principali anche la partecipazione nel capitale di rischio delle medie e grandi imprese nazionali, quotate e non, ritenute strategiche per lo sviluppo del paese. Ma soprattutto la CDP, pur non rientrando il suo indebitamento nel debito pubblico italiano, è tenuta ad operare a condizioni “di mercato”, cosa esclusa per la KfW che può invece offrire tassi agevolati in quanto ente di diritto pubblico.

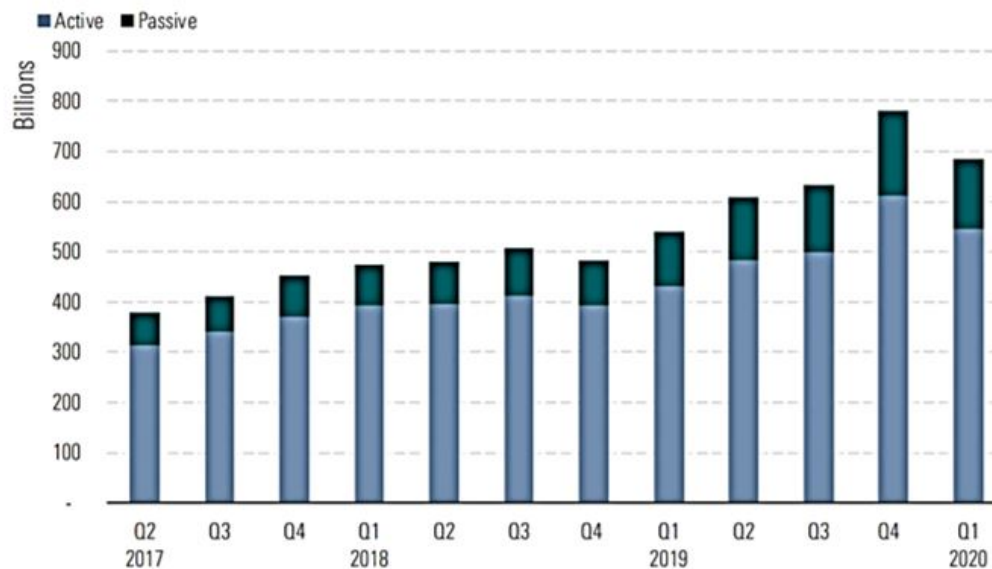
La CDP è stata il primo emittente italiano e una delle prime entità europee non sovranazionali ad avere collocato, a metà aprile 2020, un *Social bond* legato al Covid-19. La società ha affrontato i mercati finanziari in piena crisi pandemica e in una seduta estremamente tesa è riuscita a collocare l’intero ammontare pari a un miliardo di euro raccogliendo richieste per 1,9 miliardi di euro. L’emissione, rivolta principalmente ai cosiddetti *Socially Responsible Investors*, è stata accolta da oltre 130 investitori, il 47% dei quali esteri. I due “*COVID-19 Social Response Bond*” emessi dalla CDP hanno le seguenti caratteristiche: (1) su 500 milioni la durata è di 3 anni (scadenza a aprile 2023) e la cedola annua lorda è pari all’ 1,500%; (2) sugli altri 500 milioni la durata è di 7 anni (scadenza a aprile 2027) e la cedola annua lorda + del 2,000%.

Finanza etica e futuro. Secondo l’analisi condotta dal [Network globale dell’impact investing – GIIN](#), il 66 per cento degli investitori “a impatto” dichiara di aver ottenuto ritorni competitivi dai propri investimenti rispetto ai tassi di mercato. E nella stragrande maggioranza dei casi le performance sono state nettamente migliori rispetto alle aspettative, sia in termini puramente finanziari sia in termini di impatto. Fra gennaio e marzo 2020, in piena crisi Covid-19, i [fondi green hanno attirato \\$ 45,6 miliardi](#). Tali fondi

rispettano i criteri *ESG – Environmental, Social, Governance*, che indicano tutte quelle attività legate all'investimento responsabile (IR) che perseguono gli obiettivi tipici della gestione finanziaria tenendo in considerazione aspetti di natura ambientale, sociale e di governance.

L'universo dei *green and social bond*, inoltre, non copre comparti oggi in forte crisi come fossile e compagnie aeree ed è incoraggiante anche il trend di lungo periodo (fig. 2). Nel 2019, [secondo S&P](#), le emissioni di debito sostenibile sono raddoppiate superando la soglia dei 350 miliardi di dollari (nel 2018 il mercato valeva meno di 200 miliardi).

Fig.2 La crescita degli ESG bond funds europei: assets (Miliardi di dollari)



Fonte: MorningStar, 2020

L'Europa si conferma la regione più sensibile sui temi ESG e ha catturato il 76% del totale della raccolta e l'81% degli asset, ma l'interesse degli investitori è in crescita anche in altre aree del mondo fra le quali gli Stati Uniti con il 23%, come risulta da un recente [rapporto di Morningstar](#). Nel primo trimestre 2020, sono proseguiti i lanci di nuovi fondi (+102).

