

Dipartimento
di Economia e Finanza

Cattedra di Diritto dei mercati e degli intermediari finanziari corso progredito

Finanza Sostenibile:
analisi normativa e strumenti finanziari

Prof.ssa Mirella Pellegrini

RELATORE

Prof.ssa Paola Lucantoni

CORRELATORE

Marco Medugno Matr. 703981

CANDIDATO

Anno Accademico 2019/2020

INDICE

Introduzione

Capitolo 1

Definizione ed evoluzione della Green Finance e strumenti;

<i>1.1</i> Definizione;	<i>1</i>
<i>1.2</i> Cenni storici: origine ed evoluzione dell'investimento responsabile;	<i>3</i>
<i>1.3</i> Cenni storici: diffusione degli strumenti di finanza sostenibile;	<i>6</i>
<i>1.4</i> I Fattori ESG;	<i>7</i>
<i>1.4.1</i> I Rating ESG e metodologia di valutazione MSCI	<i>9</i>

Capitolo 2

Analisi normativa Finanza Sostenibile e strumenti;

2.1 Il piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile della Commissione Europea;	15
2.2 European Green New Deal;	31
2.3 Strategia ESMA sulla Finanza Sostenibile;	36
2.4 I PRI (Principles for responsible investments);	42
2.5 I Green Bond Principles (GBP);	44

Capitolo 3

Green, Social e Social Impact Bond

3.1 Caratteristiche finanziarie dei Green Bond;	51
3.2 Analisi differenze tra Green Bond ed Obbligazioni Tradizionali;	54
3.2.1 L'indagine di NN Investments Partners;	55
3.2.2 Prezzo, performance finanziarie e rischi connessi all'emissione;	60
3.3 Social Bond;	62
3.3.1 I Social Bond emessi dalla Council of Europe Development Bank (CEB);	64
3.4 Social Impact Bond;	68
3.4.1 Agency theory e Social Impact Bond;	71

Conclusioni

Sintesi dell'elaborato

Bibliografia

Introduzione

Il presente elaborato mira ad analizzare la struttura e le motivazioni che hanno portato al successo degli strumenti finanziari a basso impatto ambientale nel quadro dell'economia attuale.

Punto di partenza sarà l'analisi della materia giuridica alle spalle degli strumenti alla base della cosiddetta finanza sostenibile, andando a sviscerare i vari documenti e pubblicazioni avente ad oggetto tale tema, pubblicati dalla Banca Centrale Europea e delle varie autorità politiche, come il recente "Green New Deal".

Il primo capitolo, quindi, va a determinare lo scenario in cui nasce il concetto di Finanza Sostenibile, menzionandone brevemente l'evoluzione storica e provando a darne una definizione esaustiva dal momento che ad oggi non esiste ancora una versione univocamente accettata.

Nella definizione di Finanza Sostenibile non si può prescindere dall'affrontare, anche solo brevemente, i temi inerenti ai cosiddetti fattori ESG, che saranno richiamati nel corso del capitolo, con un approfondimento sulla metodologia di assegnazione del rating etico di Morgan Stanley Capital International, particolarmente rilevante anche nella trattazione dei Green Bond.

In seguito, verrà esaminato dal punto di vista giuridico il concetto di Finanza Green, soffermandosi sugli strumenti finanziari utilizzati.

Grande importanza è rivestita dal piano di azione per la finanza sostenibile elaborato dalla Commissione Europea, del quale saranno esaminati in maniera approfondita tutte le azioni previste per la transizione verso un'economia più green.

Si esamineranno dunque i GBP, Green Bond Principles, provando a dare una panoramica esaustiva di quanto stabilito dall'ICMA per raggiungere la certificazione di *labelled Green Bond*, ponendo l'accento poi sulla grande scrupolosità richiesta nelle varie attività di reporting e di successiva revisione.

Inoltre, i principi per l'investimento responsabile (PRI), nonché la tassonomia proposta per l'identificazione dei progetti eco-sostenibili nella forma individuata dalla Commissione Europea tramite il *Technical Expert Group (TEG)*.

Per completare il quadro giuridico, viene anche riportata una sintesi della recentissima Strategia sulla finanza sostenibile, pubblicata dall'ESMA nel febbraio 2020, che prevede diversi interventi per agevolare l'auspicata transizione economica.

Nel terzo capitolo, sarà fornita un'analisi più tecnica degli strumenti di finanza sostenibile, in particolare sarà affrontato il tema delle performance finanziarie dei Green Bond principalmente, analizzandone le differenze in relazione alle emissioni obbligazionarie tradizionali, punti di criticità e punti di forza, focalizzandosi su come a differenza delle suddette tradizionali, nell'emissione di Green Bond ciò che muove l'investitore oltre al ritorno economico è l'obiettivo sociale che vuole essere raggiunto, e come la *green label* giochi un ruolo critico anche nella determinazione del prezzo di tali strumenti finanziari.

Ulteriore focus sarà su altre due tipologie di emissioni riconducibili alla sfera della Green Finance, quali Social e Social Impact Bond, andandone ad esaminare le generalità e nel caso dei SIB la modellistica contrattuale, spesso fonte di dibattito a causa dell'insita natura di asimmetrie informative tra le parti coinvolte. La complessità di questi strumenti, nonché la difficoltà nell'allineare gli incentivi, la trasparenza nei processi e l'attenzione richiesta nelle sue varie fasi, li hanno resi un prodotto di nicchia che non trova un contesto favorevole di diffusione.

Per i semplici Social Bond invece, si va ad analizzare quella che sono le sostanziali similitudini con i più diffusi Green Bond, evidenziando però come tali strumenti possano raccogliere consensi oltre che fondi in tutto il mondo data la natura prettamente sociale sia dell'emittente, come nel caso della CEB, che del progetto finanziato da tale raccolta.

Capitolo 1

Definizione ed evoluzione della Green Finance

1.1 Definizione

La definizione di Finanza Sostenibile maggiormente utilizzata individua sotto questa etichetta tutte le strategie di investimento che, direttamente o indirettamente, hanno l'obiettivo di realizzare un rendimento socialmente condiviso assieme al ritorno economico atteso dall'investimento. L'obiettivo risiede nel portare beneficio ai propri clienti e alla società, contribuendo in maniera etica e corretta a uno sviluppo sostenibile sia economicamente che socialmente¹.

In genere, nella valutazione delle scelte di investimento da intraprendere e dei risultati ottenuti, non si può prescindere dalla misurazione quasi esclusiva del guadagno realizzabile; tuttavia, da circa dieci anni a questa parte il focus si è spostato: muoversi nel mercato finanziario mantenendo sotto controllo le conseguenze dei propri investimenti è diventata una caratteristica comune e prioritaria.

È dunque prassi che in tale campo gli interlocutori del mondo della finanza, prima di procedere nei confronti di un investimento, verifichino non solo i potenziali guadagni, ma mettano anche a punto strategie volte ad evitare risvolti negativi a livello sociale ed ambientale.

La Finanza Sostenibile è l'applicazione del concetto di sviluppo sostenibile all'attività finanziaria. L'idea di fondo rimane quella di garantire la "capacità di futuro", cioè l'uso razionale delle risorse in modo da non compromettere la capacità delle risorse stesse di continuare a produrre valore nel tempo².

