

Green Bond (strumenti finanziari green)

Implicazioni e sviluppo nel panorama italiano ed europeo

Indice

INTRODUZIONE.....	4
CAPITOLO 1 LO SCENARIO GREEN BOND.....	6
1.1. Considerazioni Introduttive: il glossario “green”.....	6
1.1.1. Definizione di “ finanza verde” e valutazione importanza	7
1.1.2. La misurazione ed i principi.....	9
1.1.3 Equator Principles	10
1.1.4. Principles of Responsible Investment (PRI)	12
1.1.5. Green Bon Principles (GBP).....	13
1.1.6. Positive Impact (PI).....	17
1.2. Gli attori della finanza verde	19
1.3. Gli strumenti finanziari green : una panoramica.....	21
1.4. I green bond.....	21
1.5. La panoramica generale	22
1.6. Un focus su accountability e VIS (Valutazione dell’impatto sociale)	25
CAPITOLO 2 L’EVOLUZIONE DEL MERCATO FINANZIARIO GREEN	28
2.1. Considerazioni introduttive	28
2.2. Gli strumenti finanziari green: una descrizione analitica.....	31
2.3. I Green Bond: focus specifico	33
2.4. Il mercato dei green bond in Europa	35
2.4.1. La strutturazione del mercato : il settore energetico	38
2.4.2. La strutturazione del mercato: il settore immobiliare	39
2.4.3. Il settore pubblico come traino del mercato GB (Green Bonds).....	40
2.4.4. Il ruolo delle istituzioni finanziarie	41
2.5. Una panoramica sui Green Bond in Italia	41
2.5.1. La borsa italiana ed il valore GB.....	44
2.5.2. Il parere Consob green bonds e la spinta verso la Green/Ethic Finance	45
2.6. Legge 232/2016: Consob, T.U.F. e apertura alla raccolta di capitale di rischio	48
CAPITOLO 3 IL CASO ENEL	52
3.1. Considerazioni introduttive: i Big all’accordo di Parigi	52
3.2. Enel il gruppo: lo stato dell’arte.....	53

3.3. Il Green bond di Enel: la sfida del piano strategico 2018-2020.....	58
3.4. Il Green Bond Framework di Enel	60
CONCLUSIONI.....	62
Bibliografia.....	65

INTRODUZIONE

La presente tesi mira ad analizzare il successo delle obbligazioni verdi all'interno degli strumenti finanziari "green".

Si parte dalle necessità reali e politiche che hanno determinato la spinta alla rivoluzione del sistema finanziario tradizionale e consistenti, fondamentalmente, nel bisogno di rapidi investimenti capaci di coprire i trilioni di necessari per passare ad un'economia a basse emissioni di carbonio e l'oggettiva insufficienza delle politiche "verdi" messe in atto nell'economia reale come, ad esempio, le tariffe incentivanti.

Il primo capitolo, quindi, va a determinare lo scenario in cui nascono i green bonds, provando a dare una definizione esaustiva di finanza verde di cui oggi non esiste ancora una versione universalmente accettata e contestualizzandone l'importanza accettando la definizione data dal gruppo di studio G20 nel 2017 e che vede la green finance come il "*finanziamento degli investimenti che forniscono benefici ambientali nel contesto più ampio di sviluppo ecosostenibile*"¹. La finanza verde dunque incorpora i finanziamenti specifici per il clima (energia pulita, trasporto a basse emissioni di carbonio, efficienza energetica e resilienza climatica) ed un ampio raggio di azioni sviluppate per finanziare la crescita verde e proteggere e ripristinare ambienti naturali, risorse forestali e idriche, biodiversità ed ecosistemi. La finanza verde è il pilastro ambientale della finanza sostenibile (intesa come l'integrazione di dimensioni ambientali, sociali e di governance nelle decisioni finanziarie) le cui opportunità coprono tutte i settori e le classi di attività ed investono tutti gli strumenti finanziari tra cui la banca prestito per energie rinnovabili, il trasporto a basse emissioni di carbonio ed efficienza energetica; gli investimenti azionari verdi (compresi i fondi comuni di investimento in infrastrutture); le assicurazione contro i rischi ambientali e climatici; i mercati del carbonio; le obbligazioni verdi utilizzati per sfruttare i fondi di investimento globale a sostegno di progetti verdi e per il rifinanziamento del credito bancario.

In questo contesto siamo quindi andati a scandire i principi, volontari, alla base del nuovo sistema di finanza verde: Equator Principles, Principles of Responsible Investment (PRI);

¹ Jun M., Sheren M., Zadek S., (2017), G20 Green Finance Synthesis Report 2017, consultabile al link: http://unepinquiry.org/wp-content/uploads/2017/07/2017_GFSG_Synthesis_Report_EN.pdf

Green Bon Principles (GBP); Positive Impact (PI) e valutato quanto il panorama di finanza verde comprenda attori istituzionali, pubblici, finanziari, non finanziari e privati

Il secondo capitolo offre una panoramica sugli strumenti di finanza verde: Retail Banking (mutuo verde, prestito Green Home Equity, prestito commerciale Green, prestito auto verde, carta di credito); Corporate e Investment Banking (Green project finance, Securitisation verde; Green Venture Capital & private Equity, Leasing tecnologico; Carbon Finance); Gestione delle risorse (Fiscal Fund – Treasury Fund, Eco Fung, Carbon Fund, Cat Bond – Natural Disaster Bond, Eco ETF); Assicurazione (assicurazione auto, assicurazione sul carbonio, assicurazione catastrofe, assicurazione verde) ed ha approfondito lo strumento del green bond, ovvero di un'obbligazione verde è un'obbligazione emessa da istituzioni pubbliche o private i cui proventi vengono utilizzati per finanziare progetti rispettosi dell'ambiente, capace di offrire agli investitori un modo per guadagnare reddito esente da imposta ed ottenere la soddisfazione di sapere che i proventi del loro investimento saranno utilizzati in modo positivo mentre, di contro, produce vantaggi all'emittente dal momento che il “ verde” può aiutare ad attirare un nuovo sottoinsieme di investitori, e una domanda più alta, a sua volta, equivale a ridurre i costi di finanziamento. Sempre il secondo capitolo offre e descrive il mercato dei green bond in Italia ed in Europa andando a toccare ed a mostrare, graficamente, la strutturazione del mercato ed il peso ed il ruolo degli attori e dei progetti finanziati con obbligazioni verdi.

Il terzo capitolo, infine, propone un focus sulle operazioni lanciate dal Gruppo Enel sul mercato dei Green Bonds in riferimento alla seconda obbligazione verde presentata in concomitanza con il Piano di Sviluppo 2018-2020.

Con una scadenza nel settembre 2026 e una cedola dell'1,125%, questa emissione ha ricevuto un elevato livello di domanda da parte degli investitori e con questo green bond, ENEL si impegna a perseguire la sua decarbonizzazione energetica entro il 2050 attraverso il finanziamento di progetti energetici rinnovabili e il potenziamento delle reti di distribuzione, in particolare grazie all'installazione di sistemi di misurazione intelligenti.

Nell'ambito di questa emissione, abbiamo esposto anche il parere di Vigeo Eiris che ha valutato gli obiettivi ambientali e il contributo allo sviluppo sostenibile di tale legame, in linea con i “GBP Principles”.

Si conclude, infine, con una valutazione di merito sulle motivazioni di successo dei green bond.

CAPITOLO 1

LO SCENARIO GREEN BOND

1.1. Considerazioni Introduttive: il glossario “green”

Gli strumenti finanziari verdi stanno investendo, in termini di portata ed in termini di prassi, notevole interesse nel campo finanziario, sociale e legale crescendo esponenzialmente negli ultimi anni senza mostrare segni di arresto: nel 2016, l'emissione globale di obbligazioni verdi ha raggiunto \$84 miliardi, più del doppio del totale del 2015 e nei primi nove mesi del 2017 l'emissione globale di obbligazioni verdi è aumentata del 54% annuo raggiungendo la cifra record di \$ 155,5 miliardi².

Questa rapida crescita, dovuta in parte alla crescente attenzione dei leader del G20³, è andata ad annullare l'effetto “ritardante” derivato dall'approccio laissez-faire di molti paesi che ritenevano che le sole forze del mercato avrebbero sviluppato la finanza verde . A tal proposito, infatti, si può notare che alcune buone pratiche, come gli Equator Principles, i Principles for Responsible Investment e i Green Bond Principles, sono emersi gradualmente dopo diversi round di negoziazione tra attori del settore privato e le associazioni di settore portando, nonostante numerose sfide come il disallineamento delle scadenze, la mancanza di chiarezza in definizioni verdi, l'asimmetria informativa e la capacità analitica inadeguata, ad opzioni sviluppate di collaborazione .

Dal punto di vista finanziario, comunque, la finanza verde rappresenta una sfida ad ampio raggio all'interno della regolamentazione e della strutturazione del diritto finanziario in quanto questi nuovi strumenti “verdi” si propongono di trasformare le pratiche di investimento convenzionale (investimento etico), lo standard di prestito associato alla finanza di progetto (valutazione dell'impatto ambientale / sociale) e le convenzioni contabili⁴.

² Chestney N., (2018), *Global green bond issuance hit record \$155.5 billion in 2017 –data*, REUTERS, consultabile al link: <https://www.reuters.com/article/greenbonds-issuance/global-green-bond-issuance-hit-record-155-5-billion-in-2017-data-idUSL8N1P5335>

³ Jun M., Sheren M., Zadek S., (2017), *G20 Green Finance Synthesis Report 2017*, consultabile al link: http://unepinquiry.org/wp-content/uploads/2017/07/2017_GFSG_Synthesis_Report_EN.pdf

⁴ Perez. O., (2007), *The New Universe of Green Finance: From Self-Regulation to Multi-Polar Governance*, Working Paper n.1-07, Bar-Ilan University, consultabile al link: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.535.1969&rep=rep1&type=pdf>

Partiamo allora con una raccolta di definizioni e terminologie che si riferiscono al “green market” al fine di esplorare quali di esse vengono comunemente utilizzate nel mercato distinguendole in definizione di “verde” ed in definizione di “investimento” ricordando che *“Tra gli investitori non esiste una definizione univoca di ciò che comporta l’investimento verde. Tuttavia, gli investimenti verdi si riferiscono in larga misura ad investimenti a basso tenore di carbonio e resilienza ai cambiamenti climatici effettuati in società attraverso progetti e strumenti finanziari che operano principalmente nell’energia rinnovabile, tecnologia pulita, tecnologia ambientale o mercati correlati alla sostenibilità così come quegli investimenti che sono specifici per il cambiamento climatico”*⁵.

1.1.1. Definizione di “finanza verde” e valutazione importanza

Tra le poche definizioni che si possono trovare in letteratura, relative alla finanza verde, ne citiamo quattro:

1. Höhne, Khosla , Fekete , Gilbert (2012)⁶: *“La finanza verde è un termine ampio che può riferirsi ad investimenti finanziari che sfociano in progetti e iniziative di sviluppo sostenibile, prodotti ambientali e politiche che incoraggiano lo sviluppo di una economia più sostenibile. La finanza verde include la finanza climatica, ma non è limitata ad essa. Si riferisce anche a un più ampia gamma di altri obiettivi ambientali come ad esempio il controllo dell’inquinamento industriale, l’igiene dell’acqua o la protezione della biodiversità”* .
2. Zadek e Flynn (2013)⁷: *“La finanza verde è spesso utilizzata in modo intercambiabile con gli investimenti verdi. Tuttavia, in pratica, la finanza verde include più investimenti così a cui aggiungere i costi operativi degli investimenti verdi non inclusi nella definizione di investimento verde come la preparazione del progetto e i costi di acquisizione del terreno”*.

⁵ Della Croce, R., C. Kaminker , F. Stewart, (2011), *The Role of Pension Funds in Financing Green Growth Initiatives*, OECD Publishing, Paris, citaz. e trad. p.11, consultabile al link: <http://www.oecd.org/finance/private-pensions/49016671.pdf>

⁶ Höhne N., Khosla S., Fekete H., Gilbert A., (2012), *Mapping of Green Finance Delivered by IDFC Members in 2011*, Frankfurt: IDFC, consultabile al link: http://www.idfc.org/Downloads/Publications/01_green_finance_mappings/IDFC_Green_Finance_Mapping_Report_2012_06-14-12.pdf

⁷ Zadek S., Flynn C., (2013), *South-Originating Green Finance: Exploring the Potential*, iisd, consultabile al link: http://www.iisd.org/pdf/2014/south-originated_green_finance_en.pdf

3. Pricewaterhouse Coopers Consultants (PWC) (2013)⁸: *“Per il settore bancario, la finanza verde è definita come prodotti e servizi finanziari che tengono in considerazione i fattori ambientali in tutto il processo decisionale di prestito, monitoraggio ex post e processi di gestione dei rischi forniti per promuovere investimenti ambientalmente responsabili e per stimolare tecnologie, progetti, industrie e imprese a basse emissioni di carbonio”*.
4. Böhnke, Eidt, Knierim, Richert, Röber, Volz (2015)⁹: *“Secondo la nostra definizione, la finanza verde comprende tutte le forme di investimento o di prestito che tengono conto dell’impatto ambientale ed il miglioramento della sostenibilità ambientale”*.

Gli aspetti delineati dalle precedenti definizioni confluiscono, infine, nella spiegazione di “verde” adottata all’interno del *Green Finance Study Group* presentato durante il G20 del 2016 ed in base al quale esso rappresenterebbe il *“finanziamento degli investimenti che forniscono benefici ambientali nel contesto più ampio di sviluppo ecosostenibile”*¹⁰.

La finanza verde dunque incorpora i finanziamenti specifici per il clima (energia pulita, trasporto a basse emissioni di carbonio, efficienza energetica e resilienza climatica) ed un ampio raggio di azioni sviluppate per finanziare la crescita verde e proteggere e ripristinare ambienti naturali, risorse forestali e idriche, biodiversità ed ecosistemi.

La finanza verde è il pilastro ambientale della finanza sostenibile (intesa come l’integrazione di dimensioni ambientali, sociali e di governance nelle decisioni finanziarie) le cui opportunità coprono tutte i settori e le classi di attività ed investono tutti gli strumenti finanziari tra cui la banca prestito per energie rinnovabili, il trasporto a basse emissioni di carbonio ed efficienza energetica; gli investimenti azionari verdi (compresi i fondi comuni di investimento in infrastrutture); le assicurazione contro i rischi ambientali e climatici; i mercati del carboni; le obbligazioni verdi utilizzati per sfruttare i fondi di investimento globale a sostegno di progetti verdi e per il rifinanziamento del credito bancario.

Green Finance include e non è limitato a:

⁸ PWC Indonesia Consulting, (2013), *Sustainability & Climate Change. Long term thinking . Short term action*, PWC, consultabile al link: <https://www.pwc.com/id/en/publications/assets/sustainability-statement-of-qualifications-2013.pdf>

⁹ Volz U., Böhnke J., Knierim L., Richert K., Röber G.-M., Eidt V., (2015), *Financing the Green Transformation. How to Make Green Finance Work in Indonesia*, palgrave macmillan, preview consultabile al link: <https://www.palgrave.com/gb/book/9781137486110>

¹⁰ cfr. nota 2

- 1) Aspetti ambientali (inquinamento, emissioni di gas serra, biodiversità, acqua o problemi di qualità dell'aria)
- 2) Aspetti relativi al cambiamento climatico (efficienza energetica, energie rinnovabili, prevenzione e mitigazione dei cambiamenti climatici collegati a eventi gravi).

Prendendo in considerazione l'ambiente ed i cambiamenti climatici (ECC), i rischi possono essere classificati in rischi fisici (derivanti da danni diretti alla proprietà o interruzione del commercio); rischi di responsabilità (che si rivolgono a chi sarà ritenuto responsabile dell'impatto che si verificherà in futuro) e, nel caso del cambiamento climatico, anche il rischio di transizione (il rischio finanziario derivante dalla transizione mancante ad un'economia a basse emissioni di carbonio).

Il termine Finanza verde, infine, può essere sviluppato distinguendolo in due attività:

- 1) Direct Green Finance: finanziamento di attività che forniscono direttamente benefici all'ambiente nel più ampio contesto di uno sviluppo ambientalmente sostenibile.
- 2) Screening ECC : finanziamento di altre attività che tengono conto del potenziale di esposizione a fattori di rischio ambientali e di cambiamento climatico come le potenziali perdite derivanti da eventi climatici più intensi (rischi fisici); le potenziali difficoltà finanziarie derivanti dal mancato rispetto dell'ambiente e delle norme sul cambiamento climatico (ECC) (multe, ritiro dell'autorizzazione alla produzione, rischi di responsabilità); il rischio potenziale di riduzione della quota di mercato (ad es. a causa dell'aumento della domanda di prodotti ecologici e sviluppo di nuove tecnologie in risposta alla mitigazione)

1.1.2. La misurazione ed i principi

Prima di affrontare la descrizione degli strumenti finanziari verdi e di presentare i principi (volontari) che caratterizzano la finanza verde (Equator Principles, Principles of Responsible Investment PRI e Positive Impact PI; Green Bond Principles GBP), presentiamo il problema della misurazione dei risultati così come affrontata nell'ultimo G20.

L'ecologizzazione del sistema finanziario, infatti, va al di là degli standard di prestito e di investimento e considera sia l'impatto di rischio ambientale e sociale sul sistema finanziario e sia l'impatto del sistema finanziario sui rischi ambientali e sociali. Al fine di misurare le

prestazioni di un sistema finanziario, la letteratura attuale si concentra principalmente sulla profondità, inclusività e stabilità di un settore finanziario.

Una rapida rassegna delle iniziative e degli approcci di monitoraggio della finanza verde rivela una serie di pratiche utilizzate per rispondere a diverse esigenze¹¹ collegate alla necessità di una *due diligence* ambientale e sociale che sfocia in 10 obiettivi di attuazione delle politiche di greening che mirano a tracciare la connettività e la permeabilità dell'intero sistema finanziario alle pratiche di green finance promosse¹². Come primo obiettivo, comunque, gli indicatori di finanza verde dovrebbero consentire il monitoraggio della trasparenza, dell'efficacia, della resilienza e dell'efficienza.

Gli indicatori di trasparenza (ad es. divulgazione passiva o attiva, CDP, ecc.) sono essenziali per costruire un ecosistema in crescita di finanziamenti verdi e per sbloccare i dati e fonti necessari per sostenere l'analisi ed il finanziamento dei processi decisionali degli investitori e degli istituti di credito coinvolti.

Sulla base della trasparenza, gli indicatori che monitorano l'efficacia dei materiali consentono ai finanziatori di misurare l'impatto della finanza verde e la fornitura di benefici concreti, che nel contesto di un solido quadro politico, possono rappresentare in aggiunta una nuova risorsa.

Gli indicatori di resilienza (es. ESG) consentono la distribuzione e la corrispondenza delle propensioni al rischio con profili di rischio sulle opportunità di finanziamento.

Gli indicatori di efficienza (ad es. livello di sussidi, prezzi del carbonio, costi di transazione, ecc.) sono essenziali per assicurare la competitività delle pratiche.).

1.1.3 Equator Principles

Equator Principles è un framework di gestione del rischio, adottato dalle istituzioni finanziarie, per determinare, valutare e gestire i rischi ambientali e sociali nella finanza di progetto. È inteso principalmente a fornire uno standard minimo per la *due diligence* a supporto del processo decisionale sul rischio responsabile. Lanciati a Washington DC il 4 giugno 2003, erano basati su quadri di politica ambientale e sociale esistenti stabiliti dalla

¹¹ Maheshwari A., Avenando F., Stein P., (2016), *Measuring Progress on Green Finance – Finding from a Survey*, draft for discussion UNEP, consultabile al link: http://unepinquiry.org/wp-content/uploads/2016/09/5_Outline_Framework_for_Measuring_Progress_on_Green_Finance.pdf

¹² Tale argomento verrà affrontato nel capitolo 3 attraverso la presentazione dei risultati e del panorama in green finance in Italia ed in Europa.

International Finance Corporation¹³ e sulle linee guida per l'ambiente, la salute e la sicurezza del Gruppo World Bank e sono stati recentemente rivisti (2006) mentre la terza iterazione degli Equator Principles del 2013 sono attualmente in fase di revisione con l'intento di sviluppare la loro quarta iterazione nel 2018-2019.

Gli Equator Principles si applicano a livello globale, a tutti i settori industriali e , all'interno dell'EPIII), a quattro prodotti finanziari¹⁴:

- 1) Servizi di consulenza in finanza di progetto
- 2) Finanza di progetto
- 3) Prestiti aziendali correlati al progetto
- 4) Prestiti a ponte.