L'interesse per questo settore di mercato ha fatto sì che nel 2018 il Parlamento europeo lancia il nuovo "[Piano d'azione sulla finanza sostenibile](#)", che tra le altre cose impone uno standard condiviso per la rendicontazione dei fattori ESG. Così facendo, l'Europa vuole evitare che anche nelle piazze finanziarie si faccia ricorso al "*green-washing*", cioè alla pratica di presentare sotto una luce eccessivamente positiva le proprie iniziative a sfondo ambientale, in modo da occultare altri impatti negativi.

Molti *asset manager* hanno inoltre continuato la trasformazione dei fondi tradizionali in fondi sostenibili: nel corso del primo trimestre in Europa, 24 fondi sono stati convertiti e rinominati per rendere i loro nuovi mandati sostenibili più visibili agli investitori. In [una precedente ricerca](#) veniva sottolineato come "*i gestori dei fondi passivi vedono il comparto ESG e quello del rendimento fisso (i bond, ndr) come aree chiave di crescita per i prossimi anni*". Tra i punti di forza degli investimenti ESG c'è l'idea che "gli emittenti siano meno vulnerabili a declassamenti di rating e al default" (Morningstar, 2019). Secondo i dati di una recente [survey di Natixis](#) Investment Managers, inoltre, il 56%, degli investitori della categoria *millennial* e una quota leggermente inferiore della *generazione X* (48%) hanno dichiarato la loro preferenza per investimenti che abbiano un impatto positivo sul mondo.

I [Social Impact Bond proposti dalla CDP](#) rientrano in questo universo di titoli. In particolare fanno parte degli “investimenti ad impatto”, una delle delle [7 strategie](#) a disposizione delle imprese per realizzare investimenti responsabili (*Social Responsible Investments* – SRI), che perseguono un chiaro obiettivo etico: supportare imprese e pubblica amministrazione, per il rafforzamento della loro capacità di risposta alla situazione di crisi in atto e di rilancio. Per approfondire il funzionamento dei *Social Impact Bond*, si rimanda alla vasta letteratura di riferimento (Chiappini H, 2017; Clifford and Jung, 2016; Maier and Mayer, 2017; Arena M et al., 2016). I bond CDP fanno seguito alle emissioni della *European Investment Bank* e del *Council of Europe Development Bank*, legate anche in questi casi al coronavirus: obbligazioni che hanno come obiettivi quello di finanziare investimenti necessari a sostegno degli ospedali, materiali medicali e tutto quanto possa servire per rispondere all'emergenza pandemica, ma anche per finanziare le piccole e medie imprese in difficoltà a seguito della fase di *lockdown*.

CDP non è nuova all'utilizzo di questi strumenti: la prima emissione *social* risale a novembre 2017 e i cui proventi erano destinati a sostenere i prestiti a favore di PMI italiane localizzate in aree svantaggiate. Nel 2018, il Gruppo ha lanciato il suo primo *sustainability bond* (primo anche in Italia) per supportare la realizzazione e l'ammodernamento delle infrastrutture idriche del Paese. Infine, nel 2019 CDP ha collocato il suo secondo *social bond*. I proventi di ciascun *Green, Social o Sustainability Bond* emessi da CDP sono stati utilizzati per finanziare investimenti che rientrano nelle seguenti categorie, con l'obiettivo di sostenere il raggiungimento degli Obiettivi di sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite (SDGs): Infrastruttura e sviluppo delle città; Formazione scolastica; Finanziamento alle PMI; *Housing* sociale; Sostenibilità energetica e ambientale.

In conclusione, quello che ha fatto la Cassa Depositi e Prestiti (CDP) con l'emissione dei primi “*COVID-19 Social Response Bond*”, risulta essere uno degli esempi più virtuosi e coraggiosi in questo specifico settore di mercato. Considerando anche la [creazione del “Patrimonio Rilancio”](#) (art. 27, Decreto Rilancio), un fondo specifico di 44 miliardi con cui sarà possibile ricapitalizzare le grandi industrie strategiche del Paese, si può forse affermare che si sta aprendo una nuova fase in cui, riallacciandosi all'esperienza di un passato non troppo lontano (quello dell'IRI e dei Piani Industriali), l'Italia si potrebbe distinguere positivamente dando impulso a nuove forme di *governance* delle grandi imprese e contribuendo alla costruzione di un sistema economico maggiormente orientato al raggiungimento dei *Sustainable Development Goals* (SDGs) delle Nazioni Unite. Lo spettro del deficit non può certo essere ignorato e non l'allentamento dei vincoli di bilancio, concordato da Bruxelles, non si traduce direttamente nella possibilità di finanziamento diretto alle imprese. Ma, citando l'economista Antonio Fatás, “*wars, epidemic, and deep recessions are the textbook example for running large deficits and accumulating large debts*” (Fatás et al., 2019).

Il finanziamento diretto delle imprese strategiche e, perché no, anche il supporto alle migliaia di PMI che caratterizzano il nostro sistema produttivo, è comunque una strada tra le possibili strategie da percorrere per evitare una crisi occupazionale senza precedenti e potrebbe, a buon diritto, essere veicolato attraverso l'emissione di *Social Bond*. Il collegamento per ora non è ancora stato fatto (il Patrimonio Rilancio è finanziato con “normali” Bond – BTP Italia) ma l'accostamento di queste due misure a titolarità di CDP rende plausibile questa ipotesi.