¹ Del Giudice A. (2019), "La finanza sostenibile. Strategie, mercato e investitori istituzionali", Giappichelli Editore.

² Definizione rintracciabile su sito web Consob, disponibile al link: <http://www.consob.it/web/area-pubblica/finanza-sostenibile#:~:text=La%20finanza%20sostenibile%20%C3%A8%20l,sviluppo%20sostenibile%20all'attivit%C3%A0%20finanziaria.>

È quindi chiaro l'obiettivo di creare valore nel lungo periodo, indirizzando capitali verso attività che non solo generino un plusvalore economico, ma in modo che siano al contempo utili alla società e non compromettano le capacità di carico del sistema ambientale. Questo la rende diversa dalle operazioni puramente finanziarie.

Genericamente, la Finanza Sostenibile rientra nei canoni della più ampia definizione di finanza etica, ovvero di quella finanza che effettua scelte economiche non - prevalentemente - in base al profitto³. Tuttavia, quella di *ethical finance* è una nozione più generica, la quale comprende anche investimenti "etici" diversi da quelli legati allo sviluppo sostenibile, comprendendo anche scelte di investimento basate su motivazioni religiose, ideologiche, politiche, che non necessariamente possono essere razionalmente giudicate come "sostenibili" in un'ottica di interesse verso le nuove generazioni. La maggioranza degli studi effettuati da soggetti indipendenti dimostra che l'investimento responsabile non comporta necessariamente rinunce in termini di rendimento, soprattutto quando non si realizza applicando pesanti esclusioni settoriali.

Occorre tener conto, però, che gli investimenti responsabili sono investimenti "pazienti", non hanno carattere speculativo e quindi guardano al medio-lungo termine. È verosimile quindi che riescano a dare dei rendimenti migliori su archi temporali più lunghi³.

Un crescente numero di investitori istituzionali in tutto il mondo, ma in particolare negli Stati Uniti, Europa e Canada, decide al giorno d'oggi di gestire i propri portafogli secondo principi "socialmente responsabili".

Tale tendenza, riflette l'ampliamento della domanda di investimenti che siano guidati non solo da criteri puramente legati alle performance finanziarie ma anche da questioni morali e sociali.

L'investimento responsabile dunque, prevede un processo di identificazione ed investimento in società che soddisfino determinati standard o criteri di base di *Corporate Social Responsibility* (CSR).

I sistemi di investimento considerati etici, più diffusi, comprendono due criteri di investimenti. In primis un criterio negativo, di screening, che escludono dal portafoglio titoli considerati inappropriati (*brown bonds*), quali ad esempio titoli di società che operano nel settore dell'estrazione di minerali.

³Bicciato F. (2000) "Finanza etica e impresa sociale. I valori come fattori competitivi", Il Mulino

Un secondo criterio, di tipo positivo, che convoglia l'investimento verso imprese o settori con un orientamento ecologico positivo, basato su considerazioni associate alle qualità ecologica del core business dell'azienda in oggetto (e.g. energie rinnovabili).

1.2 Cenni storici: origine ed evoluzione dell'investimento responsabile

Le prime forme di investimento responsabile vengono ricondotte all'evoluzione della più ampia finanza etica e quindi alle pratiche di gruppi religiosi. Fin dal XVIII secolo, le correnti più rigorose del protestantesimo, ritenevano incompatibile con la dottrina cristiana la scelta di investire i propri risparmi in attività economiche che prevedevano l'uso di schiavi o che fossero collegate alla produzione e al commercio di armi, tabacco e alcolici o coinvolte nel gioco d'azzardo.

Il fenomeno esce dai confini dell'ambito religioso solo a partire dagli anni '60 del secolo scorso, sull'onda della diffusione, in tutti i paesi industrializzati, di movimenti di protesta in materia di diritti civili e di partecipazione democratica. Queste spinte sociali rappresentarono innanzitutto un fattore di innovazione politica, ma posero altresì le premesse per la nascita di un movimento di cambiamento del mercato, attraverso la domanda di prodotti e di servizi diversi.

L'affermazione degli investimenti responsabili in forme paragonabili a quelle attuali si colloca a margine della contestazione da parte delle organizzazioni studentesche universitarie americane nei confronti del coinvolgimento degli Stati Uniti nella guerra in Vietnam. Esse iniziarono a criticare l'investimento da parte delle Università (per lo più fondazioni di natura privata) e dei fondi pensione del personale in imprese direttamente o indirettamente coinvolte nel conflitto. L'investimento diventa strumento di promozione del cambiamento sociale. L'uso del denaro viene considerato atto "non neutrale" e perciò politico, in relazione agli effetti che produce⁴.

A questo periodo risale anche la nascita, sempre negli Stati Uniti, del primo fondo comune etico, il Pioneer Fund, che gestiva gli investimenti di varie istituzioni religiose applicando criteri di esclusione nei confronti dei titoli di imprese operanti nel settore del tabacco ed alcool. Il momento topico di questa fase storica è rappresentato dalla lotta al regime segregazionista sudafricano. Di nuovo, la figura di spicco è quella di un religioso, il reverendo Leon Sullivan, il quale, intorno alla metà degli anni '70, riuscì a sollecitare un ampio movimento di opinione e di organizzazione dell'azionariato di alcune grandi multinazionali.

⁴ Del Giudice A. (2019), "La finanza sostenibile. Strategie, mercato e investitori istituzionali", Giappichelli Editore.

Egli elaborò una serie di principi di comportamento, diventati noti col suo nome, secondo i quali le imprese statunitensi operanti in Sudafrica avrebbero dovuto applicare gli stessi principi di equità e non discriminazione vigenti nella madrepatria anche ai lavoratori sudafricani. Al lancio di questi principi seguirono vaste operazioni di boicottaggio finanziario e massicce forme di pressione sui manager e sui board delle multinazionali americane coinvolte più o meno direttamente in pratiche di apartheid. Il movimento registrò alcune clamorose vittorie e l'approccio dell'azionariato attivo si consolidò come uno strumento di promozione e di partecipazione civica.

A partire dagli anni '80, il fenomeno inizia a consolidarsi anche in Europa, in particolare nel Regno Unito, dove nel 1984 viene lanciato il fondo Friends Provident's Stewardship Trust, che offriva un ampio range di servizi di assicurazione vita, pensione ed investimento per clienti individuali e società.

Gli IR hanno fatto la loro comparsa nello scenario italiano in tempi relativamente recenti. Il primo comparto etico è stato costituito nel 1997 dalla società di gestione del risparmio del gruppo Sanpaolo IMI. L'esempio della “linea etica” è stato seguito da diverse società di gestione che hanno a loro volta lanciato prodotti simili, e ad oggi sono sempre in numero maggiore gli attori coinvolti in questa attività, società o banche che vanno ad orientarsi in questa direzione nelle loro scelte di investimento e negli investimenti proposti ai loro clienti. Fino ad arrivare al recente G20, nel 2016, nel corso del quale viene istituito il c.d. Green Finance Study Group (GFSG) il cui fine è quello di sostenere e supportare l'obiettivo strategico del G20 di una crescita economica forte, sostenibile ed equilibrata, individuando opzioni e strumenti in tal senso.

Dalla crisi finanziaria del 2008, la reputazione di cui gode la finanza agli occhi dell'opinione pubblica è crollata a punti mai toccati precedentemente, per cui i benefici che essa genera sono riconosciuti soltanto da una parte minoritaria della popolazione, composta da studiosi ed esperti di settore, che riescono a comprendere le ricadute positive di una finanza al servizio della persona⁵.