In base all'Equator Principles, gli istituti finanziari (EPFI) si impegnano ad attuare il PE nelle loro politiche e procedure ambientali e sociali interne per i progetti di finanziamento e non forniscono finanziamenti di progetti o prestiti aziendali relativi ai progetti in cui il cliente non sarà o non sarà in grado di rispettare gli Equator Principles.

Sebbene gli Equator Principles non siano destinati ad essere applicati retroattivamente, le EPFI li applicano all'espansione o all'aggiornamento di un progetto esistente in cui i cambiamenti di scala o portata possono creare significativi rischi e impatti ambientali e sociali o modificare significativamente la natura o il grado di un esistente impatto.

Gli Equator Principles si sono concentrati su standard e responsabilità sociali / comunitarie, tra cui standard per le popolazioni indigene, standard di lavoro e consultazione con le comunità locali colpite dal mercato del Project Finance promuovendo la convergenza attorno a standard ambientali e sociali comuni.

I principi sono 10 e fungono da struttura per assistere le istituzioni finanziarie nell'affrontare i potenziali rischi ambientali e sociali nell'erogare finanziamenti per progetti o servizi di consulenza correlati. I principi da 1 a 9 si riferiscono al processo decisionale e gestionale dei rischi e / o impatti ambientali e sociali, mentre il principio 10 richiede la segnalazione e la divulgazione dell'applicazione dei Principi da parte di istituti finanziari . L'elencazione dei principi è la seguente:

- Principio 1: revisione e categorizzazione
- Principio 2: valutazione ambientale e sociale

¹³ <http://equator-principles.com/>

¹⁴ Norton Rose Fulbright,(2014), *Equator Principles III. An introduction and practical guide*, consultabile al link: <http://www.nortonrosefulbright.com/files/equator-principles-iii-pdf-17mb-111048.pdf>

- Principio 3: norme ambientali e sociali applicabili
- Principio 4: Piano di azione per i sistemi di gestione ambientale ed i principi di equità
- Principio 5: coinvolgimento degli stakeholder
- Principio 6: Meccanismo di reclamo
- Principio 7: revisione indipendente
- Principio 8: Patti
- Principio 9: monitoraggio e reporting indipendenti
- Principio 10: reporting e trasparenza

1.1.4. Principles of Responsible Investment (PRI)

I principi dell'ONU per l'investimento responsabile (PRI) sono un insieme di sei principi che forniscono uno standard globale per gli investimenti responsabili in relazione ai fattori ambientali, sociali e di corporate governance (ESG).

Le organizzazioni seguono questi principi per soddisfare gli impegni presi con i beneficiari, allineando le attività di investimento con i più ampi interessi della società.

I sei principi del PRI si basano sull'agire nei migliori interessi a lungo termine degli investitori al dettaglio e istituzionali, i mercati finanziari, l'economia, l'ambiente e la società nel suo complesso.

Le organizzazioni firmatarie devono impegnarsi pubblicamente ad adottare ed attuare i PRI delle Nazioni Unite laddove siano coerenti con le responsabilità fiduciarie dei firmatari.

I sei principi delle Nazioni Unite per gli investimenti responsabili si possono così elencare:

1. Integrare le questioni ambientali, sociali e di governance aziendale (ESG) nell'analisi degli investimenti e nei processi decisionali. I firmatari possono seguire il primo principio, sostenendo lo sviluppo di strumenti ESG-correlati, metriche e analisi e incoraggiando la ricerca e l'analisi per i fornitori di servizi e accademici su temi ESG-correlati.
2. Essere proprietari attivi ed incorporare le questioni ESG nelle politiche e pratiche di proprietà. I firmatari possono seguire il secondo principio promuovendo e proteggendo i diritti degli azionisti e impegnandosi con le società su questioni ESG.
3. Cercare un'adeguata divulgazione su questioni ESG da parte delle entità in cui si investe. Le organizzazioni possono chiedere alle aziende di integrare componenti ESG nelle loro relazioni finanziarie annuali e richiedere reporting standardizzato di questioni ESG

attraverso strumenti quali il Global Reporting Initiative (GRI). Il GRI è uno sforzo di reporting sulla sostenibilità che richiede alle organizzazioni di rivelare il loro impatto su questioni come il cambiamento climatico, i diritti umani e la corruzione.

4. Promuovere l'accettazione e l'attuazione dei principi nel settore degli investimenti. I firmatari possono comunicare le loro aspettative ESG ai fornitori di servizi e rivedere le relazioni con i fornitori che non aderiscono alle linee guida ESG.
5. Lavorare insieme per migliorare la nostra efficacia nell'attuazione dei principi. Le organizzazioni possono collaborare per affrontare nuovi problemi e supportare iniziative condividendo informazioni, strumenti e risorse.
6. Riferire sulle attività e progredire verso l'attuazione dei principi. Attraverso questo principio, le organizzazioni possono aumentare la consapevolezza dei principi ESG tra le parti interessate e i beneficiari.

I firmatari si impegnano volontariamente a sostenere e promuovere tali principi, gestendo al contempo meglio i rischi e cercando di aumentare responsabilmente i rendimenti degli investimenti. I firmatari dimostrano il loro impegno per un investimento responsabile e un sistema finanziario più sostenibile e si uniscono a una comunità di organizzazioni affini.

Per essere idoneo a diventare un firmatario, un'organizzazione deve essere un proprietario di beni, un gestore di investimenti o un fornitore di servizi. Esempi di proprietari di attività includono fondi pensione, fondi sovrani, fondazioni, donazioni, compagnie di assicurazione e riassicurazione e altre istituzioni finanziarie che gestiscono depositi. I gestori degli investimenti sono organizzazioni che controllano le attività di terzi nel mercato istituzionale o al dettaglio. I fornitori di servizi offrono prodotti o servizi a proprietari di beni e / o gestori di investimenti.

1.1.5. Green Bond Principles (GBP)

I Green Bond Principles (GBP) sono processi volontari e linee guida che raccomandano trasparenza e divulgazione al fine di promuovere l'integrità nello sviluppo del mercato dei green bond e chiarendo l'approccio per l'emissione di un legame green¹⁵ emessi a gennaio 2014 e aggiornati a marzo 2015. I Principi comprendono raccomandazioni per migliorare la

¹⁵ ICMA, (2017), *The Green Bond Principles 2017*, consultabile al link: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/GreenBondsBrochure-JUNE2017.pdf>

trasparenza del mercato in rapida crescita delle obbligazioni verdi - che possono includere qualsiasi obbligazione destinata a raccogliere fondi per scopi benefici per l'ambiente.

Quattro banche hanno collaborato alla stesura dei Principi: Bank of America Merrill Lynch, Citi, Crédit Agricole Corporate e Investment Bank e JPMorgan Chase . I primi 13 firmatari dei Principi comprendevano questi quattro e BNP Paribas, Daiwa, Deutsche Bank, Goldman Sachs, HSBC, Mizuho Securities, Morgan Stanley, Rabobank e SEB¹⁶. Le GBP sono destinate ad un ampio uso da parte del mercato in quanto forniscono agli emittenti indicazioni sulle componenti chiave coinvolte nel lanciare un credibile Green Bond; aiutano gli investitori a promuovere la disponibilità delle informazioni necessarie per valutare l'impatto ambientale dei loro investimenti in Green Bond; assistono i sottoscrittori spostando il mercato verso divulgazioni che faciliteranno le transazioni. Il GBP consiglia un processo chiaro e la divulgazione per emittenti, quali investitori, banche, banche di investimento, sottoscrittori, agenti di collocamento.

I GBP hanno quattro componenti principali:

1. Uso dei proventi

La pietra angolare di un green bond è l'utilizzo dei proventi del prestito per i progetti verdi (compresi altri correlati per sostenere le spese, come la R & S), che dovrebbero essere opportunamente descritti nella documentazione legale per la sicurezza. Tutti i progetti verdi designati dovrebbero fornire chiarezza sui benefici ambientali che saranno valutati e, dove fattibile, essere quantificati dall'emittente. Nel caso in cui tutti o una parte dei proventi siano utilizzati per il rifinanziamento, si raccomanda che gli emittenti forniscano una stima della quota di finanziamento rispetto al rifinanziamento e, dove opportuno, è necessario chiarire anche quali investimenti o portafogli di progetti possono essere rifinanziati e, nella misura in cui è pertinente, il periodo previsto di riferimento per i progetti rifinanziati. Il GBP riconosce esplicitamente diverse ampie categorie di ammissibilità per i progetti verdi con l'obiettivo di affrontare le tematiche chiave di interesse ambientale come il cambiamento climatico, il naturale esaurimento delle risorse, perdita di biodiversità e inquinamento di aria, acqua o suolo .Il seguente elenco è destinato a essere indicativo e cattura i tipi di progetti più comunemente supportati dal mercato dei Green Bond:

¹⁶ BankTrack, *Green Bond Principles*, (2018), consultabile al link: https://www.banktrack.org/campaign/green_bond_principles

1. energia rinnovabile (compresa produzione, trasmissione, elettrodomestici e prodotti);
 2. efficienza energetica (come negli edifici nuovi e ristrutturati, stoccaggio di energia, teleriscaldamento, reti intelligenti, elettrodomestici e prodotti);
 3. prevenzione e controllo dell'inquinamento (compreso il trattamento delle acque reflue, la riduzione delle emissioni atmosferiche, controllo dell'effetto serra, bonifica del suolo, prevenzione dei rifiuti, riduzione dei rifiuti, riciclaggio dei rifiuti ed energia / efficienza delle emissioni, spreco di energia, prodotti a valore aggiunto da rigenerazione dei rifiuti e monitoraggio ambientale associato);
 4. gestione ecologicamente sostenibile della vita naturale delle risorse e uso del suolo (compresa l'agricoltura sostenibile, l'allevamento di animali ecosostenibili, input agricoli intelligenti per il clima come la protezione biologica delle colture o irrigazione a goccia, pesca rispettosa dell'ambiente e acquacoltura, silvicoltura ecosostenibile, incluso imboscamento o rimboscamento e conservazione o ripristino di paesaggi naturali);
 5. conservazione della biodiversità terrestre e acquatica (compresa la protezione degli ambienti costieri, marini e spartiacque);
 6. trasporto pulito (elettrico, ibrido, pubblico, ferroviario, trasporto non motorizzato, multimodale, infrastruttura per la pulizia, veicoli energetici e riduzione delle emissioni nocive);
 7. gestione sostenibile dell'acqua e delle acque reflue (incluso infrastrutture sostenibili per l'acqua pulita e / o potabile, trattamento delle acque reflue, sistemi di drenaggio urbano sostenibile ed altre forme di mitigazione delle inondazioni);
 8. adattamento ai cambiamenti climatici (compreso il sistema di supporto informativo, l'osservazione del clima e il sistema di pre-allarme);
 9. prodotti adeguati all'economia eco-compatibile e / o circolare, processi e tecnologie di produzione (come lo sviluppo e l'introduzione di etichette ecologiche, certificazione ambientale, imballaggio e distribuzione efficienti sotto il profilo delle risorse);
 10. edifici verdi che soddisfano le esigenze regionali, nazionali o o certificazioni riconosciuti a livello internazionale.
2. Processo per la valutazione e selezione del progetto
- Il processo per la valutazione del progetto e selezione serve a comunicare chiaramente agli investitori:

1. gli obiettivi di sostenibilità ambientale;
2. il processo attraverso il quale l'emittente determina come i progetti rientrano nelle categorie di progetti verdi ammissibili identificati sopra;
3. i relativi criteri di ammissibilità, inclusa, se applicabile, l'esclusione di criteri o qualsiasi altro processo applicato per identificare e gestire rischi ambientali e sociali potenzialmente connessi con i progetti.

Gli emittenti sono incoraggiati a posizionare queste informazioni all'interno del contesto degli obiettivi, della strategia, della politica globale dell'emittente e / o nei processi relativi alla sostenibilità ambientale. Gli emittenti sono inoltre incoraggiati a divulgare eventuali standard verdi o certificazioni referenziate nella selezione del progetto.

I GBP incoraggiano un alto livello di trasparenza e raccomanda che il processo di un emittente per la valutazione del progetto e per la sua selezione deve essere integrata da una recensione esterna.

3. Gestione dei proventi

I proventi netti del Green Bond, o un importo pari a questi proventi netti, dovrebbero essere accreditati su un sub account, trasferito in un sub-portfolio o altrimenti tracciato dall'emittente in modo appropriato e attestato dall'emittente in modo formale. Finché il Green Bond è in atto, il saldo dei proventi tracciati dovrebbero essere periodicamente adeguati e abbinati alle allocazioni in progetti verdi ammissibili realizzati durante quel periodo. L'emittente dovrebbe rendere noto agli investitori i tipi di collocamento temporaneo previsti per il saldo dei proventi non assegnati. I GBP incoraggiano un alto livello di trasparenza e raccomandano che la gestione dei proventi di un emittente sia completata da un revisore dei conti o di altri terzi, al fine di verificare il metodo di tracciamento interno e l'assegnazione dei fondi dai proventi di Green Bond

4. Segnalazione

Gli emittenti dovrebbero avere e rendere disponibili informazioni aggiornate sull'uso dei proventi da rinnovare annualmente fino all'allocazione completa. Questo dovrebbe includere un elenco dei progetti a cui sono stati assegnati i proventi di Green Bond, così come una breve descrizione dei progetti e degli importi assegnati comprensivi di un loro impatto atteso. Dove gli accordi di riservatezza e considerazioni sulla concorrenza limitano la quantità di dettagli che possono essere resi disponibili, i GBP raccomandano

che le informazioni siano presentate in termini generici o su base aggregata di portafoglio (ad es. percentuale assegnate a determinate categorie di progetti).

La trasparenza ha un valore particolare nella comunicazione dell'impatto previsto dei progetti. I GBP consigliano l'uso di indicatori di prestazione qualitativi e, ove possibile, misure quantitative di rendimento (ad esempio, la capacità energetica, produzione di elettricità, emissioni di gas serra ridotte /evitate, numero di persone dotate di accesso a energia pulita, diminuzione del consumo d'acqua, riduzione del numero di auto richieste, ecc.) e la divulgazione della metodologia fondamentale sottostante e /o le ipotesi utilizzate nella determinazione quantitativa. Gli emittenti con la capacità di monitorare gli impatti raggiunti sono incoraggiati ad includere tali indicatori nei loro report. In tale ottica menzioniamo che esistono linee guida volontarie che mirano a un quadro armonizzato per la segnalazione di impatto nell'efficienza energetica, nei progetti di energia rinnovabile, acqua e acque reflue che includono modelli per il formato della segnalazione di impatto in un progetto e in un portafoglio. I GBP, comunque, incoraggiano ulteriori iniziative per contribuire a stabilire ulteriori riferimenti per la segnalazione di impatto che altri possono adottare e / o adattare ai loro bisogni.

1.1.6. Positive Impact (PI)

L' iniziativa Impatto Positivo è¹⁷ un nuovo approccio (business e finanza basati sull'impatto); uno strumento (i principi per la finanza ad impatto positivo); una piattaforma per il lavoro collaborativo e l'apprendimento tra pari e con le parti interessate.

Principio uno: definizione

Considerando congiuntamente i tre pilastri dello sviluppo sostenibile e basandosi su una valutazione sia positiva che negativa, i principi dell'impatto positivo propongono un approccio olistico ai problemi di sostenibilità e si fondano e si completano con i quadri esistenti sopra indicati: Green Bond Principles (specifici dello strumento), i Principi per l' Investimento responsabile (specifico per settore), Equator Principles (focalizzati al rischio).

Secondo il Manifesto per l'Impatto positivo lanciato nel 2015¹⁸, la finanza costituisce una risposta diretta alla sfida di finanziare gli obiettivi di sviluppo sostenibile (SDG) ed i principi a cui essa fa riferimento devono essere applicabili a tutte le categorie di strumenti finanziari e

¹⁷ <http://www.unepfi.org/positive-impact/positive-impact/>

¹⁸ Abb C., Feller E., Vacherand E., (2016), , *The principles for positive impact finance*, UN Environment Finance Initiative, consultabile al link: <file:///Users/imac/Downloads/positive-impact-principles-aw-web.pdf>

di attività includendo senza limitarli a 1) Prestiti (corporate, retail, municipal, sovereign, inter-bank, correlati al progetto); 2) Obbligazioni; 3) Equity; 4) Mezzanine Finance; 6) Note e obbligazioni / obbligazioni collegate al credito.

Principio due: Frameworks

Per promuovere una finanza ad impatto positivo, le entità (finanziarie o non finanziarie) hanno bisogno di processi, metodologie e strumenti adeguati per identificare e monitorare l'impatto positivo delle loro attività, dei progetti, dei programmi e / o delle entità da finanziare o su cui investire. A tal scopo, le entità dovrebbero, secondo il caso ed a seconda del tipo di strumento finanziario:

1. implementare processi, criteri e metodologie specifiche per identificare l'impatto positivo in cui l'analisi dovrebbe riguardare attività, progetti e programmi e screening aziende;
2. applicare la gestione del rischio ESG regolare prima di determinare l'ammissibilità all'impatto positivo;
3. implementare processi, criteri e metodologie specifiche per monitorare il raggiungimento degli impatti previsti per tutta la durata dello strumento finanziario;
4. assegnare e dotare il personale di mandati e competenze pertinenti per far rispettare quanto sopra indicato;
5. ricercare opinioni e / o assicurazioni di terzi sull'attuazione appropriata dei processi sopra elencati;
6. Rivedere e aggiornare i processi in modo appropriato su base continuativa.

In tale quadro, le analisi di impatto positivo possono essere intrapresi insieme alle procedure esistenti, anche durante le revisioni periodiche di prodotti, progetti o clienti; possono avvalersi di strumenti, standard e iniziative esistenti e riconosciute (ad esempio, nel caso della finanza di progetto, i principi di Equator forniscono standard riconosciuti per la gestione dei rischi).

Principio tre: trasparenza

Le entità (finanziarie o non finanziarie) che forniscono finanze ad impatto positivo dovrebbe fornire trasparenza e divulgazione su:

1. attività, progetti, programmi e / o entità finanziate considerate (come da Principio1);

2. processi in atto per determinare l'ammissibilità e per monitorare e verificare gli impatti (come da Principio 2);
3. impatti conseguiti da attività, progetti, programmi e / o enti finanziati (come da Principio 4 che presenteremo a seguire)

I Principi non prescrivono quali metodologie e KPI utilizzare per identificare, analizzare e verificare l'impatto positivo ma richiedono solo che siano divulgati e trasmessi.

Principio quattro: valutazione

La valutazione del bilancio di impatto positivo erogato dalle entità dovrebbe basarsi sugli impatti effettivi raggiunti. La valutazione di Positive Impact Finance può essere elaborata internamente, per fini di monitoraggio e valutazione, o intrapresa da terzi qualificati (ad es. aziende, enti di ricerca e agenzie di rating), per la certificazione e / o il rating.

I criteri per valutare l'impatto positivo possono includere:

1. varietà di impatti positivi erogati;
2. entità degli impatti erogati;
3. scala degli impatti erogati rispetto all'importo dei fondi spesi (es. efficienza dello strumento);
4. grado di leva finanziaria dei fondi privati rispetto a fondi pubblici e / o donazioni (es. ottimizzazione di fondi pubblici e donazioni ove applicabili);
5. livello di addizionalità (ovvero soluzioni aziendali e finanziarie che aiutano a risolvere problemi insoddisfatti o insufficiente necessità di sviluppo sostenibile).

In base al principio 2, la consegna di Positive Impact Finance dipende dall'integrazione di analisi dell'impatto nei processi aziendali esistenti. Questi processi, per cui l'impatto positivo è identificato, analizzato e gestito, può essere l'oggetto di valutazioni esterne che portano alla certificazione da parte di terzi qualificati.

1.2. Gli attori della finanza verde

Ci sono un certo numero di intermediari finanziari e di istituzioni che guidano l'inverdimento del sistema finanziario: banche, investitori istituzionali e internazionali; istituzioni finanziarie (IFI), nonché autorità di regolamentazione e banche centrali¹⁹.

Le attività del sistema bancario svolgono un ruolo importante nel sistema finanziario internazionale perché rappresentano una quota importante delle attività finanziarie globali. In particolare, nei mercati emergenti e in via di sviluppo, sono le banche ad aver stabilito numerose misure per mobilitare finanziamenti per sviluppo sostenibile e mainstream verde nel sistema bancario²⁰ tra cui i requisiti di prestito prioritario e finanziamenti al di sotto del tasso di interesse di mercato.