⁵Il paragrafo parte dalla descrizione riportata da Del Giudice A. (2019) nel libro, “La finanza sostenibile. Strategie, mercato e investitori istituzionali”, Giappichelli Editore.

Ciò che ha maggiormente fatto sì che si diffondesse la cattiva reputazione della finanza moderna presso l'opinione pubblica, è stato il suo progressivo distacco dall'economia reale: gli eccessi speculativi, che hanno visto la finanza investire su sé stessa piuttosto che in settori produttivi, e l'atteggiamento che ha caratterizzato i recenti scandali finanziari hanno allontanato la finanza dall'economia reale, andando ad ampliare quindi ulteriormente la poca fiducia da parte del cittadino medio nelle istituzioni finanziarie e nei meccanismi che regolano il funzionamento del mercato.

Basti pensare al numero di sanzioni per non-compliance pagate dalle banche UE e USA nell'ultimo decennio.

Figura 1 – Grafico sanzioni per non-compliance



Il campione utilizzato include le 50 maggiori banche europee e statunitensi. I dati fino al 2015 includono solo le sanzioni, le multe e i regolamenti che superano i 50 milioni di dollari. Dal 2015 includono solo le sanzioni, le multe e i regolamenti superiori ai 22 milioni di dollari⁶.

Fonte: Report BCG, Global Risk 2014

⁶ Boston Consulting Group, (2019), "Global Risk 2019: Creating a More Digital, Resilient Bank" Disponibile al link: https://image-src.bcg.com/Images/BCG-Creating-a-More-Digital-Resilient-Bank-Mar-2019_tcm9-217187.pdf

Ecco perché si è sentita l'esigenza di creare una finanza sostenibile, che potesse ripristinare il rapporto con l'economia reale e che possa rendere esplicito tale rapporto, attraverso dei fattori misurabili.

Il primo evento di finanza "socialmente responsabile" risale al 1990 quando negli USA fu convocata per la prima volta la conferenza "SRI in the Rockies", che ebbe rilevanza mondiale.

Oggi, la SRI Conference si tiene ogni anno ed è uno degli eventi più importanti nel settore della finanza sostenibile.

Il primo indice europeo legato alla sostenibilità invece, viene fatto risalire al 2001, quando la LSE (London stock exchange) crea il FTSE-4Good, progettato per fornire un'esposizione alle aziende che gestiscono i loro rischi sociali e ambientali, aiutando allo stesso tempo gli investitori "etici", o socialmente consapevoli, ad evitare le aziende che non lo fanno.

1.3 Cenni storici: diffusione degli strumenti di finanza sostenibile

Il primo Green Bond è stato denominato come "obbligazione di sensibilizzazione al clima", emesso dalla European Investment Bank (EIB) nel 2007. Da allora, il mercato dei Green Bond ha continuato a crescere non solo dal punto di vista dell'ammontare totale delle emissioni, ma anche sulla base di altri aspetti.

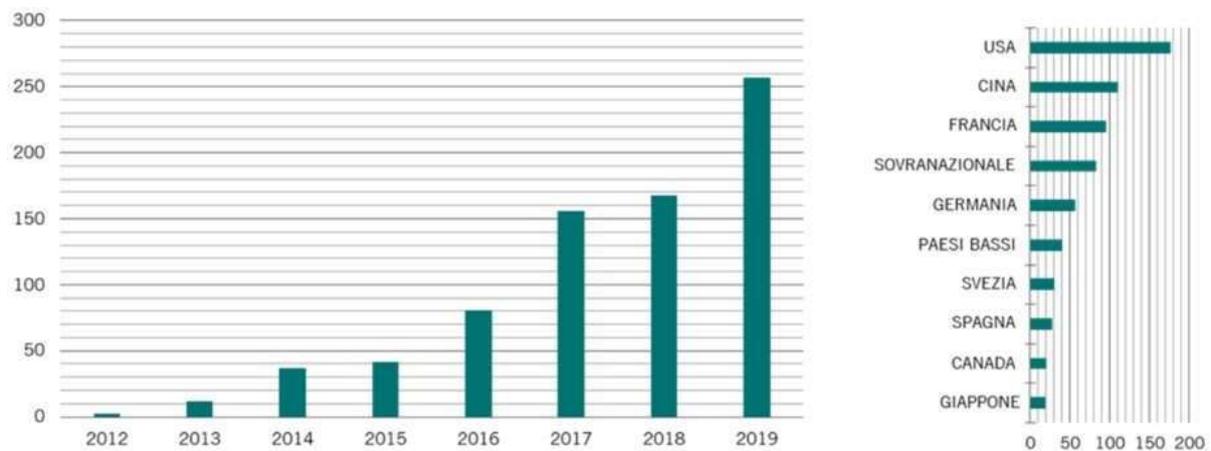
Ad esempio, si sta assistendo ad una grande espansione della base geografica di tale tipologia di emissione finanziaria: la Polonia ad esempio, è divenuta il primo paese ad operare un'emissione di titoli di stato "green" nel 2016, seguita dalla Francia nel gennaio 2017, mentre nel 2017 l'agenzia governativa statunitense Fannie Mae operò quella che sino a quel momento fu la più grande emissione di obbligazioni verdi, per un ammontare di 24.9 miliardi di dollari di green MBS.

Inoltre, varie tipologie di emittenti si stanno affacciando significativamente a questo genere di emissione di titoli di debito, comprese le banche di sviluppo delle organizzazioni sovranazionali (Asian Development Bank, CEB), banche commerciali (Bank of America, HSBC), istituzioni finanziarie non bancarie e società (Apple, Tesla)⁷.

Secondo quanto riportato dal provider finanziario Thomson Reuters, l'importo annuale di emissioni di Green Bond ha raggiunto nel 2017 la somma di 155.5 miliardi di dollari.

⁷Ruegg S., Borremans E., (2019) "Tutti pazzi per i Green Bond?" Articolo consultabile al link: <https://www.startmag.it/economia/tutti-pazzi-per-i-green-bond/>

Figura 2 – Diffusione del mercato dei Green Bond



Fonte: Climate Bond Initiative report (2019)⁸

1.4 I fattori ESG

Nella trattazione di temi come la Finanza Sostenibile, piuttosto che di investimento responsabile, non si può prescindere da un richiamo, seppur contenuto, ai fattori che sono comunque alla base di tale modo di operare e di investire, quali i fattori ESG.

La sostenibilità non finanziaria di un'attività necessita dell'implementazione di strategie il cui obiettivo risiede nella minimizzazione degli impatti negativi sull'ambiente e sulla società delle modalità di produzione e competizione sul mercato e, allo stesso tempo, valorizzare gli impatti positivi insiti nell'adozione di strumenti che rendono maggiormente efficiente il processo produttivo stesso tramite l'adozione di nuove tecnologie.

In aggiunta a questi fattori, trasparenza e meritocrazia della governance societaria sono valutate come parte integrante del concetto di sostenibilità, considerando che contribuiscano a ridurre i rischi di comportamenti opportunistici e valorizzano le capacità manageriali⁹.