È ampiamente riconosciuto che una larga fetta dei trilioni di USD necessari per finanziare investimenti verdi provengono da investitori istituzionali, compresi i fondi pensione, i fondi sovrani e le assicurazioni. Però, questo gruppo di investitori è costretto da un numero di ostacoli: gli investimenti verdi non sono generalmente inclusi nei parametri di riferimento pertinenti delle agenzie di rating così come non hanno un track record sufficiente per ricevere una valutazione. Tali rischi fanno sì che, anche se investitori istituzionali sarebbero disposti ad investire a lungo termine in progetti sostenibili, la prassi "conservativa" di tali istituti tenta di limitarle l'investimento nel tempo.

Gli IFI possono supportare la trasformazione verde in tre specifici modi: innanzitutto, hanno un ruolo pionieristico nel testare nuovi modi di finanziamento dello sviluppo sostenibile; hanno un ruolo importante nella mobilitazione di capitali privati per investimenti verdi attraverso i green bond; sono predestinati a costruire una coalizione di finanziatori verdi con l'obiettivo di riformare la governance finanziaria globale o per lo sviluppo sostenibile²¹.

Oltre agli IFI, le banche centrali sono particolarmente attente a sostenere la trasformazione verde poiché il corrente sistema finanziario è guidato principalmente da rendimenti a breve termine e, di conseguenza, soffre di un deficit di investimento cronico a lungo termine che potrebbe proprio essere colmato da investimenti in progetti sostenibili.

¹⁹ Berensmann K., Lindenberg N., (2016), *Green Finance: Actors, Challenges and Policy Recommendations*, Briefing Paper 23/2016, consultabile al link: https://www.die-gdi.de/uploads/media/BP_23.2016.pdf

²⁰ Alexander, K., (2014), *Stability and sustainability in banking reform. Are environmental risks missing in Basel III?*, Cambridge: University of Cambridge, Institute for Sustainability Leadership, consultabile al link: <https://www.cisl.cam.ac.uk/publications/publication-pdfs/stability-and-sustainability-basel-iii-final-repor.pdf>

²¹ Lindenberg, N., (2016), *Coordinating the willing*, D+C Development and Cooperation e-Paper, 7/2016, pp 38-39, consultabile al link: <https://www.dandc.eu/en/article/how-international-financial-institutions-must-contribute-achieving-sustainable-development>

1.3. Gli strumenti finanziari green : una panoramica

Gli strumenti finanziari predominanti nella finanza verde sono il debito e l'equità²² con diverse caratteristiche come il livello di anzianità (junior equity contro azioni privilegiate); il canale attraverso il quale il flusso di finanziamenti è organizzato e gli attori intermedi (tipi di investitori e veicoli di investimento), termini di accordo e origine dei fondi²³.

Posto che l'analisi degli strumenti e delle differenze verrà tracciata nel prossimo capitolo, possiamo anticipare che a livello generale mentre l'equità è caratterizzata dalla vendita di interessi (o azioni) in un'impresa, il debito è generato da prestiti da rimborsare aggravati da interessi. Continuando nell'elencazione, la recensione di prodotti e servizi green può essere suddivisa in:

1. Retail Banking (mutuo verde, prestito Green Home Equity, prestito commerciale Green, prestito auto verde, carta di credito);
2. Corporate e Investment Banking (Green project finance, Securitisation verde; Green Venture Capital & private Equity, Leasing tecnologico; Carbon Finance)
3. Gestione delle risorse (Fiscal Fund – Treasury Fund, Eco Fund, Carbon Fund, Cat Bond – Natural Disaster Bond, Eco ETF))
4. Assicurazione (assicurazione auto, assicurazione sul carbonio, assicurazione catastrofe, assicurazione verde)

1.4. I green bond

Le obbligazioni verdi sono spesso identiche nella struttura, nel rischio e nel ritorno alle obbligazioni tradizionali, tranne che il capitale raccolto da fondi obbligazionari verdi energia pulita, efficienza energetica, trasporto a basse emissioni di carbonio, rete intelligente, agricoltura e silvicoltura, mitigazione delle risorse naturali o progetti / iniziative simili / programmi.

Le obbligazioni verdi sono commercializzate come “verdi” al momento dell'emissione. Si prevede che gli emittenti forniscano una descrizione dei progetti da finanziare al momento

²² Krushelnytska O., Rodgers D., (2015), *Introduction to Green Finance*, gef global Environment facility, consultabile al link: <https://www.thegef.org/sites/default/files/events/Intro%20to%20Green%20Finance.pdf>

²³ UNEP, (2016), *Demystifying Private Climate Finance*, consultabile al link: <http://www.unepfi.org/wordpress/wp-content/uploads/2016/11/DEMYSITIFYING-ADAPTATION-FINANCE-FOR-THE-PRIVATE-SECTOR-AW-FULL-REPORT.pdf>

dell'emissione, assicurino la segregazione dei fondi del progetto e forniscano report o verifiche post-progetto su come sono stati utilizzati i fondi.

I legami verdi in genere finanziano progetti di infrastrutture verdi su larga scala e ad alta intensità di capitale, come progetti di efficienza energetica, trasporti pubblici o energia rinnovabile, tra gli altri, che possono essere ripagati da flussi di cassa costanti, modesti ea lungo termine.

Per green bond si intende, quindi, un'obbligazione i cui proventi sono destinati e canalizzati in maniera trasparente verso progetti ed attività rispettosi dell'ambiente. Le loro caratteristiche finanziarie sono identiche a quelle di altri bond e tale caratteristica li rende uno strumento utile familiare ad emittenti, sottoscrittori e investitori.

In effetti, l'utilizzo di obbligazioni per tali investimenti non è nuovo ma lo è lo sforzo che essi adottano per migliorare la trasparenza ed aumentare l'opportunità sia per emittenti che per investitori di avere un ruolo più attivo nella lotta al cambiamento²⁴.

1.5. La panoramica generale

Secondo le stime del GGFC stimate da GSIA (Global Sustainable Investment Alliance)²⁵, la mobilitazione del capitale per gli investimenti verdi seguirà le impressionanti tendenze più ampie in termini di sostenibilità, responsabile e impact investing (SRI) che hanno fatto sì che le attività globali SRI siano aumentate da \$ 13,3 miliardi nel 2012 a \$ 22,9 miliardi nel 2016.

Tabella 1 : crescita delle attività RSI per regione 2014-2016

Region	2014	2016	Growth over period	Compound Annual Growth Rate
Europe	\$ 10,775	\$ 12,040	11.7%	5.7%
United States	\$ 6,572	\$ 8,723	32.7%	15.2%
Canada	\$ 729	\$ 1,086	49.0%	22.0%
Australia/New Zealand	\$ 148	\$ 516	247.5%	86.4%
Asia ex Japan	\$ 45	\$ 52	15.7%	7.6%
Japan	\$ 7	\$ 474	6689.6%	724.0%
Total	\$ 18,276	\$ 22,890	25.2%	11.9%

²⁴ GGFG – Global Green Finance Council, (2017), *Global and European Finance Policy Directory*, consultabile al link: <https://www.afme.eu/globalassets/downloads/publications/gfma-global-and-european-green-finance-policy-directory.pdf>

²⁵ GSIA – Global Sustainable Investment Alliance, (2017), *2016 Global Sustainable Investment Review*, consultabile al link: http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2017/03/GSIR_Review2016.F.pdf

Avendo dato una definizione di strumenti finanziari verdi e di green bond, consideriamo perché il mercato finanziario e le proiezioni sembrano così rosee.

In primo luogo, le obbligazioni verdi sono una delle strade possibili per finanziare i NAMA presentati nell'accordo di Parigi²⁶ in quanto possono fornire finanziamenti alle istituzioni che a loro volta offrono finanziamenti ai NAMA o possono raccogliere finanziamenti attraverso obbligazioni verdi coperte²⁷.

In secondo luogo, e sempre in riferimento alle economie emergenti, le obbligazioni verdi possono essere facilmente integrate nel processo di sviluppo del mercato obbligazionario rispetto alla creazione di un'intera piattaforma e (terzo punto), i titoli verdi a reddito fisso vengono utilizzati per l'impatto dello sviluppo rispetto ad altri accordi di finanziamento perché sono percepiti come uno strumento finanziario più sicuro in quanto offrono prevedibilità dei flussi di cassa dovuti al tasso di rendimento fisso nel tempo e rate periodiche. Attualmente, la maggior parte degli investimenti sul debito verde avviene attraverso il credito bancario, ma il mercato obbligazionario che fornisce un terzo del finanziamento totale per le imprese a livello globale, non ha ancora un ruolo paragonabile nel finanziamento verde²⁸. Finora, è stata generalmente trovata una modalità economica di finanziamento per lo sviluppo del progetto e questo è anche associato al fatto che quasi le obbligazioni verdi sono state sovra esplicate, il che indica che si tratta di un mercato ad alta crescita potenziale.

In quarto luogo, le obbligazioni verdi consentono finanziamenti verdi a lungo termine affrontando il disallineamento delle scadenze. Data la natura nascente della finanza verde, la

²⁶ Le azioni di mitigazione appropriate a livello nazionale (NAMA) sono misure di mitigazione dei cambiamenti climatici proposte dai governi dei paesi in via di sviluppo per ridurre le emissioni al di sotto dei livelli del normale esercizio.

²⁷ In un momento in cui la necessità di investimenti globali nelle energie rinnovabili è in aumento, le banche con vincoli di capitale si indebitano meno e applicano maggiori margini di interesse, creando un collo di bottiglia per il finanziamento del debito senior. Si prevede che i prestiti bancari saranno ulteriormente limitati a Basilea III. In tale contesto le obbligazioni garantite potrebbero costituire un trampolino di lancio nello sviluppo di un vero e proprio mercato delle obbligazioni rinnovabili ed essere un mezzo per sostenere i prestiti bancari per l'edilizia abitativa e le infrastrutture del settore pubblico, che hanno entrambi percepito effetti moltiplicatori economici. I vantaggi offerti dall'offerta di Renewable Energy Covered Bonds (RECB) sono duplici. Innanzitutto, le banche saranno in grado di accedere a fondi più economici ea più lungo termine per prestare denaro a progetti di energia rinnovabile designati. In secondo luogo, gli investitori obbligazionari sarebbero in grado di acquisire esposizione alle attività di energia rinnovabile con l'adeguamento minimo delle linee guida del portafoglio esistenti a causa dell'elevato livello di sicurezza offerto dalle obbligazioni garantite.

²⁸ G20FSG, (2016) , *Green Bonds: Country Experiences , Barriers and Options*, consultabile al link: http://unepinquiry.org/wp-content/uploads/2016/09/6_Green_Bonds_Country_Experiences_Barriers_and_Options.pdf

maggior parte delle banche non è in grado di finanziare prestiti verdi a lungo termine con la scadenza a breve termine delle proprie passività e la mancanza di strumenti per coprire i rischi di duration. Le società che si avventurano in questo spazio di investimento possono accedere al credito bancario a breve termine e affrontare i rischi di rifinanziamento per progetti a lungo termine.

In quinto luogo, come visto, le obbligazioni verdi sono valutate in maniera univoca alle obbligazioni ordinarie in relazione alle condizioni di mercato al momento dell'emissione e godono di tassi di riferimento (Flat pricing). Addirittura in alcuni mercati è stato osservato che le obbligazioni verdi ricevono prezzi migliori rispetto alle obbligazioni tradizionali, un "greenium" (premio per essere uno strumento finanziario verde) almeno nei mercati secondari²⁹: le obbligazioni verdi denominate in EUR e USD mostrano che le obbligazioni semi-governative hanno un prezzo approssimativo rispetto alle obbligazioni vanilla. Tuttavia, alcuni titoli verdi denominati in euro sembrano scambiare un premio nel mercato secondario e negli spread primari.

In sesto luogo, questi strumenti verdi sembrano offrire potenziali vantaggi in termini di costi: una volta che il mercato delle obbligazioni verdi guadagna una base di investitori maggiore, potrebbe emergere un prezzo migliore a condizione che la domanda sia sostenuta. Il marchio verde agisce come un meccanismo di scoperta che riduce i costi di ricerca per gli investitori alla ricerca di opportunità di investimento verdi. Il numero di emittenti ha anche riferito che c'è una maggiore velocità nel "book building" (ovvero il processo di generazione, acquisizione e registrazione della domanda degli investitori per un prestito obbligazionario) che si traduce in costi ridotti per marketing e roadshow³⁰.

Settimo, investire nella finanza verde consente alle organizzazioni di migliorare il proprio marchio e allo stesso tempo sensibilizzare sulle attività degli investitori. Vi è un maggiore coinvolgimento degli investitori dal momento che vorranno assicurarsi che i loro investimenti continuino a funzionare nell'ambito dei principi ambientali, sociali e di governance (ESG). Ciò consente inoltre agli investitori istituzionali di diversificare i loro portafogli, contribuendo nel contempo a creare un mercato che mobiliti il finanziamento del settore privato per i focus sul clima e le attività rispettose dell'ambiente.

Infine, sebbene si tratti di un tema molto controverso, il fatto di avere legami verdi può offrire

²⁹ Preclaw R., Bakshi A., (2015), *The cost of Being Green*, Barclays, consultabile al link: https://www.environmental-finance.com/assets/files/US_Credit_Focus_The_Cost_of_Being_Green.pdf

³⁰ cfr. nota 27

un meccanismo di transizione per i settori tradizionalmente non “verdi”: avere strumenti finanziari verdi nel portafoglio può incoraggiare gli emittenti a ridurre il loro impatto ambientale e i rischi di transizione.

1.6. Un focus su accountability e VIS (Valutazione dell’impatto sociale)

Parlare di *green finance* implica anche affrontare il tema dell’accountability in relazione all’impresa nel senso di attribuire alla stessa il compito e la responsabilità di dover rendicontare e raccontare la propria gestione finanziaria non solo in relazione alla responsabilità di gestione ma anche e soprattutto in relazione al soddisfacimento delle aspettative del pubblico che si aspetta, dalle proprie azioni e dalla propria gestione al fine di farne trapelare un impatto sociale positivo.

Edwards e Hulme³¹ descrivono la responsabilità come i mezzi con cui gli individui e le organizzazioni riferiscono ad un’autorità rendendosi responsabili delle proprie azioni e mettono in luce come l’accountability sia anche un’attività di reporting che, abbinata alla definizione di Ebrahim³², rende la responsabilità anche lo strumento necessario al controllo della mission organizzativa, degli obiettivi e delle prestazioni.

E la letteratura in materia suddivide gli strumenti di accountability tra interni ed esterni.³³

³¹ Edwards M., Hulme D., (1996), *Too Close For Comfort? The Impact of Official Aid on Nongovernmental Organizations*, World Development, Vol.24, 1996, pp.961-973.

³² Ebrahim A., (2005), *Accountability Myopia: Losing Sight of Organizational Learning*, in Non Profit and Voluntary Sector Quarterly, Vol.34 Iss.1, 2005 .

³³ Cutt James, Murray Vic, *Accountability and Effectiveness Evaluation in Non-Profit Organizations*, Routledge, Taylor and Francis Group, 2000 classificano le fonti di responsabilità in due gruppi basati sull’uso delle informazioni: utenti di informazioni interne e utenti di informazioni esterne. Romzek Barbara S., Dubnick Melvin J., *Accountability in the Public Sector: Lessons from the Challenger Tragedy*, in Public Administration Review, Vol. 47 N.3., 1987 pp. 227-238, propongono un quadro che indica che ci sono quattro tipi di responsabilità nel sistema democratico che possono essere guidati da forze esterne come pressione politica e regolamentazione legale, o essere intrapreso internamente nella gerarchia e comunità professionali. Jos Philip , Tompkins Mark, *The Accountability Paradox in an Age of Reinvention The Perennial Problem of Preserving Character and Judgment*, in Administration&Society, Vol.36, iss.3, 2004 forniscono inoltre sette fonti di richieste responsabilità. Questi includono (1) scambio di mercato: permettono mercati correttamente funzionanti acquirenti e venditori per scambiare beni e servizi per garantire la responsabilità attraverso un mano invisibile (offerta e domanda); (2) responsabilità legale: è richiesta dal pubblico dirigenti e rispettando le seguenti leggi e regolamenti; (3) responsabilità politica: esso sottolinea come le organizzazioni pubbliche realizzano le loro missioni per servire il pubblico; (4) Autorità manageriale: i leader e i dirigenti delle organizzazioni usano formali e informali meccanismo o tecniche per far rispettare le esigenze di responsabilità; (5) controllo professionale: è attuate attraverso certificazioni, norme, codici etici e standard mantenuti dal commercio associazioni e comunità professionali; (6) reti informali: legami personali, le affiliazioni professionali e le relazioni di rete influenzano l’atteggiamento e la credenza dei dipendenti verso il sistema di responsabilità e (7) valori personali: i valori sono importanti da avere influenza su azioni e decisioni accountable.

Sicuramente, comunque, la nozione di responsabilità può essere considerata come un processo di generazione di informazioni che ha almeno due elementi essenziali: responsabilità del vertice e valore della valutazione sull'utenza alla quale l'informazione e/o la prestazione arriva.

In termini di fonti di responsabilità, le imprese sociali devono ottenere prestazioni a livello finanziario perché sovvenzionate o finanziate da investitori ed in termini di valori attesi l'impresa sociale dovrebbe riuscire a bilanciare il successo finanziario con la realizzazione della mission sociale.

E se la responsabilità è un processo di adempimento delle richieste di informazioni dall'alto e la governance delle imprese sociali risulta essere multi stakeholders, come esposto nel capitolo precedente, le imprese sociali hanno la responsabilità di segnalare informazioni di responsabilità ai propri stakeholder i cui interessi, a volte, possono anche essere in conflitto tra di loro³⁴. A questa miscela di parti interessate si deve aggiungere il peso e la possibilità di informare sull'operato e sull'impatto potenziale delle prestazioni previste e/o realizzate.

A livello analitico, sicuramente l'accountability per l'impresa sociale è data, quindi, da due elementi essenziali: 1) le fonti di responsabilità (interno vs. esterno); e 2) i valori attesi (economico / sociale), entrambi basati sull'obbligo dell'impresa di rendersi accountable³⁵.- ovvero responsabile e quasi in senso giustificativo: “*giving and demanding of reasons for conduct*”³⁶. E nel valutare il valore, gli economisti si riferiscono spesso alla teoria dell'utilità e all'idea di utilità totale e marginale laddove si intende per utilità la soddisfazione totale di una persona in relazione al guadagno o al possesso di una merce ed utilità marginale in relazione alla percezione di soddisfazione di una sola unità di bene e, se letto in prospettiva economica, il valore sociale potrebbe essere definito come “*La creazione di valore [sociale] può essere definita come la somma del valore aggiunto a tutti i membri di società meno il valore per tutte le risorse utilizzate*”³⁷. Tuttavia, il valore sociale non può essere adeguatamente misurato con la teoria dell'utilità marginale perché non garantisce un valore di scambio basato sul mercato e perché l'approccio di utilità non risulta idoneo a misurare la

³⁴ Bradach J., Foster W., (2005), *Should Nonprofits Seek Profits?*, in Harvard Business Review, 2005.

³⁵ Stewart John, *The role of information in public accountability*, in A. Hopwood, C. Tomkins, Issues in Public Sector Accountability, Phillip Allan, Oxford, 1984..

³⁶ Roberts J., Scapens R., (1985), *Accounting systems and systems of accountability. Understanding accounting practices in their organisational contexts*, Accounting Organizations and Society, 10(4), 1985, pp. 443-456..

³⁷ Santos F. M., (2009), *A positive Theory of Social Entrepreneurship*, In Faculty & Research Working Paper, INSEAD, 2009/23/EFE/ISIC p.27.

creazione di valore in iniziative sociali che non funzionano attraverso transazioni di mercato come gli sforzi per aumentare la libertà politica o per affrontare le disuguaglianze di genere³⁸. Se nella logica precedente era sufficiente controllare la trasparenza e rendicontare attraverso opportuni documenti, oggi è il Terzo settore stesso a dovere individuare una metrica sufficientemente precisa e saggia tale da garantire il rispetto dell'identità dell'impresa sociale che superi le logiche di misurazione strettamente legate al mondo capitalistico, che tralasciano aspetti definitivi e fondamentali del Terzo settore (quali, ad esempio, il grado di democraticità interna), e che sia in grado di valorizzare gli elementi e i percorsi di innovazione sociale di cui le imprese sociali si fanno portatrici. Eppure è chiaro che finanziatori, investitori sociali, organizzazioni non profit ed imprese sociali sono uniti da un obiettivo comune: il cambiamento sociale.