⁸Il Grafico a sinistra mostra l'espansione avuta dal mercato dei Green Bond in termini di emissioni per anno, mentre il grafico accanto rivela quali sono gli Stati con il volume maggiore di emissioni di obbligazioni Green. Dati forniti dal Report di Climate Bond Initiative del 2019, disponibile al link: https://www.climatebonds.net/system/tdf/reports/2019_annual_highlights-final.pdf?file=1&type=node&id=46731&force=0

⁹Hoepner A.G.F., Oikonomou I., Sautner Z., Starks L.T., Zhou X., (2019), "ESG Shareholder Engagement and Downside Risk"

Ognuna delle tre dimensioni citate (ambientale, sociale e di governance) è al suo interno estremamente varia e presenta molti temi di grande attualità che si intersecano ed interagiscono con tematiche di investimento responsabile.

Come si evince dall'acronimo, i fattori ESG riguardano tre aree di sensibilità sociale¹⁰:

1. *Environmental criteria*: si riferiscono ai consumi di energia dell'impresa, alla riduzione degli sprechi ed alla conservazione delle risorse naturali.
Sono utilizzati dal top management anche come punto di riferimento per la valutazione di rischi. Le minacce rappresentate dal cambiamento climatico e dal progressivo deperimento delle risorse stanno rendendo gli investitori sempre più attenti verso i temi di sostenibilità nelle loro scelte di investimento.
2. *Social criteria*: sono invece relativi ai rapporti di business dell'impresa. Vi rientrano le tematiche di gestione del rapporto con il personale e degli standard lavorativi, il rispetto dei diritti umani ed i rapporti con le comunità civili. Si parla in questo caso di "power of difference", riferendosi al crescente livello di inclusione nelle politiche societarie di recruitment.
3. *Governance criteria*: fanno riferimento alle pratiche di gestione societaria. Gli investitori, istituzionali o privati che siano, hanno bisogno di essere assicurati che le decisioni siano prese dai vertici societari in totale trasparenza e libertà da pressioni esterne, di natura politica o economica. Gli ESG permettono di misurare l'impatto, a livello di sostenibilità ed etica, di un investimento nel business di un'azienda. Ad oggi ormai i suddetti criteri sono considerati fattori di primaria importanza ai fini dell'analisi di un investimento.

L'introduzione e l'utilizzo degli ESG ha fatto sì che il dibattito sulla cosiddetta Corporate Social Responsibility sia definitivamente concluso.

¹⁰Chen J., (2020) "Environmental, Social, and Governance (ESG) Criteria". Definizione disponibile al link: [https://www.investopedia.com/terms/e/environmental-social-and-governance-esg-criteria.asp#:~:text=Environmental%2C%20social%20and%20governance%20\(ESG,as%20a%20steward%20of%20nature.](https://www.investopedia.com/terms/e/environmental-social-and-governance-esg-criteria.asp#:~:text=Environmental%2C%20social%20and%20governance%20(ESG,as%20a%20steward%20of%20nature.)

Si può tranquillamente affermare che la Responsabilità Sociale di impresa non è più un discorso solo d'ambito filantropico, ma decisamente pratico.

Tuttavia, mentre i principi della sostenibilità non finanziaria sono di natura generale, quantificare economicamente l'applicazione concreta della sostenibilità non finanziaria è estremamente complesso, e misurare l'impatto economico gioca un ruolo assolutamente critico per la finanza sostenibile, che oltre a mirare ad avere un impatto positivo per la società nel medio-lungo termine, non trascura il conseguimento di un vantaggio economico.

La difficoltà di fondo risiede nella diversa materialità dei fattori ESG: la sostenibilità ambientale e sociale, comporta degli investimenti a fronte dei quali ci si attende dei benefici futuri; la buona gestione della governance aziendale invece, non richiede investimenti ma spesso spiega le performance degli altri due indicatori della sostenibilità.

1.4.1 Rating ESG e metodologia di valutazione MSCI

Per le ragioni menzionate nel paragrafo precedente, è stato ritenuto opportuno andare a misurare quella che è l'affidabilità per quanto riguarda imprese, stati sovrani e organizzazioni sovranazionali, con lo scopo di creare dei veri e propri giudizi di responsabilità sociale e ambientale, performati dalle cosiddette agenzie di rating ESG.

Tali agenzie che valutano le performance non finanziarie delle società, risultano essere un attore fondamentale nel funzionamento del mercato SRI.

Tra le principali, ricordiamo Thomson Refinitiv, MSCI e VIGEO-EIRIS che sono sostanzialmente il frutto di concentrazioni di imprese ¹¹.

¹¹Art.5 Legge 10 ottobre 1990, n. 287 - Norme per la tutela della concorrenza e del mercato:

“L'operazione di concentrazione si realizza:

a) quando due o più imprese procedono a fusione;

b) quando uno o più soggetti in posizione di controllo di almeno un'impresa ovvero una o più imprese acquisiscono direttamente od indirettamente, sia mediante acquisto di azioni o di elementi del patrimonio, sia mediante contratto o qualsiasi altro mezzo, il controllo dell'insieme o di parti di una o più imprese;

c) quando due o più imprese procedono, attraverso la costituzione di una nuova società, alla costituzione di un'impresa comune.”

Ad esempio, MSCI (Morgan Stanley Capital International) è uno dei provider di dati ESG maggiormente utilizzato, coprendo 7000 società quotate globalmente ed un assetto proprietario che vede la prevalenza di investitori istituzionali come azionisti: Vanguard Group 12%, Blackrock 8%, State Street Corp 5% ecc.

Ciascuna agenzia segue una certa metodologia per l'analisi dei contenuti ESG delle società coperte. Ciò che di fondo accomuna tutte le metodologie delle varie agenzie risiede nella questione della *materialità* del rating, che consiste nell'individuazione delle informazioni di natura non finanziaria che generano un impatto effettivo nella valutazione dell'attività economica oggetto di analisi.

La rilevanza di materialità è data dal fatto che una certa informazione può risultare determinante per l'investitore nel prendere decisioni critiche nella gestione del proprio investimento (tenere il titolo, venderlo), per cui la materialità nei fattori ESG tiene conto di tutti i fattori rilevanti in ambito non finanziario cui un investitore può essere interessato nella valutazione dell'investimento.

Si utilizza la seguente tabella elaborata dal Global Reporting Initiative nel report sulle linee guida sulla sostenibilità, circa gli aspetti materiali rilevanti in materia ESG:

Figura 3- Tabella aspetti materiali rilevanti

CATEGORIES AND ASPECTS IN THE GUIDELINES				
Category	Economic		Environmental	
Aspects ¹¹	<ul style="list-style-type: none"> • Economic Performance • Market Presence • Indirect Economic Impacts • Procurement Practices 		<ul style="list-style-type: none"> • Materials • Energy • Water • Biodiversity • Emissions • Effluents and Waste • Products and Services • Compliance • Transport • Overall • Supplier Environmental Assessment • Environmental Grievance Mechanisms 	
Category	Social			
Sub-Categories	Labor Practices and Decent Work	Human Rights	Society	Product Responsibility
Aspects ¹¹	<ul style="list-style-type: none"> • Employment • Labor/Management Relations • Occupational Health and Safety • Training and Education • Diversity and Equal Opportunity • Equal Remuneration for Women and Men • Supplier Assessment for Labor Practices • Labor Practices Grievance Mechanisms 	<ul style="list-style-type: none"> • Investment • Non-discrimination • Freedom of Association and Collective Bargaining • Child Labor • Forced or Compulsory Labor • Security Practices • Indigenous Rights • Assessment • Supplier Human Rights Assessment • Human Rights Grievance Mechanisms 	<ul style="list-style-type: none"> • Local Communities • Anti-corruption • Public Policy • Anti-competitive Behavior • Compliance • Supplier Assessment for Impacts on Society • Grievance Mechanisms for Impacts on Society 	<ul style="list-style-type: none"> • Customer Health and Safety • Product and Service Labeling • Marketing Communications • Customer Privacy • Compliance

Fonte: GRI Sustainability reporting guidelines (2013)

Le tematiche ambientali, sociali e di governance che presentano aspetti di materialità rilevanti, vengono approfonditamente esaminate dalle varie agenzie di rating e quantificate in punteggi che determinano l'esposizione al rischio della società su delle questioni chiave, che compongono le matrici di valutazione utilizzate dalle società.