L'obiettivo della valutazione dell'impatto sociale, dunque, è quello di guidare i miglioramenti che aumentano il valore dei programmi per le persone che ne beneficiano.

La valutazione aiuta le organizzazioni a pianificare meglio, a realizzare la propria mission in modo più efficace, a facilitare la responsabilità ed a supportare la comunicazione delle parti interessate aiutando anche a guidare l'allocazione delle risorse scarse.

³⁸ Un approccio molto analizzato per la valutazione della difficile misurazione di valore sociale è l'approccio di capacità di Amartya Sen. La chiave, secondo il premio Nobel indiano, era quella di non concentrarsi sull'utilità e la disponibilità a pagare quanto piuttosto sulle capacità e volontà di vivere ed i due pilastri centrali della teoria di Sen sono funzioni e capacità

CAPITOLO 2

L'EVOLUZIONE DEL MERCATO FINANZIARIO GREEN

2.1. Considerazioni introduttive

La relazione sulla sintesi del G20 Green Finance, adottata nel vertice dei leader del G20 a Hangzhou nel settembre 2016³⁹, fornisce un utile sommario sugli sviluppi chiave e sui progressi complessivi compiuti per mobilitare il capitale privato per investimenti verdi.

I progressi osservati e riportati indicano che sta crescendo l'attenzione nell'architettura di finanza verde e nella pratica dei mercati finanziari e dei capitali provocando direttamente una maggiore mobilitazione della finanza verde.

Tale progresso può essere descritto in termini di tre tendenze che si rafforzano a vicenda:

1. un'azione nazionale sempre più sistemica,
2. maggiore cooperazione internazionale
3. maggiore leadership di mercato a livello individuale ed a livello collettivo.

Queste tre tendenze insieme hanno determinato un aumento misurabile dei flussi di finanziamento verde, in particolare in relazione alle emissioni di obbligazioni verdi, cresciuta di circa 100% mentre l'interdipendenza di queste tre tendenze evidenzia gli stretti legami tra politica e mercato.

Nello specifico, l'azione nazionale che coinvolge attori pubblici e privati che lavorano insieme ha sostenuto l'emergere di approcci più sistemici per rendere più ecologico il sistema finanziario. Questi sforzi nazionali tendono a concentrarsi sui bisogni e sui flussi finanziari verdi, sugli ostacoli al ridimensionamento e sulle azioni prioritarie. Nonostante l'approccio di ogni paese sia funzione delle priorità di sviluppo nazionali ed in quanto tale soggetta a considerevoli variazioni, tutti gli approcci hanno al centro lo sviluppo di piani sistemici a lungo termine per migliorare la capacità finanziaria del sistema per mobilitare la finanza verde. L'azione a livello nazionale ha contribuito, quindi, a catalizzare un pensiero più ambizioso oltre i confini nazionali. Gli approcci sistemici sono ora evidenti a livello regionale, come la strategia globale per la sostenibilità finanziaria sviluppata dall'Unione

³⁹ G20, *Green Finance Synthesis Report*, (2016), G20 Green Finance Study Group, consultabile al link: http://unepinquiry.org/wp-content/uploads/2016/09/Synthesis_Report_Full_EN.pdf

europea⁴⁰ e la tabella di marcia per un sistema globale di finanza sostenibile sviluppato dal Gruppo della Banca mondiale e dell'ONU⁴¹.

Come conseguenza di azioni nazionali più ambiziose è aumentata anche la cooperazione internazionale in materia di finanza verde e tracce di lavoro legate alla finanza verde e alle aree associate si sono diffuse in tutti i forum per i responsabili politici e regolatori come il G20 (in particolare GFSG e GreenInvest⁴²) e il G7⁴³; in gruppi multi-stakeholder come la task force guidata dall'industria del FSB sull'informativa finanziaria legata al clima (TCFD)⁴⁴; il Sustainable Banking Network (SBN) ospitato dall'IFC⁴⁵; il Green Finance and Investment Centre ospitato dall'OCSE⁴⁶; l'Inchiesta per la finanza sostenibile e l'Iniziativa finanziaria (UNEP FI) ospitata dall'ONU⁴⁷.

Al centro dell'azione nazionale sistemica e della maggiore cooperazione internazionale vi è, quindi, la mobilitazione di finanza verde che ha portato al record di riallocazione ed emissione di titoli verdi⁴⁸; all'emergere di fondi di investimento verdi dedicati e nuovi prodotti di finanza verde⁴⁹; espansione e condivisione delle conoscenze globali in reti a rapida espansione⁵⁰; nuovi strumenti di gestione del rischio sviluppati dagli attori per tutta la

⁴⁰ European Commission, (2018), *Action Plan: Financing Sustainable Growth*, COM (2018) 97 final, consultabile al link: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52018DC0097>

⁴¹ World Bank Group- UN Environment, (2017), *Roadmap for a Sustainable Financial System*, United Nations Environment Programme and the World Bank Group, consultabile al link: <http://documents.worldbank.org/curated/en/903601510548466486/pdf/121283-12-11-2017-15-33-33-RoadmapforaSustainableFinancialSystem.pdf>

⁴² GreenInvest è un'iniziativa G20 promossa dalla Presidenza Tedesca. Per maggiori informazioni: <https://www.green-invest.org/>

⁴³ Il G7 ha aderito il 12 giugno 2017 al G20 sostenendo che un finanziamento sostenibile è "fondamentale" per il raggiungimento degli obiettivi di sostenibilità e clima. La dichiarazione finale ha visto anche l'impegno del G7 a proseguire l'azione sull'agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile, l'efficienza delle risorse, i rifiuti marini, i lavori verdi e il cambiamento climatico.

⁴⁴ <https://www.fsb-tcfd.org/>

⁴⁵ https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/topics_ext_content/ifc_external_corporate_site/sustainability-at-ifc/company-resources/sustainable-finance/sbn

⁴⁶ <http://www.oecd.org/cgfi/>

⁴⁷ <http://unepinquiry.org/>

⁴⁸ Per maggiori informazioni forniamo il link del database Green Bond, la più completa fonte di informazioni sul mercato delle obbligazioni verdi etichettato: <http://www.greenbonddata.org/>

⁴⁹ Gli aumenti dell'emissione sul mercato primario delle obbligazioni verdi hanno migliorato la liquidità del mercato secondario, consentendo a nuovi fondi aprire e operare all'interno dei vincoli di liquidità e di solvibilità esistenti: Tale condizione ha portato al lancio di quattro nuovi fondi obbligazionari verdi nel primo trimestre del 2017. Maggiori info su: UN Environment, (2017), *Green Finance Progress Report*, consultabile al link: http://unepinquiry.org/wp-content/uploads/2017/07/Green_Finance_Progress_Report_2017.pdf

⁵⁰ Una rapida espansione delle partnership legate alla finanza verde è stata evidente in tutto il settore bancario, assicurativo e degli investimenti. L'adesione ai Principles for Responsible Investment (PRI) è aumentata di oltre 185 membri da 30 paesi da giugno 2016, ora rappresentano oltre il 50% di AUM globale. Iscrizione dei principi

durata della fornitura di investimenti⁵¹; nuovi e più ambiziosi principi e linee guida ispirate dal mercato.

In tal contesto gli attori lungo la catena di investimento hanno sviluppato una varietà di nuovi strumenti per sostenere lo sviluppo di nuovi prodotti e stimolarne la domanda. Ciò include nuovi strumenti di gestione del rischio da parte dei proprietari di beni (ad es. toolkit Transition Pathway Initiative)⁵², fornitori di dati (ad es. dati MSCI ESG)⁵³, banche di investimento (es. HSBC's Climate Risk Analysis Framework). Altri strumenti includono nuovi indici (ad esempio, la Cina da sola ha lanciato sette indici obbligazionari verdi da metà 2016 per completare i 19 indici azionari verdi esistenti), requisiti di quotazione (come la Borsa di Johannesburg requisiti di quotazione delle obbligazioni verdi), toolkit (come il G20 Energy Efficiency Investment Toolkit)⁵⁴ e standard (ISO in partnership con 2 Degrees Investing lancerà uno standard per misurare gli investitori contribuiti agli obiettivi di cambiamento climatico)⁵⁵.

In base alla precisione di cui sopra, lo sviluppo della finanza verde richiede un intervento approfondito volto a :

1. rendere la sostenibilità l'elemento portante della visione di progetto;
2. ricercare conformità e obbligatorietà della sostenibilità attraverso aspetti legali;

per l'assicurazione sostenibile (PSI) rappresenta ora oltre il 20% del mercato assicurativo globale per i premi prenotati e il 92% delle 25 più grandi banche del mondo sono membri dell'Iniziativa di finanziamento ambientale delle Nazioni Unite. Centri finanziari da Casablanca a Hong Kong.

⁵¹ Poole L., (2014), *A Calculated Risk. How Donors Should Engage with Risk Financing and Transfer Mechanisms*, OECD Development Co-operation working paper 17, consultabile al link: <https://www.oecd.org/dac/A%20calculated%20risk.pdf>

⁵² Il toolkit consente di valutare la qualità della gestione del carbonio delle aziende e le prestazioni del carbonio, in un settore selezionato. Per maggiori informazioni consultare: <http://www.lse.ac.uk/GranthamInstitute/tpi/the-toolkit/>

⁵³ MSCI ESG Research fornisce ricerche approfondite, valutazioni e analisi delle pratiche commerciali ambientali, sociali e di governance di migliaia di aziende in tutto il mondo. La ricerca è progettata per fornire approfondimenti critici che possano aiutare gli investitori istituzionali a identificare i rischi e le opportunità che la ricerca sugli investimenti tradizionali potrebbe trascurare. Per maggiori informazioni consultare: <https://www.msci.com/esg-integration>.

⁵⁴ Il Toolkit di investimento per l'efficienza energetica del G20 comprende: una valutazione dell'attuale investimento in efficienza energetica per settore e regione; una vetrina per gli scambi di buone pratiche su (i) consentire la definizione di un quadro politico nazionale e (ii) attuare i principi volontari di investimento in materia di efficienza energetica per i paesi partecipanti al G20 ; una relazione sugli strumenti e gli approcci "migliori della classe" per incoraggiare e aumentare gli investimenti nell'efficienza energetica tra i diversi tipi di istituzioni finanziarie del settore privato (banche, investitori a lungo termine e compagnie assicurative); un consenso comune tra le banche pubbliche e le istituzioni di sviluppo in merito a strumenti e approcci "best in class" per aumentare le loro attività di efficienza energetica. Per maggiori informazioni consultare: <http://www.unepfi.org/publications/climate-change-publications/g20-energy-efficiency-investment-toolkit/>

⁵⁵ A tal proposito si rimanda all'opuscolo: UNEP-FI,(2017), *G20 Energy Efficiency Investment Toolkit*, IEA, IPEEC, consultabile al link: <http://www.unepfi.org/wordpress/wp-content/uploads/2017/05/G20-EE-Toolkit.pdf>

3. diffondere la cultura dell'innovazione e della sostenibilità-Design Greening;
4. rendere valutabile la sostenibilità attraverso identificazione e raccolta di informazioni in tutti gli aspetti;
5. formare alla cultura della finanza green;
6. stimolare l'impegno delle parti interessate alla responsabilità sociale (azionisti, investitori, autorità, istituti di credito, dipendenti, partner, fornitori, clienti e comunità locali);
7. stabilire obiettivi e processi necessari per ottenere risultati conformi alla sostenibilità;
8. istituire un programma di sostenibilità per raggiungere gli obiettivi ;
9. stabilire un codice di condotta di sostenibilità, regole interne, monitoraggio, registrazione, banca dati verificabili e valutazione dei risultati, analisi del trade-off , della sinergia e del sistema di promozione interna;

2.2. Gli strumenti finanziari green: una descrizione analitica

I prodotti ed i servizi finanziari verdi esistenti in tutto il mondo coprono settori finanziari pubblici e privati come retail banking, corporate & investment banking, gestione patrimoniale e assicurazione come descritto di seguito.

1. Retail bancario

Mutui e prestiti verdi caratterizzati da tassi notevolmente inferiori alla media rivolte ai privati ed alle imprese.

Gli investimenti rivolti ai privati aiutano a motivare le famiglie ad acquistare o installare energia rinnovabile residenziale, a realizzare residenze verdi , ad adottare tecnologie di efficienza energetica tecnologie o ad investire in retrofit.

Gli investimenti rivolti all imprese (*Green Commercial Building Loans*) seguono lo stesso principio dei prestiti per le case e vengono rilasciati per la realizzazione di edifici commerciali verdi, caratterizzati da minori consumi energetici e da minor spreco di risorse di risorse (rifiuti ridotti, materiali da costruzione ecologici, ridotti costi operativi, prestazioni migliorate e tempi di vita più lunghi associati a funzioni verdi, meno inquinamento rispetto agli edifici tradizionali)

I *Green Car Loans* sono i prestiti auto che incoraggiano l'acquisto di auto che dimostrano un'elevata efficienza dei consumi ed un maggiore controllo dell'inquinamento.

Le *Green Card* sono carte di debito e di credito legate alle attività di sostenibilità ambientale che permettono di fare donazioni ad ONG ambientali pari ad una % di ogni acquisto, trasferimento del saldo o anticipo in contanti effettuato dal titolare della carta.

2. Corporate e Investment Banking

La *Green Project Finance* meglio conosciuta come *Green Bonds* sono investimenti finanziari in energie rinnovabili e progetti di sostenibilità ambientale (riciclaggio dei rifiuti, conservazione di acqua e risorse, inquinamento atmosferico controllo, infrastrutture verdi, conservazione della biodiversità, ecc.) in cui le obbligazioni verdi sono obbligazioni o titoli emessi specificamente per finanziare la protezione ambientale, la sostenibilità o il clima.

I *Green Securitisation Bonds* sono investimenti finanziari cartolarizzati emessi per una varietà di emergenze ambientali.

Green Venture Capital & Private Equity intende raggruppare le attività di capitale ed i finanziamenti per progetti ambientali attraverso unità specializzate di private equity focalizzate su mercati di crescita dell'energia pulita e opportunità di investimento in sostenibilità ambientale (tecnologie pulite, approcci a basse emissioni di carbonio, smart city ecc.).

Gli *Indici verdi* sono indici che fluttuano come opportunità e sfide ambientali future ed emergenti (serie di indici basati su singole industrie, tra cui tecnologie di abbattimento del carbonio, acqua, rifiuti, biodiversità, impronta ecologica, energia solare, etanolo, energie rinnovabili, risorse e gas naturale).

Con il termine *Carbon Commodities / Credits* si intende uno scambio di vincoli di carbonio sviluppato nell'ambito dello sviluppo di un meccanismo pulito (CDM), incentrato sugli investimenti a basse emissioni di carbonio per affrontare i cambiamenti climatici e il rischio ambientale.

I *Green Fiscal Funds* per la gestione delle risorse consentono di fruire di esenzione dal pagamento dell'imposta sulle plusvalenze con uno sconto sull'imposta sul reddito offerto a cittadini che acquistano azioni in un fondo verde o investono denaro in una banca verde.

I *Fondi di investimento verdi* sono fondi di investimento sostenibili che si sviluppano per tre generazioni / fasi. I fondi di prima generazione impiegano esclusivamente criteri sociali e ambientali esclusivi; i fondi di seconda generazione utilizzare criteri positivi che si concentrano su politiche e pratiche sociali e ambientali progressive; i fondi di terza

generazione applicano criteri sia esclusivi che positivi per valutare e selezionare il potenziale degli investimenti rispettosi dell'ambiente.

I *Carbon Funds* raggruppano una varietà di fondi di carbonio per contribuire a finanziare progetti di riduzione delle emissioni di gas serra volti a frenare i cambiamenti climatici. Agendo come uno schema di investimento collettivo, un fondo di carbonio riceve denaro da investitori per l'acquisto di crediti di riduzione delle emissioni di CO₂.

L'*assicurazione verde* comprende in genere due aree di prodotto: 1) prodotti assicurativi che differenziano i premi assicurativi sulla base delle caratteristiche ambientali (valutazione del rischio ambientale, audit ambientale e gestione in tutti gli aspetti); 2) prodotti assicurativi su misura per la tecnologia pulita e per le attività di riduzione delle emissioni (assicurazione per l'industria verde, assicurazione verde per la nano-tecnologia, assicurazione auto verde, assicurazione per l'efficienza energetica, carbonio schemi di compensazione ecc.).

I *Carbon Insurance* sono prodotti assicurativi offerti dall'istituto finanziario per gestire la volatilità dei prezzi del carbonio.

2.3. I Green Bond: focus specifico

Come espresso per paragrafo 1.4. un'obbligazione verde è un'obbligazione emessa da istituzioni pubbliche o private i cui proventi vengono utilizzati per finanziare progetti rispettosi dell'ambiente ed offre agli investitori un modo per guadagnare reddito esente da imposta e ottenere la soddisfazione di sapere che i proventi del loro investimento saranno utilizzati in modo positivo. Anche gli emittenti ne beneficiano, dal momento che il “verde” può aiutare ad attirare un nuovo sottoinsieme di investitori, e una domanda più alta, a sua volta, equivale a ridurre i costi di finanziamento.

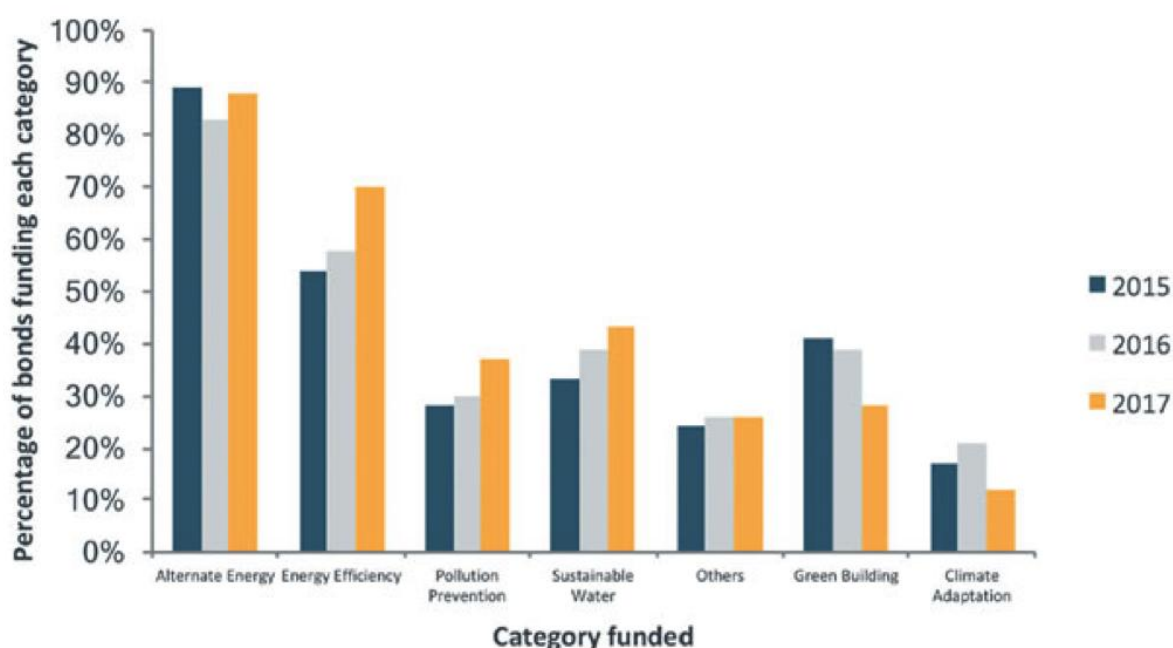
La prima obbligazione verde è stata emessa nel 2007 dalla Banca europea per gli investimenti come legame strutturato incentrato sulle energie rinnovabili e l'efficienza energetica e nel 2008, la Banca Mondiale ha lanciato il primo green bond etichettato che si concentra sulla mitigazione dei cambiamenti climatici e sui progetti di adattamento.

La maggior parte delle obbligazioni verdi emesse sono “utilizzo di proventi” o “obbligazioni collegate”, in cui i proventi raccolti da una vendita di obbligazioni sono destinati a progetti verdi e sono supportati dal bilancio dell'emittente. Altri tipi di obbligazioni verdi sono

obbligazioni di ricavo “*user of proceeds*”, obbligazioni di progetto verdi e obbligazioni cartolarizzate verdi e possono supportare varie iniziative⁵⁶.

L’indice Bloomberg Barclays MSCI Global Green Bond⁵⁷ è stato concepito per offrire una misura oggettiva e robusta del mercato globale per i titoli a reddito fisso i cui proventi vengono utilizzati per finanziare progetti con benefici ambientali diretti ed è utile per capire meglio come si è evoluto il mercato dei bond verdi e dove potrebbero incontrare opportunità di crescita.

Figura 2: Cosa finanziano i Green Bonds



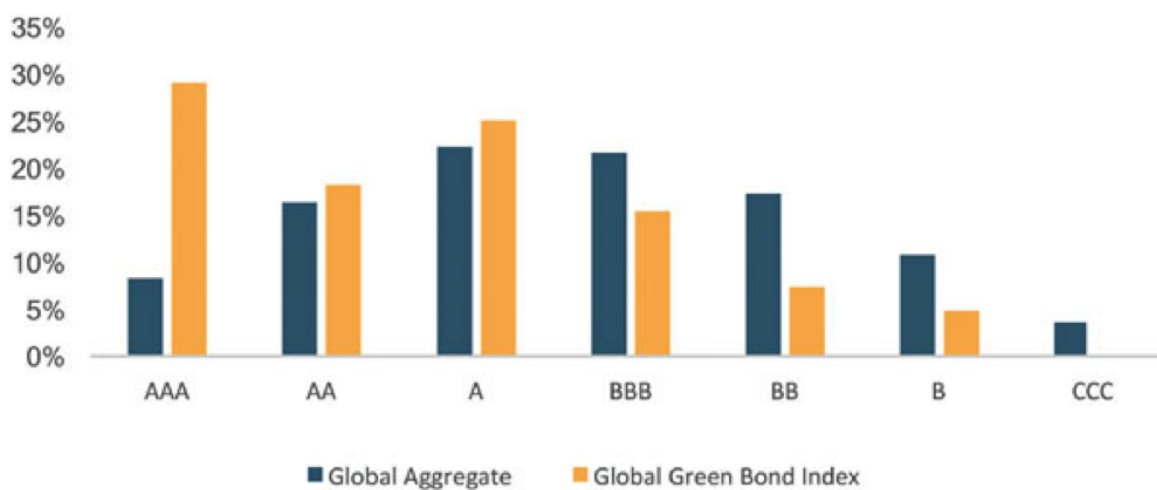
Fonte: *Bloomberg Barclays Indice MSCI Global Green Bond*, MSCI ESG Research, al 31/12/2015, 30/12/2016, 11/30/2017.

Come visibile nella Figura 2, l’utilizzo più comune dei proventi è stato rilasciato per progetti di energia alternativa con le categorie di efficienza energetica in rapida crescita. I progetti per l’acqua sostenibile - come il trattamento delle acque reflue e la conservazione dei bacini idrici - e i progetti di prevenzione dell’inquinamento - compresi bonifica e riciclaggio ambientali - sono stati notati per quasi il 40% dei green bond idonei all’indice emessi nel 2017.

⁵⁶ Yun T.Z., (2017), *InTheKnow: What are green bonds?*, in The Edge Markets, consultabile al link: <http://www.theedgemarkets.com/article/intheknow-what-are-green-bonds>

⁵⁷ MSCI, Bloomberg, Barclays, (2018), *The Green Bond Evolution*, in Environmental Finance, consultabile al link: <https://www.environmental-finance.com/content/the-green-bond-hub/the-green-bond-evolution.html>

Figura 3: Chi ha emesso obbligazioni verdi?



Fonte: *Bloomberg Barclays Indice MSCI Global Green Bond*, *MSCI ESG Research*, al 31/12/2015, 30/12/2016, 11/30/2017.

2.4. Il mercato dei green bond in Europa

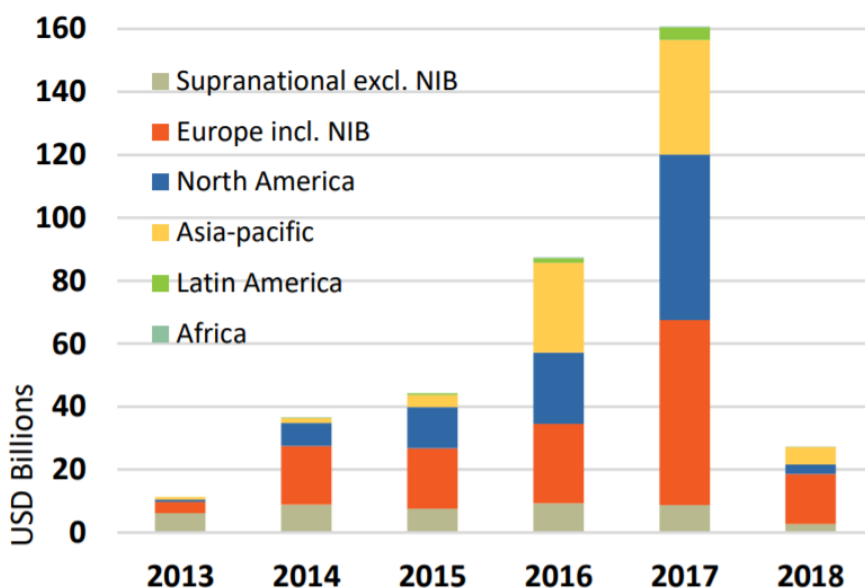
La prima obbligazione verde è stata emessa nel 2007 dalla Banca europea per gli investimenti (BEI) per raccogliere fondi per progetti legati al clima e l'Europa è rimasta una pietra angolare del mercato globale delle obbligazioni ecologiche, con emissioni cumulative per un totale di EUR122 miliardi, rappresentando il più grande mercato regionale⁵⁸.

Gli emittenti europei coprono il continente e lo spettro dei tipi di emittenti con 145 entità pari a più di un terzo del totale globale. Gli emittenti comprendono 48 società nel settore energetico, 35 istituzioni finanziarie, 23 società immobiliari, 17 governi locali e tre sovrani.

Figura 3: le emissioni europee di Green Bonds

⁵⁸ Climate Bonds Initiative, (2018), *The Green Bond Market in Europe 2018*, consultabile al link: https://www.climatebonds.net/files/reports/the_green_bond_market_in_europe.pdf

European issuance: 37% of global total**



** Total global issuance (2007 - Q1 2018): USD377bn

European issuance since 2010, i.e. first European issue: USD141bn

Fonte: Rado G., (2018), *New Report: The Green Bond Market in Europe*, in Climate Bond Initiative, consultabile al link: <https://www.climatebonds.net/2018/05/new-report-green-bond-market-europe>

Le società non finanziarie hanno contribuito con un terzo di obbligazioni verdi emesse fino ad oggi. Tuttavia, i primi 10 emittenti sono solo in due settori: energia (Iberdrola, Engie, TenneT Holdings, Enel, Innogy, Nordex, Gas Natural Fenosa, Senvion) e proprietà (Unibail-Rodamco, Vasakronan).

Le istituzioni finanziarie rappresentano, invece, un quarto dell'emissione cumulativa. Il più prolifico tra loro - con 100 green bond - è CreditAgricole CIB (Francia).

Figura 4: Nuovi emittenti e contributi

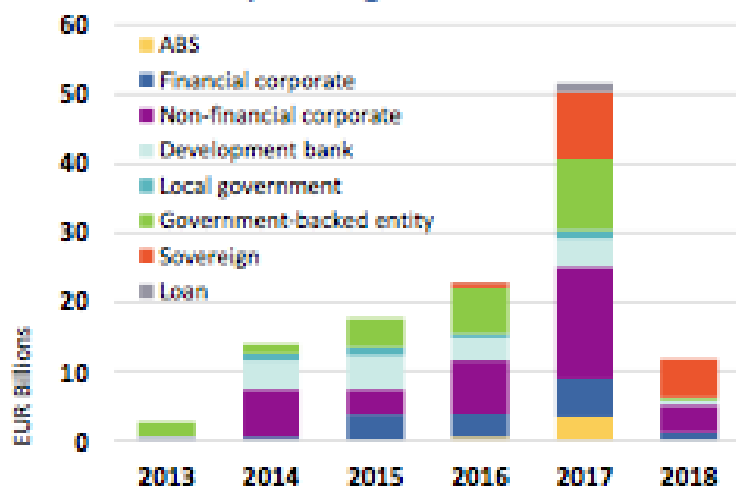
New issuers make big contributions

Region	Country	2017	Issued (EUR m)	Q1 2018	Issued (EUR m)
	France	6	11,823	1	100
	Italy	5	4,176		
	Germany	5	2,530		
	UK	4	1,876		
	Spain	3	1,620		
	Switzerland	3	766		
	Belgium			2	4,600
	Austria	1	300		
Nordics	Sweden	10	2,506	2	150
	Norway	4	259	1	1,000
	Denmark	2	1,750		
	Iceland			1	163
	Finland	1	100		
CEE	Lithuania	1	300		
	Poland	1	137		
	Latvia	1	20		
	Slovenia	1	14		
Total		48	28,177	7	6,012

Fonte: Rado G., (2018), *New Report: The Green Bond Market in Europe*, in Climate Bond Initiative, consultabile al link: <https://www.climatebonds.net/2018/05/new-report-green-bond-market-europe>

Figura 5: il volume generato dalle attività non finanziarie

Non-financial corporates generated a third of volume



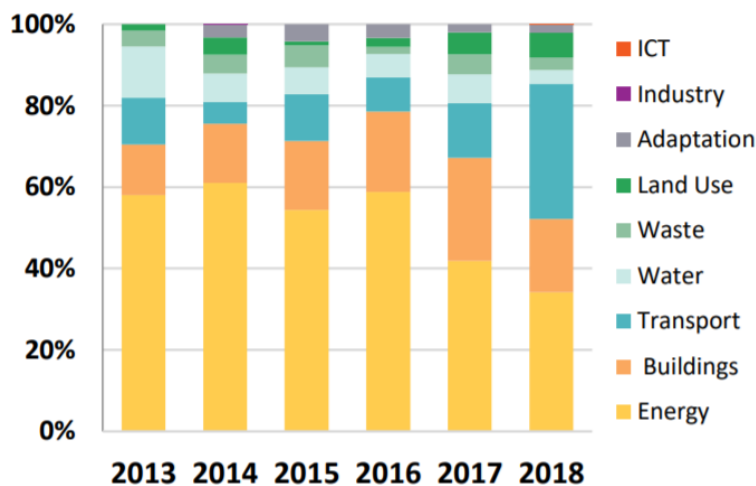
Fonte: Climate Bonds Initiative,

(2018), *The Green Bond Market in Europe 2018*

Per quanto riguarda la selezione dei progetti a cui associare i green bonds, gli emittenti europei hanno sempre stanziato una parte sostanziale dei proventi delle obbligazioni verdi nel settore energetico. Tuttavia, la quota di energia nel mix complessivo è diminuita negli ultimi anni poiché sono aumentati gli importi incanalati verso edifici e trasporti.

Figura 6: Allocazioni energetiche di Green Bond

Energy allocations dominate but less so in 2017/18



Fonte: Rado G., (2018), *New Report: The Green Bond Market in Europe*, in Climate Bond Initiative, consultabile al link: <https://www.climatebonds.net/2018/05/new-report-green-bond-market-europe>

2.4.1. La strutturazione del mercato : il settore energetico

Gli emittenti del settore energetico rappresentano oltre il 60% delle assegnazioni di energia mentre la restante quota proviene da “aggregatori”: governo locale, istituzioni sovrane ed istituzioni finanziarie .

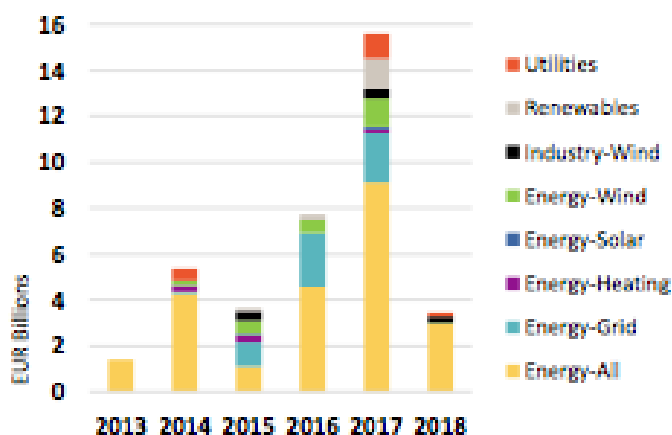
Gli emittenti del settore energetico utilizzano circa il 90% dei proventi delle obbligazioni verdi per investimenti energetici stanziando il rimanente 10% in fondi per la gestione di edifici, acqua e rifiuti.

L’emissione di energia è dominata dai titani europei nel settore dell’energia come EDF, Enel, Engie, Iberdrola e dagli operatori di rete - TenneT Holdings (Paesi Bassi), NTE (Norvegia), Fingrid (Finlandia), Latvenergo (Lettonia) - che collegano l’energia rinnovabile alla rete per migliorarne l’efficienza.

Energia eolica, solare e altre fonti rinnovabili rappresentano un volume simile ed in questo settore spiccano SSE (Regno Unito), Hera e Iren (Italia) che, seppur operatori introdotti nel mercato di recente, hanno il potenziale per aggiungere volume in termini di dimensioni.

Figura 7: cosa emettono le compagnie

Many types of energy companies issue



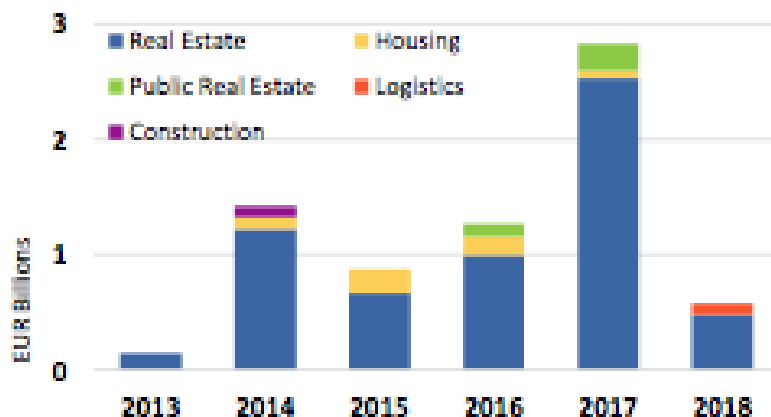
Fonte: Climate Bonds Initiative, (2018), *The Green Bond Market in Europe 2018*

2.4.2. La strutturazione del mercato: il settore immobiliare

Gli emittenti del settore immobiliare hanno stanziato circa il 90% dei proventi obbligazionari verso gli edifici, ma anche per le energie rinnovabili in loco, i retrofit di efficienza idrica, aggiungendo stazioni di ricarica per veicoli elettrici e migliore connettività IT.

Figura 8: varietà di operazioni immobiliari effettuate con obbligazioni verdi

Variety of property assets funded by green bonds

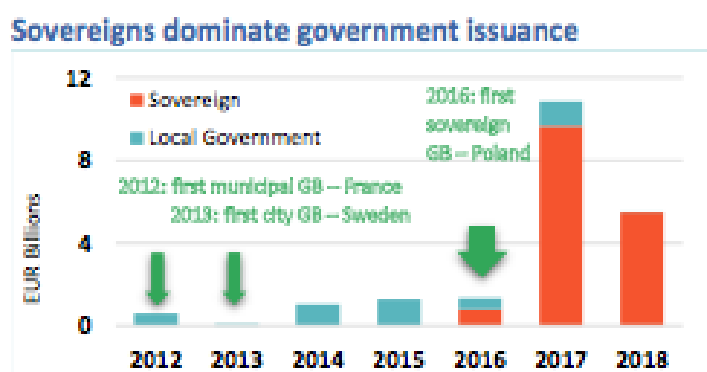


Fonte: Climate Bonds Initiative, (2018), *The Green Bond Market in Europe 2018*

2.4.3. Il settore pubblico come traino del mercato GB (Green Bonds)

Il settore pubblico è, in Europa, il settore di traino di tutti i Green Bonds. L'emissione del settore pubblico è iniziata nel 2010 in Norvegia e da allora si è riscontrato un flusso costante di emissioni da città, comuni ed entità sostenute dal governo, in particolare nei paesi nordici ed in Francia: il primo emittente del governo locale è anche il più grande: Île-de-France a cui segue lo Stockholms Läns Landsting e City of Gothenburg (Svezia). Gli emittenti francesi rappresentano il 44% dell'emissione locale governativa ed i dieci emittenti svedesi rappresentano un ulteriore 42%. Il saldo è stato emesso da City of Oslo (Norvegia) e Cantone di Ginevra (Svizzera).

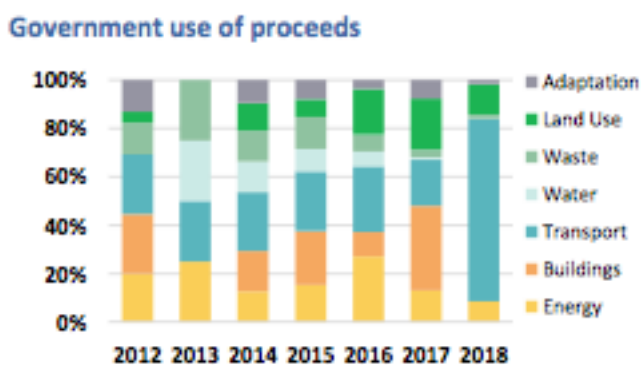
Figura 9: L'emissione governativa di Green Bonds



Fonte: Climate Bonds Initiative, (2018), *The Green Bond Market in Europe 2018*

A livello di allocazione, i quadri sovrani green bond dispongono di un'ampia gamma di categorie di investimento. I principali sono edifici, uso sostenibile del territorio e trasporto a basse emissioni di carbonio. Tuttavia, le allocazioni effettive possono variare da obbligazioni a obbligazioni.

Figura 10: i settori sostenuti dalle obbligazioni verdi "sovrane"



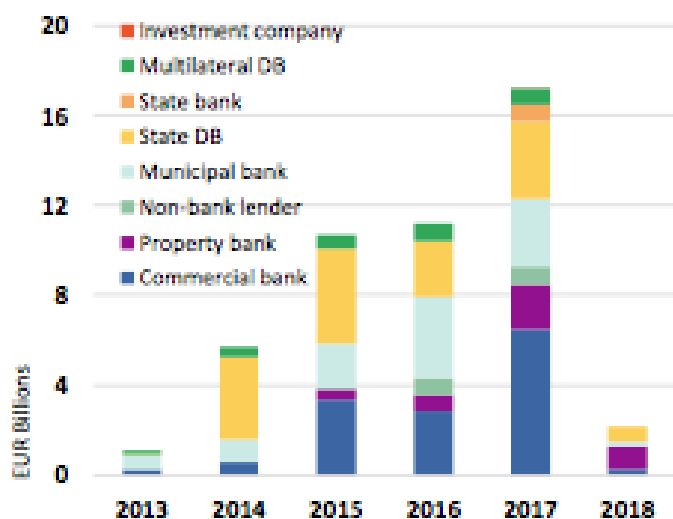
Fonte: Climate Bonds Initiative, (2018), *The Green Bond Market in Europe 2018*

2.4.4. Il ruolo delle istituzioni finanziarie

Le istituzioni finanziarie sono emittenti di obbligazioni verdi attive iniziata nel 2010 quando NIB e KBN sono entrati per la prima volta nel mercato. Le banche hanno usato principalmente obbligazioni senior non garantite per finanziare programmi di prestito ipotecario per l'energia nel programma case efficienti (ABN AMRO, Barclays) e per proprietà commerciali (BerlinHyp, LBBW), ma hanno anche coperto obbligazioni.

In generale le banche europee detengono i primi 7 posti nel ranking proposto dall'agenzia Thomson Reuters⁵⁹. Più di una dozzina di gestori patrimoniali europei hanno istituito fondi dedicati.

Figura 11:le istituzioni finanziarie : composizione



Fonte: Climate Bonds Initiative, (2018), *The Green Bond Market in Europe 2018*

2.5. Una panoramica sui Green Bond in Italia

Più della metà degli emittenti italiani ha debuttato nel 2017 anche se il mercato italiano dei bond verdi è stato lanciato nel 2014 con offerte provenienti dalla società multi utility Hera e dalle società energetiche Enna Energia e Innovatec.