Si riporta di seguito per completezza una breve trattazione circa la metodologia utilizzata da MSCI nella propria attività di assegnazione del rating ESG.

La base dell'attività di ricerca di MSCI è l'osservazione dell'intersezione e del legame che intercorre tra l'azienda e il suo core business da un lato e le criticità del settore di appartenenza dall'altro¹².

¹²“MSCI ESG Ratings aim to measure a company’s resilience to long-term, financially relevant ESG risks. We leverage artificial intelligence (AI) and alternative data to deliver dynamic investment-relevant insights to power your investment decisions” Articolo disponibile al link: (<https://www.msci.com/esg-ratings#:~:text=ESG%20rating%20hero%20image&text=MSCI%20ESG%20Ratings%20aim%20to,to%20power%20your%20investment%20decisions.>)

La metodologia di rating ESG di MSCI valuta unitamente rischi ed opportunità legate agli argomenti più critici e/o rilevanti in tema di responsabilità sociale d'impresa. Quantifica le esternalità negative¹³ legate all'attività economica che possono divenire un costo inatteso nel medio-lungo orizzonte temporale, ma allo stesso tempo include nella sua valutazione le opportunità che possono essere capitalizzate nello stesso periodo.

In particolare, il modello ambisce a rispondere nell'analisi di materialità, ai seguenti quattro interrogativi:

1. Per ogni settore di riferimento, quali sono i rischi e le opportunità di maggior rilievo che le aziende devono affrontare in relazione ai fattori ESG?
2. Qual è l'effettiva esposizione dell'impresa a tali rischi ed opportunità?
3. Come vengono gestiti da ogni azienda?
4. Qual è l'immagine che ne risulta dell'organizzazione, e qual è il suo posizionamento rispetto ai suoi peer¹⁴?

¹³In economia, gli effetti (detti anche effetti esterni o economia esterna) che l'attività di un'unità economica (individuo, impresa ecc.) esercita, al di fuori delle transazioni di mercato, sulla produzione o sul benessere di altre unità.

¹⁴Un "peer group" è un gruppo di individui o entità che condividono caratteristiche e interessi simili tra loro. Il "peer group", nel caso delle persone, hanno caratteristiche che includono somiglianze come lo status socio-economico, il livello di istruzione, il background etnico, e così via tra i suoi singoli membri. Nel contesto delle imprese, un "peer group" si riferisce a società che sono concorrenti nello stesso settore industriale e sono di dimensioni simili.

Per inquadrare il settore in cui è operante il gruppo di peer dell'azienda oggetto di analisi, si utilizza lo standard di classificazione internazionale GICS (*Global Industrial Classification Standard*), che facilita anche la comprensione della relazione tra le stesse aziende nel gruppo di peer.

Ogni fattore chiave è ponderato in termini di rischio e opportunità in relazione al settore industriale e ognuno dei re pilastri E, S e G è valutato a partire dalle tematiche rilevanti ai fini della materialità. Dai singoli temi presi in esame, vengono evinti i punti chiave: 13 sul lato ambientale, 15 sul sociale, 9 sulla governance¹⁵.

Figura 4 – Temi e punti chiave per valutazione MSCI

3 Pillars	10 Themes	37 ESG Key Issues	
Environment	Climate Change	Carbon Emissions Product Carbon Footprint	Financing Environmental Impact Climate Change Vulnerability
	Natural Resources	Water Stress Biodiversity & Land Use	Raw Material Sourcing
	Pollution & Waste	Toxic Emissions & Waste Packaging Material & Waste	Electronic Waste
	Environmental Opportunities	Opportunities in Clean Tech Opportunities in Green Building	Opp's in Renewable Energy
Social	Human Capital	Labor Management Health & Safety	Human Capital Development Supply Chain Labor Standards
	Product Liability	Product Safety & Quality Chemical Safety Financial Product Safety	Privacy & Data Security Responsible Investment Health & Demographic Risk
	Stakeholder Opposition	Controversial Sourcing	
	Social Opportunities	Access to Communications Access to Finance	Access to Health Care Opp's in Nutrition & Health
Governance	Corporate Governance*	Board* Pay*	Ownership* Accounting*
	Corporate Behavior	Business Ethics Anti-Competitive Practices Tax Transparency	Corruption & Instability Financial System Instability

Fonte: Morgan Stanley Capital International (2019) - MSCI ESG ratings methodology

¹⁵Analisi che prende spunto da Del Giudice A. (2019), "La finanza sostenibile. Strategie, mercato e investitori istituzionali", Giappichelli Editore. Pag 25-28

Il rating finale, viene assegnato tenendo in considerazione la normalizzazione del valore conseguito rispetto al settore industriale di appartenenza. Il punteggio ottenuto poi, viene ricalibrato su un intervallo determinato ogni anno, sulla base di una media dei punteggi realizzati negli ultimi tre anni dai peer dell'azienda oggetto di valutazione, e appartenenti all'indice MSCI ACWI¹⁶.

La scala normalizzata è poi divisa in sette intervalli di uguale dimensione, per poi assegnare il rating secondo la seguente scala di conversione:

Tabella 1 – Scala dei Rating MSCI

Punteggio Normalizzato	Rating
8,6 – 10	AAA
7,1 – 8,5	AA
5,7 – 7	A
4,3 – 5,6	BBB
2,9 – 4,2	BB
1,4 – 2,8	B
0 – 1,3	CCC

Fonte: Morgan Stanley Capital International (2019) - MSCI ESG ratings methodology

La materialità per gli analisti di MSCI riguarda la valutazione della probabilità che un rischio diventi un costo rilevante nel medio-lungo termine, o che un'opportunità si tramuti in un profitto significativo.

Oltre alla sola esposizione ai rischi ed opportunità, gli analisti valutano anche la capacità dell'azienda di gestire tali situazioni.

¹⁶L'indice MSCI All Country World (MSCI ACWI) è un indice sull'azionario internazionale che segue i titoli azionari di 23 paesi sviluppati e 26 mercati di paesi emergenti. Questo indice globale comprende l'MSCI World (indice globale sui paesi sviluppati) e l'MSCI Emerging Markets (indice globale sui mercati dei paesi emergenti). Ciò nonostante, i titoli azionari dei mercati emergenti pesano il 12,09% mentre i titoli azionari dei mercati sviluppati pesano l'87,91%. Con ben 2.984 componenti (al 31/08/20), l'indice copre circa l'85% del flottante aggiustato della globale capitalizzazione di mercato.

Capitolo 2

Analisi normativa Finanza Sostenibile e strumenti

2.1 Il piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile della Commissione Europea

La Commissione Europea ha evidenziato come si stia facendo sempre più forte la minaccia legata al cambiamento climatico e l'esaurimento delle risorse. A tal proposito, sostiene che gli attuali livelli di investimento non siano adeguati a supportare un'economia sostenibile dal punto di vista ambientale che possa fronteggiare ed arginare le due criticità prima menzionate.

Secondo i calcoli operati dalla Commissione, è necessario che un maggior flusso di capitali privati sia indirizzato verso investimenti sostenibili, per tentare di ricucire il gap di 180 miliardi di euro di investimenti aggiuntivi necessari per il raggiungimento degli obiettivi prefissati dall'UE per il 2030, definiti negli accordi di Parigi¹.

Alla fine del 2016 la Commissione ha nominato un gruppo di esperti sulla finanza sostenibile, che nel gennaio 2018 ha pubblicato la propria relazione finale offrendo una visione globale su come procedere per la costruzione di una strategia finanziaria sostenibile per l'Unione.

¹*L'accordo di Parigi stabilisce un quadro globale per evitare pericolosi cambiamenti climatici limitando il riscaldamento globale ben al di sotto dei 2°C e proseguendo con gli sforzi per limitarlo a 1,5°C. Inoltre, punta a rafforzare la capacità dei paesi di affrontare gli impatti dei cambiamenti climatici e a sostenerli nei loro sforzi. È il primo accordo universale e giuridicamente vincolante sui cambiamenti climatici, adottato alla conferenza di Parigi sul clima (COP21) nel dicembre 2015.*

Nel rapporto si evidenzia come siano assolutamente di prima urgenza i seguenti due imperativi: migliorare il contributo della finanza alla crescita sostenibile ed inclusiva finanziando le esigenze a lungo termine delle società; rafforzare la stabilità finanziaria incorporando i fattori ambientali, sociali e di governance (ESG²) nel processo decisionale degli investimenti.

L'8 marzo del 2018, la commissione ha pubblicato il suo piano d'azione sulla finanza sostenibile. Tale piano d'azione si basa su quelle che sono state le raccomandazioni fornite dal gruppo di esperti dalla stessa Commissione incaricato. Il piano fa parte di un impegno più ampio volto a rendere possibile il collegamento del mondo della finanza alle specifiche esigenze dell'economia europea e globale, a beneficio del pianeta e della società.

In particolare, il piano presenta i seguenti tre obiettivi:

- a. Riorientare i flussi di capitale verso investimenti sostenibili per il raggiungimento di una crescita inclusiva e sostenibile;
- b. Gestire i rischi finanziari derivanti dal cambiamento climatico, l'esaurimento delle risorse e le questioni sociali;
- c. Promuovere la trasparenza ed una visione di lungo periodo nell'attività economica e finanziaria.

Questi obiettivi si traducono nelle dieci *concrete actions* riportate di seguito³:

1. Istituire un sistema di classificazione a livello europeo per le attività sostenibili;
2. Creare standard ed etichette per i prodotti della Green Finance;
3. Promuovere l'investimento in progetti sostenibili;
4. Includere il concetto di sostenibilità nell'ambito della consulenza finanziaria;
5. Sviluppo di benchmark con riferimento alla sostenibilità;
6. Integrazione del concetto di sostenibilità nella determinazione del rating e nelle ricerche di mercato;

²CFR. Capitolo 1. Par 1.2 "I fattori ESG"

³ Busch D., Ferrarini G., Van den Hurk A. (2018). "The European Commission's Sustainable Finance Action Plan". Disponibile al link: (https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3263690).

7. Chiarire il ruolo ed i doveri di asset manager ed investitori istituzionali in questo contesto;
8. Includere la sostenibilità nei requisiti prudenziali;
9. Rafforzare la trasparenza in ambito di sostenibilità nelle informative e nelle regole contabili;
10. Promuovere un concetto di corporate governance sostenibile ed attenuare la tendenza dei mercati ad avere un'ottica di breve periodo;

1. Istituire un sistema di classificazione a livello europeo per le attività sostenibili;

La prima azione concreta menzionata dalla Commissione Europea nel suo piano d'azione è, come detto, la creazione di un sistema di classificazione (tassonomia) per le attività sostenibili. Secondo la Commissione, uno spostamento dei flussi di capitale verso attività economiche più sostenibili deve essere incentivato dalla comprensione condivisa ed uniforme del significato attribuito al "sostenibile". Un sistema di classificazione unificato dell'UE fornirebbe chiarezza su quali attività vanno considerate sotto l'etichetta della sostenibilità. In questo contesto, il 24 maggio 2018 la Commissione ha pubblicato una proposta di regolamento sulla istituzione di un quadro di riferimento per rendere più accessibili e semplici gli investimenti Green⁴.

La proposta definisce dei criteri uniformi per determinare la sostenibilità dal punto di vista ambientale di un'attività economica, e stabilisce inoltre la necessità di istituire un processo che coinvolga una piattaforma *multi-stakeholder* per formalizzare la tassonomia in maniera univoca, basata su una serie di criteri specifici.

Ciò fornirebbe agli attori economici e agli investitori una maggiore chiarezza su quali siano le attività da considerare per le loro scelte di investimento, garantendo in tal modo che queste contribuiscano realmente al raggiungimento degli obiettivi ambientali nel rispetto degli standard sociali e di governance minimi⁵.

Un ulteriore passo di grande rilevanza nella formazione della tassonomia europea, è stato compiuto nel marzo 2020, il Technical Expert Group -TEG incaricato dalla Commissione Europea, ha presentato la sua ultima proposta di Tassonomia, (la precedente era datata giugno 2019)⁶. Focalizzata sulle questioni ambientali, questa include una lista di attività economiche accompagnate da criteri tecnici che ne misurano l'impatto ambientale.

⁴European Commission, Bruxelles, 8.3.2018 COM (2018). "Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile", (http://www.astrid-online.it/static/upload/comm/0000/commue_finanz-economia-sost_03_2018.pdf).

⁵Busch D., Ferrarini G., Van den Hurk A. (2018). "The European Commission's Sustainable Finance Action Plan". Disponibile al link: (https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3263690).

⁶ *Ibidem*

Tali attività, sono selezionate in base alla possibilità di contribuire a sei obiettivi ambientali identificati dalla Commissione Europea, quali:

- a. mitigazione del cambiamento climatico;
- b. adattamento al cambiamento climatico;
- c. uso sostenibile e protezione delle risorse idriche e marine;
- d. transizione verso l'economia circolare, con riferimento anche a riduzione e riciclo dei rifiuti;
- e. prevenzione e controllo dell'inquinamento;
- f. protezione della biodiversità e della salute degli eco-sistemi.

Per far sì che queste attività siano allineate alla tassonomia, si dovrà inoltre dimostrare che tali non abbiano un impatto significativamente negativo sui restanti obiettivi, e di rispettare quanto stabilito in materia dalle Nazioni Unite e dall'OCSE (Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico).