Il volume degli affari dell'anno scorso è stato pari a 2,9 miliardi di euro e rappresenta un aumento di volume pari ad otto volte quello del 2016.

⁵⁹ All'inizio del 2017 tra i primi 10 sottoscrittori figurano Credit Agricole CIB, HSBC, SEB, BNP Paribas, Barclays, Societe Generale, Deutsche Bank, Natixis, Santander e ING.

Le società del settore energetico dominano il mercato con il 77% del totale delle emissioni. All'interno del settore, il 73% dell'emissione proviene dall'energia aziende, un quarto delle utilities e il 2% delle società grid.

Enel è il più grande emittente italiano con 2,5 miliardi di euro e si è impegnata a continuare a sostenere lo sviluppo del mercato.

Nel 2017, Intesa Sanpaolo è diventata la prima banca italiana ad entrare nel mercato con un'obbligazione verde di 500 milioni di euro destinata a fonti di energia rinnovabile ed a prestiti verdi per la costruzione.

Il primo accordo del settore pubblico è arrivato con la compagnia ferroviaria Ferrovie dello Stato Italiane legame, che potrebbe essere il primo di molti, dati i 94 miliardi di euro di investimento identificato nel piano industriale 2017-2026 dell'impresa.

A livello di composizione, il 70% è destinato all'energia rinnovabile; il trasporto ha raggiunto il 20% ed il resto dei proventi sono distribuiti tra edifici, acqua e rifiuti.

In Italia sta emergendo anche la diversità degli strumenti di debito : la società energetica Terna ha emesso il primo prestito di finanziamento di progetti verdi per finanziare la Linea di trasmissione Tacuarembó in Uruguay ed alla fine del 2017 Enel ha emesso un BRL22m (5,6 milioni di euro) in obbligazioni verdi per finanziare due progetti di energia eolica in Italia ed in Brasile. Questo è anche il primo accordo italiano certificato sui vincoli climatici.

Oltre il 99% delle offerte in volume beneficia di un parere di seconda parte, con oltre il 60% fornito da Vigeo Eiris.

In termini di numero di affari, Vigeo Eiris e DNV GL rappresentano entrambi il 40% degli SPO.

Come presidente del G7 2017, infine, l'Italia ha inserito la finanza verde tra le priorità e la borsa Italiana è entrata a far parte dell' e creare un segmento dedicato per Greene Social Bond nel marzo 2017.

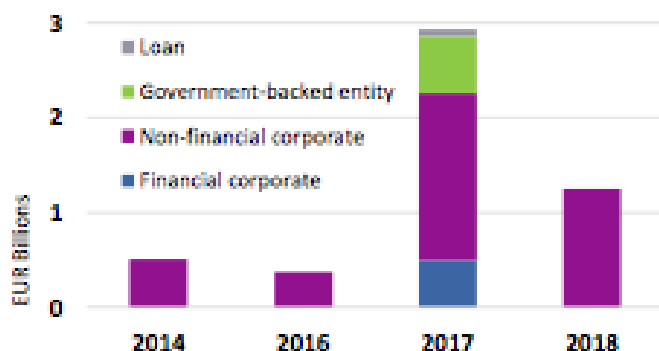
Nel gennaio 2018, Foresight's Italian Green Bond Fund⁶⁰ è diventato il primo fondo obbligazionario italiano dedicato al finanziamento di progetti per le infrastrutture mentre

⁶⁰ Il fondo, che ha come obiettivo una chiusura finale di 200 milioni di EUR, prevede la sua seconda chiusura entro la fine dell'anno. Si è visto completare il suo primo investimento entro la fine di questo trimestre. Tra gli obiettivi possibili ci sono il solare, il vento, il waste to energy (WtE), la biomassa e la digestione anaerobica (AD) e progetti di efficienza energetica. La previsione ha rilevato che tali schemi hanno tipicamente una capacità di indebitamento compresa tra 5 milioni e 15 milioni di EUR.

Eurizon ha lanciato il fondo Eurizon -Absolute Green Bonds, il primo fondo internazionale per le obbligazioni verdi gestito da un gestore patrimoniale italiano.

Figura 12: Italia: panoramica sulla composizione degli emittenti

Non-financial corporates drive issuance

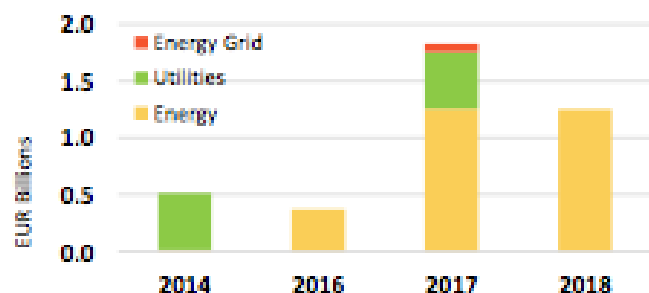


Fonte: Climate Bonds Initiative, (2018),

The Green Bond Market in Europe 2018

Figura 13: Italia: il volume di affari delle aziende energetiche

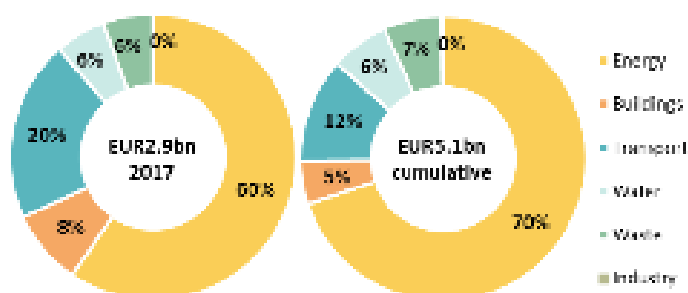
Energy companies 73% of energy sector volumes



Fonte: Climate Bonds Initiative, (2018), *The Green Bond Market in Europe 2018*

Figura 14: Italia : energie rinnovabili ed uso dei proventi

Renewables dominate use of proceeds



2.5.1. La borsa italiana ed il valore GB

la Borsa Italiana riveste un ruolo attivo nel promuovere la definizione di standard informativi in grado di favorire lo sviluppo dei Green Bonds. Oltre a far parte della Sustainable Stock Exchanges Initiative sostenuta dalle Nazioni Unite con il fine di sostenere la transizione ad un'economia a basso impatto ambientale, aderisce attraverso London Stock Exchange Group alla Climate Bonds Initiative ed è tra gli osservatori dei Green Bonds Principles dell'ICMA, International Capital Markets Association. Il London Stock Exchange Group è anche tra i firmatari del Paris Pledge for Action.

Nell'ultimo anno si è impegnata a sensibilizzare gli emittenti a fornire ai mercati un'informativa più completa sulle proprie politiche ESG, avendo rilevato che, nei processi decisionali degli investitori, esse rivestono un ruolo sempre più rilevante. Inoltre ha messo a disposizione del mercato una serie di strumenti per meglio identificare ed analizzare il mondo della finanza sostenibile, quali:

- a. Indici ed analisi (sito FTSE)
- b. Mercato dei Green Bond di Londra (sito)
- c. Elenco degli strumenti green e/o social in negoziazione sui mercati MOT ed ExtraMOT.

In merito a quest'ultima iniziativa in particolare, a partire dal 13 marzo 2017, Borsa Italiana ha deciso di offrire agli investitori istituzionali e retail la possibilità di identificare gli strumenti i cui proventi vengono destinati al finanziamento di progetti con specifici benefici o impatti di natura ambientale ("green bonds") e/o sociale ("social bonds"). L'identificazione passa attraverso la certificazione iniziale di un soggetto terzo indipendente e il rinnovo, almeno annuale, dell'informativa riguardante l'utilizzo stesso dei proventi.

Contestualmente al lancio del nuovo segmento, è entrato in negoziazione su ExtraMOT PRO il più grande green bond corporate a livello europeo, emesso da Enel Finance International N.V. e garantito da Enel S.p.A. per un controvalore complessivo di 1,25 miliardi di euro, con cedole annuali pari all'1,00% del valore nominale e scadenza 16 settembre 2024.

Borsa Italiana è inoltre consapevole dell'importanza delle obbligazioni cosiddette *climate-aligned* ossia emesse da aziende la cui attività rientra nei settori che sostengono la transizione a una economia a basso impatto ambientale. Questi strumenti pur non rientrando nell'elenco degli strumenti obbligazionari "green" e/o "social" sono tuttavia desumibili dal settore di appartenenza della società emittente ExtraMOT PRO.

2.5.2. Il parere Consob in materia di green bonds e la spinta verso la Green/Ethic Finance

Nel 2017, quando è stato proclamato il lancio dei secondi Green Bonds di Enel di cui parleremo nel prossimo capitolo, dalla Consob arriva una proposta per dare una “marcia in più” al fine di valutare l’ipotesi da parte del Tesoro di emettere BTP verdi per portare i risparmi delle famiglie verso un impiego sostenibile per l’ambiente con taglio e regime fiscale proprio dei decennali del debito pubblico e quindi a vocazione retail⁶¹.

Il mercato dei green bond, secondo la relazione Consob⁶², trova in Italia la sua principale piazza di negoziazione regolamentata conseguente al grado di sviluppo del mercato secondario dei bond in genere. Con riguardo a tali strumenti, Borsa Italiana SpA ha deliberato a marzo 2017 alcune modifiche al proprio Regolamento e le modifiche sono state, come richiesto dal TUF, sottoposte alla CONSOB che le ha approvate, con delibera del 17 maggio 2017⁶³. Nelle modifiche si stabilisce che Borsa Italiana attribuisca specifica indicazione della natura ambientale/sociale dell’obbligazione, a condizione che essa sia “certificata” da un soggetto terzo, dotato di determinate caratteristiche e con evidenza scritta che tale soggetto i) sia effettivamente indipendente dall’emittente; ii) remunerato secondo modalità che prevengano possibili conflitti di interesse; iii) abbia idonea expertise. Infine, gli emittenti sono tenuti almeno una volta l’anno a comunicare l’impiego effettivo dei proventi nei progetti, pena la possibilità di subire, da parte di Borsa Italiana, l’eliminazione della indicazione degli strumenti finanziari dalla sezione del sito Internet dedicata ai green/social bond.

L’iniziale quotazione degli strumenti, peraltro, non avviene in Italia e le emissioni, anche quando hanno coinvolto emittenti italiani, sono gestite all’estero (ad es. Lussemburgo, Irlanda, Olanda), attraverso società controllate che curano l’intero approvvigionamento finanziario di un gruppo, operando nei territori in cui sono presenti e stabiliti i principali

⁶¹ Bartolini M.,(2017), *La Consob spinge i BTP Green*, in *Il Sole 24 Ore*, consultabile al link: http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2017-09-27/la-consob-spinge-btp-green-063841.shtml?uuid=AExCiMaC&refresh_ce=1

⁶² Genovese A., (2017), *Ciclo di audizioni informali sulla Risoluzione n. 7-01191 Fregolent “Interventi in materia fiscale, assicurativa e finanziaria sulle tematiche ambientali”*, consultabile al link: http://www.consob.it/documents/46180/46181/audizione_20170926_genovese.pdf/24cb73c7-29c5-4ee2-a16e-e30a50b5571e

⁶³ CONSOB, (2017), *Delibera 20003 - Approvazione delle modifiche al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti dalla Borsa Italiana spa*, consultabile al link: <http://www.consob.it/web/area-pubblica/bollettino/documenti/bollettino2017/d20003.htm>

player finanziari, su scala globale⁶⁴. I gruppi italiani coinvolti sono attivi nei settori energetici e delle utilities ma, continua la relazione i green bond sono stati emessi anche da soggetti bancari con modelli di business orientati anche ai temi della sostenibilità ambientale e sociale, alcuni dei quali risultano membri effettivi dell'ICMA. I bond corporate trattati sull'apposito segmento di Borsa Italiana sono emessi con taglio minimo di 100 mila euro ed include anche le quote di fondi etici.

In relazione a tali prodotti, diversamente da quanto visto per le obbligazioni "green", qualche riferimento normativo specifico si trova anche nella disciplina (nazionale ed europea) in materia di risparmio gestito.

A livello nazionale, gli artt. 89 e 90 del Regolamento Intermediari della Consob (n. 16190/2007)⁶⁵ impongono rispettivamente ai soggetti abilitati specifici obblighi informativi – obblighi di trasparenza – nella documentazione d'offerta (prospetto e contratti) relativa a prodotti (quote/azioni di fondi comuni di investimento mobiliare/Sicav) e ai servizi finanziari qualificati come "etici" o "socialmente responsabili", nonché specifici obblighi di rendicontazione circa l'effettiva destinazione per iniziative di carattere sociale/ambientale dei proventi generati dai prodotti offerti e dai servizi prestati e la relativa misura. Questo tipo di prodotti viene confezionato e offerto tipicamente per il pubblico retail.

Non esistono tuttavia disposizioni di legge che regolamentino la denominazione ambientale dei fondi o dei gestori (SGR) o che vincolino le politiche di investimento di tali fondi verso progetti realmente sostenibili. Il ruolo di presidio è lasciato, anche in questo caso, come per i green bond, all'autodisciplina e all'autoregolamentazione.

Il riferimento dell'autodisciplina è EUROSIF (European Social Investment Forum) che è un'associazione transnazionale no-profit il cui scopo è promuovere il dibattito sulla sostenibilità da realizzarsi attraverso la funzione allocativa propria dei mercati finanziari e che

⁶⁴ La scelta sembra d dai vantaggi che, ingenerale, queste piazze possono offrire per lo svolgimento di attività economiche e finanziarie. Le obbligazioni green corporate trattate nel segmento dedicato di Borsa Italiana SpA , comunque, risultano emesse prevalentemente da società appartenenti a gruppi in cui è presente anche una società quotata stabilita in Italia.

⁶⁵ CONSOB, *Regolamento recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 in materia di intermediari adottato dalla Consob con delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007 e successivamente modificato con delibere n. 16736 del 18 dicembre 2008, n. 17581 del 3 dicembre 2010, n. 18210 del 9 maggio 2012, n. 19094 dell'8 gennaio 2015 e 19548 del 17 marzo 2016*), consultabile al link: <http://www.consob.it/documents/11973/65021/Regolamento+intermediari+n.+16160+del+29+ottobre+2007/4e7b839b-3dac-4cf4-9829-e53106e7ecde>

ha pubblicato nel 2004 delle “Linee guida per la trasparenza dei fondi di investimento retail socialmente responsabili”⁶⁶ a cui i gestori possono aderire su base volontaria.

L’adesione alle richiamate Linee Guida è tuttavia poco diffusa. I dati CONSOB più aggiornati consegnano poche unità di SGR etiche italiane aderenti su circa 165 SGR abilitate, per complessivi 10 fondi etici attivati su circa 1800 attivi.

Peraltro, al momento, soltanto un soggetto abilitato iscritto all’Albo tenuto da BdI ai sensi dell’art. 35 del Tuf (SGR)⁶⁷ ha una politica di selezione degli investimenti “esclusivamente” orientata a temi ambientali ed etici (in quanto gestisce solo “fondi cd. etici”), in aderenza ai criteri EUROSIF. Fra i soggetti attivi nel mercato dei prodotti di risparmio sostenibile potrebbero essere annoverati anche alcuni Fondi di investimento alternativi (FIA).

Al momento sono circa 20 i FIA autorizzati italiani, riservati a investitori istituzionali, nel cui oggetto di investimento è esplicitamente previsto un riferimento alla tematica ambientale (principalmente connessa alle questioni energetiche e al finanziamento di progetti dediti allo sviluppo di impianti per la produzione di energie alternative o rinnovabili). Tuttavia nessuno di tali gestori aderisce alle Linee guida EUROSIF in tema di finanza etica.

Ecco perché la valorizzazione del carattere ambientale dell’investimento sembra piuttosto perseguita in termini di strategia commerciale e di diversificazione dell’offerta.

Altri prodotti di risparmio sostenibile sono le quote di fondi EuSEF, la cui disciplina è europea e, a differenza di altre, include presidi di genuinità dei prodotti. Per fregiarsi della denominazione “Fondo EuSEF” (le cui quote sono offerte principalmente ad investitori professionali, v. art. 6 del Regolamento UE n. 346/2013⁶⁸) almeno il 70% della raccolta deve essere investita in “imprese sociali”, attive in numerosi ambiti, tra cui quello della tutela dell’ambiente ove corredata di un impatto sociale, come ad es. la lotta all’inquinamento, il riciclaggio e le energie rinnovabili (v. artt. 3, 10 del Regolamento citato).

Si prevedono, infine, puntuali obblighi di trasparenza nei confronti degli investitori (art. 14, Regolamento citato) e di rendicontazione dell’attività verso l’autorità di vigilanza competente

⁶⁶ EUROSIF, (2016), *Prospetto di adesione al codice europeo sulla trasparenza degli investimenti socialmente responsabili*, ETICA SGR Italia, consultabile al link: http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2016/08/Transparency-Code-2016_Etica-SGR.pdf

⁶⁷ T.U.F. (Testo Unico della Finanza), (2017), *Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58. Aggiornato con le modifiche apportate dal D.Lgs. n. 233 del 15.12.2017 in vigore dal 28.2.2018*, CONSOB, consultabile al link: http://www.consob.it/documents/46180/46181/dlgs58_1998_in_vig_2018.pdf/0fe608b5-aa7b-41af-a0ca-2164f9471fe8

⁶⁸ European Commission, *Regolamento (UE) n. 346/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 17 aprile 2013, relativo ai fondi europei per l’imprenditoria sociale* Testo rilevante ai fini del SEE, consultabile al link: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A32013R0346>

(art. 13, Regolamento citato). Sulla diffusione del fenomeno, ancora limitata in generale e assente in Italia, possono essere inclusi nel novero dei prodotti di risparmio sostenibile anche prodotti preassemblati (PRIIPS, di cui al Regolamento UE n.1286/2014⁶⁹), destinati a investitori al dettaglio e che dichiarino obiettivi sociali o ambientali specifici⁷⁰. Tra l'altro, possono essere annoverati fra i prodotti di risparmio sostenibile anche i nuovi titoli di solidarietà previsti dal Codice del Terzo Settore. Il d. lgs. n.117 del 3 luglio 2017⁷¹, infatti, apre a determinati soggetti che si occupano di tematiche ambientali nuove prospettive di finanziamento agevolato, puntando però anche a presidiare la effettiva destinazione del finanziamento allo scopo per il quale la provvista è stata domandata e raccolta.

L'art. 77 del citato Codice prevede che, al fine di favorire il finanziamento e il sostegno delle attività svolte da Enti del terzo settore cd. non commerciali (ex art. 79, co. 5 del Codice), gli istituti di credito autorizzati ad operare in Italia possano emettere specifici "titoli di solidarietà" sui quali gli emittenti non applicano le commissioni di collocamento e non versano il contributo di vigilanza alla CONSOB. Tali titoli sono soggetti a un dettagliato regime speciale e a significative agevolazioni fiscali anche per i sottoscrittori.

Quanto sin qui sinteticamente rappresentato significa che quando si parla di "moneta verde" o "finanza verde" si fa riferimento per lo più a un circuito di investimento che si auto-alimenta e si autoregola, solitamente abbastanza bene, in presenza di interessi che convergono verso un medesimo obiettivo. Ed il modello più praticato e virtuoso sembra essere quello dei green bond.

2.6. Legge 232/2016: Consob, T.U.F. e apertura alla raccolta di capitale di rischio

⁶⁹ Commissione Europea, *Regolamento (UE) n. 1286/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio del 26 novembre 2014 relativo ai documenti contenenti le informazioni chiave per i prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (Testo rilevante ai fini del SEE)*, consultabile al link: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX:32014R1286>

⁷⁰ Per l'uso di tale etichetta nel KID (Key Information Document) destinato ai sottoscrittori, si attendono, però, atti attuativi della Commissione Europea che specifichino le procedure per stabilire se un PRIIP miri ai predetti obiettivi

⁷¹ DECRETO LEGISLATIVO 3 luglio 2017, n. 117, *Codice del Terzo settore, a norma dell'articolo 1, comma 2, lettera b), della legge 6 giugno 2016, n. 106. (17G00128)*, (GU Serie Generale n.179 del 02-08-2017 - Suppl. Ordinario n. 43), consultabile al link: <http://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2017/08/02/17G00128/sg>

Con la Legge di Bilancio per il 2017 , il legislatore ha deciso di consentire, in via generale, a tutte le piccole e medie imprese, anche in forma di s.r.l., di accedere al crowdfunding come raccolta di capitale di rischio.