La definizione proposta di eco-compatibilità di una attività, prevede che questa soddisfi i seguenti quattro criteri⁷:

- contribuire positivamente ad almeno uno dei sei obiettivi ambientali;
- non produrre impatti negativi su nessun altro obiettivo;
- essere svolta nel rispetto di garanzie sociali minime (per esempio, quelle previste dalle convenzioni dell'Organizzazione Internazionale del Lavoro – OIL
- rispettare i criteri tecnici identificati dal TEG. Nel corso della propria azione, il tema di massima priorità per il TEG è stato quello del cambiamento climatico, elaborando in tal senso raccomandazioni sulla mitigazione e sull'adattamento (ovvero, i primi due obiettivi).

Il criterio di riferimento della classificazione è il codice NACE, la nomenclatura europea delle attività economiche; la procedura adottata per costruire lo schema prevede la selezione di settori.

⁷EU Technical Expert Group on sustainable finance (2020) "Taxonomy: Final report of the Technical Expert Group on Sustainable Finance", disponibile al link:
(https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/200309-sustainable-finance-teg-final-report-taxonomy_en.pdf)

Questi ultimi definiscono i requisiti di tipo quantitativo e/o qualitativo in base ai quali ciascuna attività:

- contribuisce al raggiungimento di almeno uno dei sei obiettivi ambientali (“Substantial contribution”);
- non ostacola il raggiungimento degli altri obiettivi (“Doing No Significant Harm” – DNSH).

La nomenclatura è stata creata per mano dell’Eurostat, organo statistico della Commissione europea, nel 1970 e perfezionata nel corso degli anni, fino all’ultima revisione nel 2002, pubblicata con Regolamento (CE) n. 29/2002⁸ della Commissione, che modifica il precedente regolamento (CEE) n. 3037/90 del Consiglio relativo alla classificazione statistica delle attività economiche nelle Comunità europee.

L’esigenza di unificare le definizioni delle attività economico/industriali sorge per evitare incomprensioni al livello statistico tra le diverse attività realizzate dai soggetti ed i diversi modi per definirle negli stati dell’UE⁹.

Ciascun istituto nazionale di statistica ha formulato conseguentemente una tabella di conversione a cui far riferimento per tradurre automaticamente al livello nazionale i codici NACE. In Italia l’ISTAT traduce i codici NACE con le classificazioni ATECO¹⁰.

⁸ *REGOLAMENTO (CE) N. 29/2002 DELLA COMMISSIONE del 19 dicembre 2001 che modifica il regolamento (CEE) n. 3037/90 del Consiglio relativo alla classificazione statistica delle attività economiche nelle Comunità europee. Per approfondimento: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32002R0029&from=IT>*

⁹ *Busch D., Ferrarini G., Van den Hurk A. (2018). “The European Commission’s Sustainable Finance Action Plan”. Disponibile al link: (https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3263690).*

¹⁰ *Il codice Ateco è una combinazione alfanumerica che identifica una Attività Economica. Le lettere individuano il macro-settore economico mentre i numeri (da due fino a sei cifre) rappresentano, con diversi gradi di dettaglio, le specifiche articolazioni e sottocategorie dei settori stessi. Disponibile al link: <https://www.codiceateco.it/codice-ateco#:~:text=Il%20codice%20Ateco%20%C3%A8%20una,e%20sottocategorie%20dei%20settori%20stessi.>*

Le categorie generali, ciascuna delle quali è suddivisa in ulteriori sottocategorie (con elencazione numerica) sono le seguenti:

Tabella 2 – Classificazioni NACE

A Agricoltura, allevamento bestiame, caccia e silvicoltura
B Pesca e allevamento pesci
C Estrazione di minerali (industria mineraria)
CA Estrazione di minerali energetici
CB Estrazione di minerali non energetici
D Produzione/fabbricazione
DA Produzione di cibo, bevande e tabacco
DB Produzione di materiali tessili e prodotti tessili
DC Produzione del cuoio e dei prodotti di cuoio
DD Produzione del legno e dei prodotti del legno
DE Produzione della carta e dei prodotti della carta
DF Produzione di coke, dei prodotti della raffinazione del petrolio e del carburante nucleare
DG Produzione di prodotti chimici e di fibre artificiali
DH Produzione della gomma e dei prodotti plastici
DI Produzione di prodotti minerali non metallici
DJ Produzione di metalli e di prodotti metallici
DK Produzione di macchinari e di attrezzature
DL Produzione di attrezzature elettriche ed ottiche
DM Produzione di attrezzature per i trasporti
DN Produzione di altri prodotti non classificati (n.e.c.)
E Approvvigionamento di elettricità, gas ed acqua
F Costruzioni
G Commercio all'ingrosso e al dettaglio; riparazione di veicoli, motocicli e beni personali/della casa
H Hotel, ristoranti e bar
I Trasporti, magazzinaggio e comunicazioni
J Intermediazione finanziaria

K Attività relative ai beni immobili, affitti, intermediazioni e consulenze
L Pubblica Amministrazione, difesa, sicurezza sociale obbligatoria
M Educazione
N Sanità e servizi sociali
O Altre attività sociali, personali e di comunità
P Attività domestiche
Q Attività di enti e organizzazioni non territoriali

Fonte: <https://www.icribis.com/it/codici-NACE>

La scelta del TEG, è stata quella di articolare la classificazione in base alle attività economiche invece che alla tipologia delle aziende oggetto di investimento, per permettere a tutte le organizzazioni di comunicare al mercato la porzione delle proprie attività che contribuiscono agli obiettivi ambientali.

2. Creare standard ed etichette per i prodotti della Green Finance

Sulla base della tassonomia sulla sostenibilità ideata dal TEG e discussa nel precedente punto, la seconda azione concreta posta in essere dalla Commissione Europea ed inclusa nel suo piano d'azione per la sostenibilità, riguarda la creazione di norme ed etichette per prodotti finanziari green.

Secondo l'opinione della Commissione, ciò tutelerebbe l'integrità e la fiducia nel mercato finanziario green, oltre a consentire un accesso facilitato ad investitori interessati.

L'esempio principale non possono che essere i Green Bond che consentono ad entità quali banche, aziende, organizzazione governative, di prendere in prestito denaro dagli investitori al fine di finanziare o rifinanziare progetti, beni o attività legate alla *green label*.

Uno standard europeo accessibile agli operatori di mercato potrebbe, nella visione della Commissione, facilitare l'incanalamento di maggiori investimenti in progetti green e costituire una base per lo sviluppo di un sistema di un *labelling* affidabile per i prodotti finanziari.

⁴¹ Busch D., Ferrarini G., Van den Hurk A. (2018). "The European Commission's Sustainable Finance Action Plan". Disponibile al link: (https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3263690).

Gli schemi di *labelling* possono essere particolarmente utili per gli investitori *retail*, facilitandone la scelta di investimento qualora integrati in strumenti come siti web di confronto o servizi di pianificazione finanziaria, come attualmente sviluppato nel piano di azione della Commissione sui Servizi Finanziari¹².

Secondo la Commissione, è diffusa la volontà da parte degli investitori al dettaglio di voler considerare nelle proprie scelte di investimento questioni di carattere ambientale e sociale, ma la mancanza di prodotti finanziari che siano univocamente etichettati come green, può impedire che tali scelte di investimento vadano in questa direzione.