Si tratta di una estensione molto significativa, in quanto amplia notevolmente il novero delle società che potenzialmente attinte dal fenomeno dell'equity crowdfunding, soprattutto in considerazione delle caratteristiche del tessuto industriale italiano.

Per piccole e medie imprese, infatti, devono intendersi tutte le società che, in base al loro più recente bilancio, soddisfino almeno due dei seguenti criteri:

1. numero di dipendenti inferiore a 250,
2. totale dello stato patrimoniale non superiore a 43 milioni di Euro e/o (c) fatturato netto annuale non superiore a 50 milioni di Euro⁷².

Sono state, inoltre, ammesse ad effettuare offerte sui portali anche le c.d. imprese sociali⁷³.

Tale ampliamento dimostra la volontà del legislatore di consentire alle PMI, anche in forma di s.r.l., di accedere a canali di finanziamento diversi da quello bancario e di reperire così più facilmente i capitali necessari per realizzare i propri progetti.

L'obiettivo di favorire lo sviluppo delle PMI tramite la diffusione dello strumento del crowdfunding è alla base di altre novità normative, quali:

1. l'ampliamento del novero dei c.d. gestori di diritto alle SGR, SICAF e SICAV, seppur limitatamente all'offerta sui portali di quote o azioni di OICR che investono prevalentemente in PMI⁷⁴;
2. l'estensione a tutte le PMI in forma di s.r.l. del meccanismo semplificato di circolazione delle quote previsto da i commi 2-bis e ss. dell'art. 100-ter del TUF;
3. l'abrogazione dell'obbligo per gli intermediari di intestare le quote detenute per conto dei sottoscrittori (o degli acquirenti) direttamente a questi ultimi, trascorsi due anni della perdita di qualifica di start-up innovativa⁷⁵.

L'ampliamento del "bacino di utenza" del crowdfunding, d'altra parte, ha richiesto un rafforzamento delle misure a tutela degli investitori. In tal senso, il legislatore ha ritenuto

⁷² Cfr. comma 5-novies dell'art. 1 del TUF, che rinvia per la definizione all'articolo 2, paragrafo 1, lettera (f), primo alinea, del regolamento (UE) 2017/1129.

⁷³ Ai sensi dell'art. 1, co. 5-duodecies del TUF, per "imprese sociali" si intendono le imprese sociali ai sensi del decreto legislativo di cui all'articolo 1, comma 2, lettera c), della legge 6 giugno 2016, n. 106, costituite in forma di società di capitali o di società cooperativa.

⁷⁴ Si veda l'art. 50-quinquies, co. 2, del TUF

⁷⁵ È stato a questo proposito abrogato il comma del comma 2-quinquies dell'art. 50-quinquies

necessario di incrementare i poteri di controllo della Consob sull'attività dei portali. In particolare, è stato conferito all'Autorità il potere di convocare gli amministratori, i sindaci, e il personale dei gestori dei portali iscritti nell'apposito registro (art 50- quinquies, co. 6, del TUF).

In linea con questa esigenza, la Consob ha altresì modificato il regime sanzionatorio previsto nel Regolamento n. 18592 del 2013, in modo da renderlo più flessibile e sono state riviste, e ampliate, le ipotesi in cui l'Autorità può disporre in via cautelare la sospensione dell'attività del gestore.⁷⁶

A ciò deve aggiungersi che, nel documento recante gli esiti della consultazione relativa alla prima versione del regolamento sul crowdfunding la Consob ha chiarito che “i particolari profili caratterizzanti le offerte al pubblico delle quote di start-up innovative aventi forma societaria di s.r.l. riconducono tali strumenti alla nozione di prodotti finanziari e dunque le fanno rientrare in un concetto “allargato” di strumenti finanziari”.

Dal punto di vista tecnico, dunque, l'Autorità ha qualificato le quote come prodotti finanziari. Il richiamo a un “concetto allargato di strumenti finanziari” sembra, invece, da ricondursi allo specifico e limitato contesto del regolamento in esame, in cui la Consob ha incluso nella nozione di “strumenti finanziari” anche le quote.

La Consob, peraltro, sembra aver confermato questa impostazione anche nel documento di consultazione relativo alla revisione del regolamento pubblicato il 6 luglio 2017, nel passaggio in cui segnala come il comma 1-bis dell'art. 100-ter del TUF abbia “*la funzione di consentire a tutte le PMI costituite in forma di s.r.l. di offrire al pubblico come prodotti finanziari le relative quote sociali*”.

E forse, questa apertura, potrebbe far iniziare in Italia anche il Green Crowdfunding. Green Crowdfunding è una piattaforma di raccolta fondi online come Indigogo o Kickstarter, ma orientata verso progetti ambientali. Su queste piattaforme come *oneplanetcrowd*, le persone investono individualmente online in un determinato progetto e ricevono controparti di ritorno: compenso morale per una donazione, servizi relativi ai progetti, prodotti generati da questo progetto o anche prestiti con interessi. Anche se il meccanismo finanziario è più semplice e diretto, però, non ci sono meccanismi di assicurazione automatici come con Green Bonds.

⁷⁶ Cfr. artt. 22 e 23 del Regolamento Consob n. 18592 del 2013. In particolare, si segnala che, prima dell'ultima modifica del citato Regolamento, i provvedimenti cautelari potevano essere disposti dalla Consob soltanto in caso di gravi elementi idonei a far presumere la violazione di una disposizione atta a dar luogo alla radiazione dal registro. Oggi, invece, tali provvedimenti possono essere adottati anche qualora i gravi elementi siano idonei a far presumere l'esistenza di una violazione per la quale è prevista la semplice sospensione.

CAPITOLO 3

IL CASO ENEL

3.1. Considerazioni introduttive: i Big all'accordo di Parigi

In occasione della Giornata di Parigi su Clima e Finanza⁷⁷, i nove grandi marchi europei che si occupano di energia, trasporti, gestione dei rifiuti e immobili (EDF, Enel, ENGIE, Iberdrola, Icade, Paprec, SNCF Réseau, SSE e TenneT) si sono impegnati ad aumentare la propria attività in obbligazioni verdi ed hanno invitato altre imprese industriali a prendere in considerazione l'emissione di obbligazioni verdi.

Le promesse suggeriscono che le obbligazioni verdi diventeranno il fulcro del finanziamento dell'energia pulita ed, in effetti, l'emissione di obbligazioni verdi nel 2017 aveva già superato il miliardo di dollari USA il mese scorso, segnando un nuovo record annuale, secondo i dati della Climate Bonds Initiative (CBI)⁷⁸.

Finora, tutte e nove le società hanno emesso obbligazioni verdi per un totale di 26 miliardi di euro, che rappresentano oltre il 10% del totale dei titoli di stato in circolazione.

Alberto De Paoli, direttore finanziario di Enel, ha dichiarato: *“I legami verdi sono un potente strumento per promuovere e sostenere la transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio, ed Enel continuerà a svolgere un ruolo di primo piano nella loro crescita e sviluppo in corso nel capitale globale mercati”*⁷⁹.

⁷⁷ The Paris Green Bond Pledge, (2017), *Industrial Issuers Of €26 Billion In Green Bonds Pledge To Double Down On Green Financing*, comunicato stampa, consultabile al link: <http://www.climatefinanceday.com/wp-content/uploads/2017/12/Paris-Green-bonds-pledge-Press-Release-plus-pledge.pdf>

⁷⁸ Kenning T., (2017), *European industry and power giants put Green Bonds in the spotlight*, in PVTECH, consultabile al link: <https://www.pv-tech.org/news/european-industry-and-power-giants-put-green-bonds-in-the-spotlight>

⁷⁹ cfr. nota 52, cit. pag. 1

3.2. Enel il gruppo: lo stato dell'arte

Enel è una multinazionale del settore energetico e un operatore integrato leader nei mercati globali dell'elettricità e del gas, con particolare attenzione ai mercati europei e latinoamericani. Il Gruppo svolge attività in oltre 35 paesi, gestisce la generazione di oltre 84,9 GW di capacità installata netta e distribuisce elettricità e gas attraverso una rete di circa 2 milioni di chilometri⁸⁰. Enel, con quasi 64 milioni di utenti finali in tutto il mondo, ha la più grande base di clienti tra i suoi concorrenti europei ed è una delle aziende elettriche leader in Europa in termini di capacità installata e EBITDA segnalato.

Al 31 dicembre 2017, il Gruppo ha registrato un EBITDA di 15,7 miliardi di euro con oltre 62.900 dipendenti, operanti in una vasta gamma di impianti idroelettrici, termoelettrici, nucleari, geotermici, eolici, solari e di altre fonti rinnovabili. Oggi oltre il 47% dell'energia prodotta da Enel è prodotta senza emissioni di anidride carbonica, rendendola uno dei principali produttori di energia pulita nel mondo.

Enel ha un forte impegno in relazione alle fonti di energia rinnovabile e alla ricerca e sviluppo di nuove tecnologie verdi.

Enel Green Power (EGP) è la società del Gruppo quotata in borsa dedicata alla generazione di energia rinnovabile, oltre a gestire 38,3 GW di potenza installata netta basata su generazione idroelettrica, eolica, geotermica, solare e da biomassa in Europa, America e Africa. Enel Green Power è la società di energia rinnovabile con la tecnologia intelligente più diversificata tra i suoi concorrenti globali.

Enel è stata la prima compagnia energetica al mondo a sostituire i tradizionali contatori elettromeccanici con contatori intelligenti, che consentono di misurare i consumi in tempo reale e gestire i rapporti contrattuali da remoto. Attualmente, circa 26 milioni di clienti italiani sono dotati di contatori intelligenti sviluppati e installati da Enel. Il Gruppo ha installato 7 milioni di contatori intelligenti per la sua base clienti in Spagna, oltre a realizzare progetti pilota nelle città intelligenti di Búzios (Brasile) e Santiago (Cile). Questo strumento innovativo è la chiave per lo sviluppo di reti intelligenti, città intelligenti e mobilità elettrica.

La sicurezza è la priorità principale del Gruppo ed Enel adotta un approccio proattivo alla gestione di questo importante aspetto delle sue attività, con particolare attenzione alla prevenzione e alla promozione di una cultura della sicurezza.

⁸⁰ Tutte le informazioni riportate sono rintracciabili al link:
<http://corporativo.codensa.com.co/en/conocenos/Pages/enel-group.aspx>

Enel, quotata alla Borsa di Milano dal 1999, ha il maggior numero di azionisti di qualsiasi altra società italiana, con 849 milioni di investitori minori e istituzionali. Il principale azionista di Enel è il Ministero dell'Economia e delle Finanze d'Italia, che detiene il 23,6% del capitale azionario della società. Oltre a Enel, altre tredici società del Gruppo sono quotate nelle borse di Italia, Spagna, Russia, Argentina, Brasile, Cile e Perù.

L'impegno di Enel nei confronti dei valori sanciti dal Codice Etico, il suo rapporto di sostenibilità e l'adozione di best practice internazionali che promuovono la protezione ambientale, la trasparenza e il governo societario, hanno attratto fondi azionari internazionali, compagnie assicurative, fondi pensione e fondi etici come azionisti.

Come gruppo multinazionale, Enel è attivamente coinvolta nel consolidamento delle sue attività e nell'ulteriore integrazione delle sue attività.

In Italia, Enel è la prima compagnia elettrica.

Opera nel campo della generazione con centrali termoelettriche e fonti rinnovabili con un totale di 27,6 GW di capacità installata. Inoltre, Enel gestisce la maggior parte della rete di distribuzione elettrica in Italia.

Nella penisola iberica, dopo aver collocato un ulteriore capitale azionario del 22% della sua controllata spagnola Endesa alla Borsa di Madrid, Enel possiede ora il 70,1% della principale società elettrica in Spagna e la seconda in Portogallo. Endesa ha circa 22,7 GW di capacità installata e una forte presenza nel settore della distribuzione e vendita di energia elettrica e gas, con circa 12,4 milioni di clienti.

In Europa, Enel è presente anche in Slovacchia, dove possiede il 66% di Slovenské Elektrárne, il più grande generatore di elettricità del paese e il secondo più grande dell'Europa centrale e orientale.

In Romania, il Gruppo fornisce servizi a 2,4 milioni di clienti attraverso la sua rete di distribuzione. Anche in Romania, così come in Grecia, EGP possiede e gestisce impianti di generazione di fonti rinnovabili.

In Russia, Enel opera nel settore della generazione - dove la controllata Enel Russia possiede 8,8 GW di capacità termoelettrica - e nel settore della distribuzione al dettaglio, Enel possiede il 49,5% di RusEnergySbyt, uno dei maggiori fornitori indipendenti del paese. In Francia, Enel sviluppa attività nel settore dell'approvvigionamento di elettricità e gas.

Enel è un operatore importante nel mercato dell'energia in America Latina, dove la sua controllata Enersis è una delle principali società elettriche nel settore privato per capacità installata e numero di clienti. Le filiali di Enersis operano in cinque paesi, con capacità installata da fonti di energia termica, idroelettrica e altre fonti rinnovabili vicine a 20,5 GW e con 18,2 milioni di clienti. Nel settore generazionale, Enersis possiede e gestisce 4,42 GW in Argentina; 2,98 GW in Brasile; 7,47 GW in Cile; 3.47 GW in Colombia e 2.16 GW in Perù. Nel settore della distribuzione, il Gruppo è presente negli stati brasiliani di Cearà e Rio de Janeiro e in quattro delle principali città del Sud America: Bogotá, Buenos Aires, Santiago del Cile e Lima. Nel settore della trasmissione, Enersis gestisce una linea di interconnessione elettrica tra Brasile e Argentina. Allo stesso modo, Cile e Brasile, così come Costa Rica, Guatemala.

In Nord America , EGP North America possiede e gestisce impianti idroelettrici, eolici e solari.

In Africa , Enel è presente nel settore dell'esplorazione e della produzione di gas e sviluppa giacimenti di gas in Algeria ed Egitto. Attraverso Endesa, Enel gestisce anche una centrale termoelettrica in Marocco in Sud Africa.

Enel opera anche nella regione Asia-Pacifico attraverso Enel Green Power, Enel Trade ed Enel Investment Holding BV.

Il 15 gennaio 2016, Enel Green Power ha annunciato che la società ha iniziato la costruzione del suo nuovo progetto di vento Drift Sand da 108 MW in Oklahoma .

Il 13 gennaio Enel Green Power ha fatto il primo passo per entrare nel mercato tedesco delle energie rinnovabili con l'acquisizione del 78,6% della partecipazione in Erdwärme Oberland GmbH, società che ha recentemente sviluppato un progetto per la costruzione di un impianto geotermico in Baviera, con una capacità massima prevista vicina a 26 MW.

L'11 gennaio è stata approvata una scissione non proporzionale di EGP in Enel in occasione dell'Assemblea straordinaria degli azionisti di Enel ed Enel Green Power .

Il 4 gennaio, negli Stati Uniti, Enel Green Power ha venduto una partecipazione del 24% nel parco eolico Chisholm View da 235 MW e una partecipazione del 24% nel parco eolico Prairie Rose da 200 MW a GE Energy Financial Services per un valore complessivo approssimativo di 74 milioni di dollari USA. EGP continuerà a detenere una quota di maggioranza del 51% dei due parchi eolici attraverso il partenariato finanziario strategico recentemente costituito con GE Energy Financial Services.

Nella stessa data, EGP ha completato e collegato alla rete i primi 20 MW dei 97 MW del suo impianto fotovoltaico Carrera Pinto, situato nella regione cilena di Atacama .

Il 28 dicembre 2015, Enel Green Power ha iniziato la costruzione della centrale solare di Ituverava nello stato di Bahia , nel nord-ovest del Brasile. Una volta completato, Ituverava avrà una capacità installata totale di 254 MW , rendendolo il più grande impianto solare EGP attualmente in costruzione .

Il 22 dicembre Enel Green Power e F2i , il fondo infrastrutturale italiano, hanno sottoscritto un accordo per la creazione di un'equa joint venture a cui EGP ha trasferito gli asset solari italiani. La nuova joint venture ha un portafoglio di capacità installata di 207 MW e cerca di diventare il leader nel mercato fotovoltaico in Italia.

Nella stessa data, EGP ha iniziato la costruzione del suo parco eolico Sierra Gorda da 112 MW nella regione cilena di Antofagasta.

Il 18 dicembre Enel Produzione SpA ha firmato un contratto con EP Slovakia BV, controllata di Energetický a priemyslový holding (EPH), per la cessione della quota di partecipazione di Enel Produzione in Slovenské elektrárne , (Slovenské elektrárne), che è equivalente al 66% del capitale sociale di quest'ultima. La cessione avverrà mediante cessione dell'intera partecipazione detenuta da Enel Produzione in Slovenské elektrárne a una società di nuova costituzione (HoldCo) e l'eventuale cessione a EP Slovakia, in due fasi, del 100% del capitale sociale della HoldCo.

Sempre sullo stesso argomento, Enel Produzione e il Ministero dell'Economia della Slovacchia hanno firmato un Memorandum of Understanding il 21 dicembre.

Il 18 dicembre, a Santiago, in Cile, durante le Assemblee straordinarie delle controllate cilene Enersis, Endesa Chile e Chilectra, la prima fase della ristrutturazione aziendale volta a separare le attività di produzione e distribuzione di elettricità del Cile da quelle di altri paesi dell'America Latina è stata approvata.

Negli Stati Uniti , il 9 e il 18 dicembre, Enel Green Power ha messo in funzione due parchi eolici in Oklahoma, Goodwell, con una capacità di 200 MW, e Little Elk, con una capacità di 74 MW.

L'8 dicembre, a Parigi, durante la ventunesima Conferenza delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici (COP21), Nissan ed Enel hanno firmato un accordo volto a rivoluzionare il modo in cui consumatori e imprese gestiscono il proprio consumo energetico.

Le due aziende si sono riunite per sviluppare un sistema innovativo noto come Vehicle-2-Grid che consente ai conducenti e agli utenti di energia di operare come "centri energetici" individuali, con la possibilità di utilizzare, immagazzinare e restituire l'elettricità in eccesso a il network.

Il 27 novembre Enel e i sindacati italiani del settore elettrico Filctem-CGIL, Flaei-CISL e Uiltec-UIL, hanno raggiunto un accordo che consente un importante ricambio generazionale per ripristinare l'equilibrio occupazionale tra le generazioni più giovani e quelle più anziane . L'accordo prevede il prepensionamento di circa 6.000 lavoratori in Italia, mentre allo stesso tempo assumono 3.000 giovani nella forza lavoro nei prossimi cinque anni.

Il 26 novembre Enel Green Power SpA (EGP) ha chiuso la vendita del capitale sociale di Finerge Gestão de Projectos Energéticos, SA, una società interamente controllata che gestisce parchi eolici in Portogallo, raggiungendo una capacità installata netta di 642 MW, alla società portoghese First State Wind Energy Investments SA, per un totale di 900 milioni di euro. Con questa vendita, EGP si ritira dal mercato portoghese delle energie rinnovabili.

Il 25 novembre, in Brasile, dopo la gara pubblica *Leilão de Concessões*, EGP ha ottenuto la concessione trentennale per due impianti idroelettrici operativi con una capacità installata totale di 40 MW.

Il 18 novembre, a Londra, Enel ha presentato il suo piano strategico 2016-2019 ai mercati finanziari. Il nuovo piano quadriennale si basa sul piano 2015-2019 presentato a marzo 2015, che mantiene l'attenzione sul raggiungimento di un rendimento totale per l'azionista, sfruttando il posizionamento globale del Gruppo, la leadership in tutte le tecnologie e la diversificazione delle linee di business e geografie.

Il 17 novembre il Consiglio di Amministrazione di Enel ed Enel Green Power ha approvato un progetto per l'integrazione di EGP con Enel .

In data 13 novembre Enel Produzione e Fedaia Holdings S.à.rl, controllata lussemburghese del Fondo europeo delle infrastrutture Macquarie 4 (MEIF4), hanno firmato un accordo per la cessione dell'intero pacchetto azionario di Enel Produzione in Hydro Dolomiti Enel Srl (HDE), pari al 49% del capitale sociale, per circa 335 milioni di euro.

Il 12 novembre il Consiglio di Amministrazione di Enel ha analizzato la convenienza di utilizzare la rete elettrica gestita dalla controllata Enel Distribuzione SpA in Italia per costruire una rete in fibra ottica accessibile a tutti gli operatori di telecomunicazioni e ha

approvato la costituzione di una società per azioni, al fine di iniziare attività per operare in quel settore.

3.3. Il Green bond di Enel: la sfida del piano strategico 2018-2020

Enel è, come abbiamo visto, uno dei protagonisti nei mercati dell'energia e del gas in Europa e nello specifico è la più grande compagnia elettrica d'Italia e di Europa e la seconda più grande in termini di capitalizzazione di mercato⁸¹ ed è un'azienda per la quale *“L'energia è un pilastro fondamentale per rafforzare l'accesso al cibo, all'istruzione, all'assistenza sanitaria e, in generale, per consentire lo sviluppo sociale ed economico. La nostra sfida è sviluppare e implementare modelli di business e soluzioni tecniche per accelerare l'accesso all'energia specificamente nei paesi in via di sviluppo”*⁸².

Enel ha posto la sostenibilità ambientale, sociale ed economica come nucleo della sua cultura aziendale e sta implementando lo sviluppo di un sistema sostenibile che si basa sulla creazione di valore condiviso, sia all'interno che all'esterno dell'azienda, seguendo la tendenza del Creating Shared Value.

In linea con il piano strategico 2018-2020, Enel ha lanciato un nuovo green bond in Europa per gli investitori istituzionali. Il gruppo guidato da Francesco Starace ha emesso 1,25 miliardi di euro e include il rimborso in un'unica rata alla scadenza del 16 settembre 2026⁸³ con il pagamento di una cedola a tasso fisso pari a 1,125%, pagabile annualmente in via posticipata nel mese di settembre a partire dal 2018.

Ad emettere il green bond sarà Enel Finance International NV (EFI), una consociata interamente controllata di Enel SpA (Enel, con rating BBB + per S & P's, Baa2 per Moody's, e BBB + per Fitch) ed è riservato agli investitori istituzionali e sostenuto da una garanzia rilasciata da Enel.

Il bond verde sarà quotato sui mercati regolamentati delle borse irlandesi e lussemburghesi ed è ammesso alla negoziazione sul sistema multilaterale di negoziazione “ExtraMOT PRO” organizzato e gestito da Borsa Italiana.

Gli abbonamenti ricevuti per l'operazione ammontano a oltre 3 miliardi di euro, una parte dei quali è stata acquisita grazie alla significativa partecipazione detenuta dai cosiddetti

⁸¹ Unicredit, (2017), *Unicredit case study: Enel*, consultabile al link:

<https://www.gtb.unicredit.eu/sites/default/files/press/UniCredit%20Case%20Study%20on%20ENEL.pdf>

⁸²

⁸³ <https://www.francescostarace.it/en/media/news/d201802-francesco-starace-green-bonds-for-enel.html>

investitori socialmente responsabili (SRI) consentendo al Gruppo Enel di continuare a diversificare la base di investitori.

I proventi netti dell'emissione - effettuati nell'ambito del "Medium Term Note" - saranno utilizzati per finanziare e / o rifinanziare, in tutto o in parte, i progetti verdi ammissibili che Enel Group ha identificato secondo i Green Bond Principles e, più, specificamente, i progetti verdi ammissibili comprendono, a titolo di esempio, progetti per lo sviluppo, la costruzione e il repowering degli impianti di generazione di energie rinnovabili; la costruzione, la gestione e il funzionamento delle reti di trasmissione e distribuzione, sistemi di misurazione intelligenti. Il prezzo di emissione è stato fissato al 99,184% e il rendimento effettivo alla scadenza è pari all'1,225%.

Come detto, la transazione è coerente con la strategia finanziaria del Gruppo Enel definita nel Piano Strategico 2018-2020, e con l'impegno assunto da Enel l'11 dicembre 2017, in occasione del *Paris 2017 Climate Finance Day*⁸⁴ insieme ad altre 8 società industriali che emettono obbligazioni verdi per continuare a sviluppare il mercato dei bond verdi.

A tal riguardo, si segnala che il Gruppo Enel ha predisposto e pubblicato un nuovo Green Bond Framework⁸⁵, che è stato aggiornato in seguito alla presentazione del piano strategico 2018-2020, al fine di facilitare la trasparenza e gli impegni assunti dal Gruppo nei confronti delle obbligazioni verdi. Inoltre, nel giugno 2017 il Gruppo Enel ha istituito un Comitato Green Bond per la supervisione dell'implementazione del Green Bond Framework e il processo di allocazione dei proventi del green bond.

Il Gruppo Enel ha da tempo avviato iniziative specifiche rivolte nel campo dell' eGovernance Ambientale, Sociale (ESG) promuovendo il raggiungimento dei 17 Obiettivi di sviluppo sostenibile (OSS) delle Nazioni Unite. In particolare, il gruppo ha confermato e rafforzato, per il triennio 2018-2020, il suo impegno specifico per i seguenti SDG:

1. 800.000 beneficiari di un'istruzione di qualità entro il 2020, raddoppiando il precedente obiettivo di 400.000 beneficiari (SDG 4);
2. 3 milioni di beneficiari di accesso a energia pulita ea basso costo entro il 2020, principalmente in Africa, Asia e Sud America (SDG 7);
3. 3 milioni di beneficiari in termini di occupazione e crescita economica sostenibile e inclusiva entro il 2020, raddoppiando l'obiettivo precedente di 1,5 milioni (SDG 8);

⁸⁴ cfr. nota 52

85

4. cambiamenti climatici: riduzione delle emissioni a meno di 350gCO₂ / KWheq entro il 2020 (SDG 13).

L'operazione è stata guidata da un pool di banche comprendente Banca IMI, BNP Paribas, Credit Agricole CIB, HSBC, ING Bank, JP Morgan, Mediobanca, Natixis, SMBC Nikko, Société Générale, UBI Banca e UniCredit Bank come joint-bookrunner.

Figura 15: i dettagli dell'operazione Enel Green Bond 2017

Dettagli	
Emittente	Enel Finance International NV
Garante	Enel Spa
Maturity	16 settembre 2024
Importo	1,250 mld€
Coupon	1,000%
Rendimento	1,137%
Bookrunners	Banca IMI, BofAML, CACIB, CITI, DB, HSBC, JPM, Mizuho, Natixis, SMBC, Nikko, Unicredit
Book	2,650 mld€
Use of proceeds	Eligible Green Projects

Fonte: *Green Bond Framework, 2017*

Vigeo Eiris è stato incaricato di fornire un parere indipendente sulle credenziali di sostenibilità e sulla gestione del Green Bond emesso da ENEL Finance International NV secondo la metodologia di valutazione ambientale, sociale e di governance (ESG) di Vigeo Eiris e sull'allineamento con le linee guida volontarie di Green Bond Principles (GBP)⁸⁶.

Il parere si basa sulla revisione dei due componenti seguenti:

1. ENEL: valutazione basata su documenti delle prestazioni ESG, delle controversie e della capacità di mitigare questi rischi
2. Emissione: analisi della coerenza tra il quadro obbligazionario e la strategia e gli impegni di ENEL basata su documenti del quadro obbligazionario.

3.4. Il Green Bond Framework di Enel

⁸⁶ Vigeo Eiris Enterprise, (2018), *Second Party Opinion on the Sustainability of Enel's Green Bond*, consultabile al link: https://www.icmagroup.org/Emails/icma-vcards/Enel%202018_External%20Review%20Report.pdf

Previsto all'interno del Piano strategico 2017-2019, il Green Bond Framework di Enel⁸⁷, stabilisce l'importanza che Enel destina all'emissione di Green Bonds come strumento ideale per finanziare la transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio. E costruisce un quadro teorico, legale e finanziario in grado di facilitare la trasparenza, la divulgazione, l'integrità e la qualità delle emissioni di Enel Green Bond.

L'obiettivo è quello di attirare investitori socialmente responsabili (SRI) e, proprio per questo, il gruppo, all'inizio del 2016, ha istituito un'unità specifica all'interno del team IR interamente dedicata all'impegno in SRI. Oltre ad avere un dipartimento di sostenibilità e innovazione che riporta direttamente al CEO, l'Enel ha anche un Comitato di Corporate Governance e Sostenibilità volto ad assistere il Consiglio di Amministrazione d nelle valutazioni e decisioni relative alla corporate governance del Gruppo Enel e alla sostenibilità, svolgendo lavori preparatori allo scopo di presentare proposte.

Il Green Bond Framework di Enel si allinea ai quattro pilastri della GBP: utilizzo dei proventi, processo di valutazione e selezione, gestione dei proventi e reporting.

⁸⁷ ENEL, (2016), *Enel Green Bond Framework*, consultabile al link: [https://www.enel.com/content/dam/enel-com/investors/greenbond/Enel%20Group_Green%20Bond%20Framework%20\(December%202016\).pdf](https://www.enel.com/content/dam/enel-com/investors/greenbond/Enel%20Group_Green%20Bond%20Framework%20(December%202016).pdf)

CONCLUSIONI

Come abbiamo avuto modo di analizzare, quello che emerge dall'analisi degli strumenti finanziari green è la crescita eccezionale delle obbligazioni verdi in quanto prodotto i cui benefici sono diventati più evidenti sia per gli investitori che per gli emittenti.

Alla base di tale successo si possono riscontrare almeno sei motivazioni che, speriamo, aver trattato in maniera chiara durante la nostra trattazione:

1. I requisiti di divulgazione aiutano a comunicare la narrativa della sostenibilità

Per essere considerati verdi dagli investitori, i green bond spesso devono soddisfare volontariamente una serie di requisiti di informativa. Il più comune di questi sono i Green Bond Principles che forniscono indicazioni agli emittenti sul lancio di un'obbligazione verde e delineano le informazioni necessarie che gli investitori dovrebbero valutare per determinare il proprio impatto ambientale. L'allineamento con i Principi può aiutare le aziende ad adeguare la propria strategia di sostenibilità al pubblico degli investitori, nonché a fornire l'opportunità di creare indicatori di performance per garantire l'utilizzo di proventi da obbligazioni verdi.

2. Integrazione interna tra team finanziari e professionisti di sostenibilità

Nelle esperienze in cui i team finanziari si sono integrati con i team che studiano la sostenibilità, si è assistito alla capacità di attrazione di nuovi investitori e alla capacità di comunicare più chiaramente il valore finanziario delle obbligazioni verdi.

3. Aiuta a fornire fondi per iniziative di sostenibilità

Il vantaggio più evidente dei green bonds per le aziende è che possono fornire un capitale necessario per progetti legati alla sostenibilità. Spesso, i dipartimenti di sostenibilità operano con budget limitati, ma supportare la transizione di un'azienda verso un futuro più pulito può richiedere investimenti iniziali significativi.

4. La domanda rimane alta

Per gli investitori, i green bond consentono loro di investire in prodotti e iniziative sostenibili senza assumere rischi aggiuntivi, contribuendo anche alla copertura di determinati tipi di rischio climatico e nell'ultimo anno, i trend precedentemente presentati, dimostrano che gli investitori hanno effettivamente trovato le obbligazioni verdi meno rischiose rispetto alle obbligazioni regolari, indicate da una curva dei rendimenti più ristretta. Per le obbligazioni tradizionali, i rischi ambientali non dichiarati

sono spesso esclusi dal bilancio e possono successivamente culminare in perdite significative, mentre le obbligazioni verdi hanno già impatti ambientali. Per le aziende, questo si traduce in un mercato in crescita e ricettivo in cui possono lanciare investimenti.

5. Una curva di apprendimento fattibile per i team finanziari

La similitudine con le obbligazioni normali, rende i green più da “vendere” perché richiedono meno tempo al team finanziario per capire come strutturarli.

6. Migliora la reputazione dell’azienda e confermare i suoi impegni di sostenibilità

Infine, quando le aziende emettono un vincolo ecologico, tendono a ricevere molta attenzione. Ottenere il riconoscimento di un approccio innovativo verso la sostenibilità è un altro vantaggio per le aziende che li emettono.

Sono questi i motivi per cui, come ricorda il World Economic Forum⁸⁸, la decisione dell’amministrazione statunitense di ritirarsi dall’accordo sul clima di Parigi è solo un ostacolo alla lotta contro i rischi climatici. Ed, infatti, le reazioni hanno dimostrato che i governi di tutto il mondo sono fortemente impegnati ad onorare l’ambizioso accordo sul clima e la “classe di attivi” è cresciuta in modo esponenziale.

Come abbiamo detto, però, da un punto di vista legale, i legami verdi non sono normativamente controllati. Le obbligazioni sono, in un contesto finanziario, dipendenti da strutture normative e legislative esistenti che conferiscono un determinato significato al concetto e senza le quali un mercato ha poco senso. Ad esempio, gli strumenti a reddito fisso devono conformarsi, all’atto dell’emissione, ai requisiti della direttiva sul prospetto, una legge dell’UE che è applicata in ciascuno Stato membro. Ma non c’è nulla sulla legge che è specifica dei “legami verdi”, né che garantisce un certo uso dei proventi.

Questo vuoto giuridico è stato colmato da una serie di "principi" di ONG e gruppi industriali come ICMA, l’International Capital Market Association, che continua a elencare gli “usi dei proventi” accettabili. A gennaio 2018⁸⁹, Valdis Dombrovskis, vicepresidente della Commissione europea responsabile della regolamentazione finanziaria, ha dichiarato di guardare positivamente ai piani per ridurre i requisiti patrimoniali per le banche sugli investimenti verdi.

⁸⁸ World Economic Forum, (2017), *These are the risks and opportunities of green finance*, consultabile al link: <https://www.weforum.org/agenda/2017/07/green-finance-risk-and-opportunity/>

⁸⁹ <https://ftalphaville.ft.com/2018/01/05/2197221/when-finance-becomes-a-beneficiary-of-the-green-agenda/>

Ciò ridurrebbe la ponderazione del rischio per gli investimenti verdi, il che significa essenzialmente che le banche possono finanziare tali attività con maggiore leva finanziaria rispetto ad altri tipi di attività, e quindi ottenere rendimenti più elevati, incoraggiandoli efficacemente a spostare i loro bilanci in un 'direzione.

Questo particolare cambiamento, che potrebbe derivare da qualsiasi tipo di modifica alla legislazione dell'Unione europea, presupponendo che Commissione, Parlamento e Consiglio siano d'accordo, costringerebbe un qualche tipo di definizione legislativa di green-ness.

Senza questo, la riduzione del capitale verde non avrebbe senso - sarebbe impraticabile far rispettare e mantenere la sua esclusività - e sarebbe vulnerabile ai giochi. Sebbene le misure di riduzione del capitale possano applicarsi principalmente ai prestiti, sarebbe strano che le obbligazioni verdi non beneficino anche di tale misura. Ciò stimolerebbe la domanda bancaria per i titoli, che a sua volta dovrebbe aumentare il loro prezzo.

L'introduzione della riduzione di capitale stimolerebbe un ampliamento più ampio di una definizione legale, che potrebbe conferire altri vantaggi, poiché le obbligazioni verdi diventerebbero improvvisamente un portale diretto per la politica ambientale in generale.

Bibliografia

Abb C., Feller E., Vacherand E., (2016) *The principles for positive impact finance*, UN Environment Finance Initiative

Alexander, K., (2014), *Stability and sustainability in banking reform. Are environmental risks missing in Basel III?*, Cambridge: University of Cambridge, Institute for Sustainability Leadership

BankTrack, (2018), *Green Bond Principles*

Bartolini M.,(2017), *La Consob spinge I BTp Green*, in Il Sole 24 Ore

Berensmann K., Lindenberg N., (2016), *Green Finance: Actors, Challenges and Policy Recommendations*, Briefing Paper 23/2016

Chestney N., (2018), *Global green bond issuance hit record \$155.5 billion in 2017 –data*, REUTERS

Climate Bonds Initiative, (2018), *The Green Bond Market in Europe 2018*

CONSOB, (2017), *Delibera 20003 - Approvazione delle modifiche al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti dalla Borsa Italiana spa*

CONSOB, *Regolamento recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 in materia di intermediari adottato dalla Consob con delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007 e successivamente modificato con delibere n. 16736 del 18 dicembre 2008, n. 17581 del 3 dicembre 2010, n. 18210 del 9 maggio 2012, n. 19094 dell'8 gennaio 2015 e 19548 del 17 marzo 2016)*

Della Croce, R., C. Kaminker , F. Stewart, (2011), *The Role of Pension Funds in Financing Green Growth Initiatives*, OECD Publishing, Paris

ENEL, (2016), *Enel Green Bond Framework*

European Commission, (2018), *Action Plan: Financing Sustainable Growth*, COM (2018) 97 final

European Commission, *Regolamento (UE) n. 346/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 17 aprile 2013, relativo ai fondi europei per l'imprenditoria sociale Testo rilevante ai fini del SEE*

EUROSIF, (2016), *Prospetto di adesione al codice europeo sulla trasparenza degli investimenti socialmente responsabili*, ETICA SGR Italia

G20, *Green Finance Synthesis Report*, (2016), *G20 Green Finance Study Group*

G20GFSG, (2016), *Green Bonds: Country Experiences, Barriers and Options*

Genovese A., (2017), *Ciclo di audizioni informali sulla Risoluzione n. 7-01191 Fregolent "Interventi in materia fiscale, assicurativa e finanziaria sulle tematiche ambientali"*

GGFG – Global Green Finance Council, (2017), *Global and European Finance Policy Directory*

GSIA – Global Sustainable Investment Alliance, (2017), *2016 Global Sustainable Investment Review*

Höhne N., Khosla S., Fekete H., Gilbert A., (2012), *Mapping of Green Finance Delivered by IDFC Members in 2011*, Frankfurt: IDFC

ICMA, (2017), *The Green Bond Principles 2017*

Jun M., Sheren M., Zadek S., (2017), *G20 Green Finance Synthesis Report 2017*

Kenning T., (2017), *European industry and power giants put Green Bonds in the spotlight*, in PVTECH

Krushelnyska O., Rodgers D., (2015), *Introduction to Green Finance*, gef global Environment facility

Lindenberg, N., (2016), *Coordinating the willing*, D+C Development and Cooperation e-Paper, 7/2016

Maheshwari A., Avenando F., Stein P., (2016), *Measuring Progress on Green Finance – Finding from a Survey*, draft for discussion UNEP

MSCI, Bloomberg, Barclays, (2018), *The Green Bond Evolution*

Norton Rose Fulbright,(2014), *Equator Principles III. An introduction and practical guide*

Perez. O., (2007), *The New Universe of Green Finance: From Self-Regulation to Multi-Polar Governance*, Working Paper n.1-07, Bar-Ilan University

Poole L., (2014), *A Calculated Risk. How Donors Should Engage with Risk Financing and Transfer Mechanisms*, OECD Development Co-operation working paper 17

Preclaw R., Bakshi A., (2015), *The cost of Being Green*, Barclays

PWC Indonesia Consulting, (2013), *Sustainability & Climate Change. Long term thinking . Short term action*, PWC

The Paris Green Bond Pledge, (2017), *Industrial Issuers Of €26 Billion In Green Bonds Pledge To Double Down On Green Financing*

T.U.F.(Testo Unico della Finanza), (2017), *Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 . Aggiornato con le modifiche apportate dal D.Lgs. n. 233 del 15.12.2017 in vigore dal 28.2.2018, CONSOB*

UN Environment, (2017), *Green Finance Progress Report*

UNEP-FI,(2017), *G20 Energy Efficiency Investment Toolkit*, IEA, IPEEC

UNEP, (2016), *Demystifying Private Climate Finance*

Unicredit, (2017), *Unicredit case study: Enel*

Vigeo Eiris Enterprise, (2018), *Second Party Opinion on the Sustainability of Enel's Green Bond*

Volz U., Böhnke J., Knierim L., Richert K., Röber G.-M., Eidt V., (2015), *Financing the Green Transformation. How to Make Green Finance Work in Indonesia*, palgrave macmillan

Yun T.Z., (2017), *InTheKnow: What are green bonds?*, in The Edge Markets

Zadek S., Flynn C., (2013), *South-Originating Green Finance: Exploring the Potential*, iisd

World Bank Group- UN Environment, (2017), *Roadmap for a Sustainable Financial System, United Nations Environment Programme and the World Bank Group*

World Economic Forum, (2017), *These are the risks and opportunities of green finance*

Sitografia

<https://www.ifc.org/>

<https://www.francescostarace.it/en/media/news/d201802-francesco-starace-green-bonds-for-enel.html>

<https://www.fsb-tcfd.org/>

<http://www.lse.ac.uk/GranthamInstitute/tpi/the-toolkit/>

<https://www.msci.com/esg-integration>

<http://www.oecd.org/cgfi/>

<http://unepinquiry.org/>