3. *Promuovere l'investimento in progetti sostenibili*

La terza azione inclusa nel Piano d'Azione della commissione europea riguarda la promozione degli investimenti in progetti sostenibili. La Commissione spiega che la mobilitazione di capitali privati per progetti sostenibili, in particolare per le infrastrutture, è un requisito imprescindibile per la transizione verso un modello economico più sostenibile. Secondo l'OCSE, le infrastrutture contribuiscono circa al 60% delle emissioni di gas a effetto serra.

Oltre ai progetti infrastrutturali su larga scala, la transizione verso l'energia pulita richiede che siano resi disponibili anche finanziamenti adeguati a progetti su piccola scala in particolare per quanto riguarda i miglioramenti dell'efficienza energetica, ad esempio negli edifici, e la diffusione delle energie rinnovabili.

Nell'ambito del piano di investimento per l'Europa, la Commissione sostiene che un importante contributo per il maggior sostegno finanziario e tecnico per investimenti infrastrutturali sostenibili sia stato fornito attraverso l'European Fund for Strategic Investments (EFSI)¹³ e l'European Investment Advisory Hub.

¹² Nel marzo 2017 la Commissione europea ha pubblicato un piano d'azione che definisce una strategia per rafforzare il mercato unico europeo dei servizi finanziari al dettaglio. Il piano d'azione mira in particolare a sfruttare il potenziale della digitalizzazione e degli sviluppi tecnologici (FinTech) per migliorare l'accesso dei consumatori ai servizi finanziari in tutta l'UE.

¹³ L'EFSI è un'iniziativa lanciata congiuntamente dal Gruppo BEI - la Banca europea per gli investimenti e il Fondo europeo per gli investimenti - e dalla Commissione europea per contribuire a superare l'attuale deficit di investimenti nell'UE. L'EFSI è uno dei tre pilastri del Piano di Investimento per l'Europa che mira a rilanciare gli investimenti in progetti strategici in tutto il continente per garantire che il denaro raggiunga l'economia reale. Per approfondimento: <https://www.eib.org/en/efsi/what-is-efsi/index.htm#:~:text=EFSI%20is%20an%20initiative%20launched,investment%20gap%20in%20the%20EU>.

A partire da febbraio 2018, il contributo dell'EFSI si è dimostrato determinante nell'afflusso di capitali derivanti da investimenti privati in progetti strategici in tutta l'UE mobilitando circa 265 miliardi di euro di investimenti totali.

4. *Includere il concetto di sostenibilità nell'ambito della consulenza finanziaria;*

La quarta azione prevista nel piano d'azione della Commissione Europea, si sostanzia nell'integrazione e nella comprensione del concetto di sostenibilità nell'ambito della consulenza finanziaria. Fornendo consulenza, le imprese di investimento ed assicurative (tra cui gli stessi assicuratori che offrono prodotto in maniera diretta), possono giocare un ruolo centrale nel riorientamento del sistema finanziario verso la sostenibilità.

Nel processo di consulenza, gli intermediari sono tenuti a valutare gli obiettivi di investimento e la tolleranza al rischio, per poter raccomandare gli strumenti finanziari più rispondenti al profilo dell'investitore.

Tuttavia, secondo il parere della Commissione, le preferenze espresse dagli investitori spesso risultano ben lontane dal prendere in considerazione la sostenibilità dell'investimento quando viene fornita una consulenza. Come sappiamo, le direttive MiFID II¹⁴ e IDD¹⁵ (per le imprese assicurative) impongono agli intermediari di offrire prodotti adeguati a soddisfare le esigenze ed andare incontro ai bisogni dei propri clienti nell'ambito di una consulenza. Per tale ragione, la Commissione ha proposto che questo genere di intermediari vada ad approfondire lo studio delle preferenze dei propri clienti, (anche fattori ambientali, sociali e di governance aziendale) e le tenga in considerazione nel momento in cui si valuta lo spettro di prodotti finanziari ed assicurativi che vengono consigliati.

¹⁴Direttiva 2014/65/UE del parlamento europeo e del consiglio del 15 maggio 2014 relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE. Rafforza ulteriormente i presidi di tutela per gli investitori attraverso la previsione di misure di product governance e poteri di product intervention; comporta per gli Intermediari la necessità di valutare le caratteristiche del cliente cui sono destinati i prodotti fin dal momento dell'ideazione del prodotto stesso. I Regolatori (Europeo e Nazionale) avranno la possibilità di intervenire prima che i prodotti vengano distribuiti, se i medesimi non saranno ritenuti idonei rispetto al mercato di riferimento.

¹⁵Direttiva (UE) n. 2016/97, recepita nell'ordinamento italiano dal decreto legislativo 21 maggio 2018, n. 68. Introduce sistemi più efficienti e semplificati di gestione dei registri e di vigilanza sulle imprese e sugli intermediari rafforzando il livello di tutela del consumatore e consolidando nell'ordinamento europeo principi e regole già presenti nella regolamentazione italiana. La direttiva mira a rendere più stringenti le regole di correttezza comportamentale di chi vende o promuove un prodotto assicurativo, semplificare e standardizzare le informazioni per i consumatori e potenziare il sistema sanzionatorio e rivede la relativa procedura prevedendo tempi più rapidi.

5. *Sviluppo di benchmark con riferimento alla sostenibilità*

La quinta azione inclusa nel piano d'azione sviluppato dalla Commissione Europea, si sostanzia nello sviluppo di un benchmark che possa tenere conto anche del concetto di sostenibilità. I benchmark sono indici che rivestono un ruolo fondamentale nella formazione dei prezzi degli strumenti finanziari ed altre attività in genere nel sistema finanziario. Sono utili strumenti anche per gli investitori, in quanto permettono di tenere traccia e misurare le performance di tali strumenti finanziari facilitando la scelta degli investitori circa la loro allocazione.

I benchmark tradizionalmente utilizzati non tengono in considerazione obiettivi di sostenibilità, se non in grado molto limitato, e non risultano appropriati alla misurazione delle performance di investimenti green.

La Commissione spiega che, in risposta, gli sviluppatori di tali indici hanno sviluppato benchmark che tengano in considerazione i fattori ESG per cogliere gli obiettivi di sostenibilità, ma che la mancanza di trasparenza riguardo alle loro metodologie ha influito sulla loro affidabilità. Sono necessarie metodologie più trasparenti e più solide per gli indici di sostenibilità per ridurre i rischi di *greenwashing*¹⁶.

6. *Integrazione del concetto di sostenibilità nella determinazione del rating e nelle ricerche di mercato*

Per quanto concerne la sesta azione prevista nel piano, la Commissione spiega che negli ultimi anni le agenzie di rating etico e di sostenibilità hanno intensificato i loro sforzi nella direzione di una valutazione più accurata delle prestazioni ambientali, sociali e di governance delle aziende e la loro capacità di gestire i rischi legati alla sostenibilità¹⁷. Tali valutazioni possono effettivamente contribuire a un'allocazione più sostenibile del capitale e a migliorare il flusso di informazioni tra emittenti e investitori¹⁸.

¹⁶*Greenwashing è un neologismo indicante la strategia di comunicazione di certe imprese, organizzazioni o istituzioni politiche finalizzata a costruire un'immagine di sé ingannevolmente positiva sotto il profilo dell'impatto ambientale, allo scopo di distogliere l'attenzione dell'opinione pubblica dagli effetti negativi per l'ambiente dovuti alle proprie attività o ai propri prodotti.*

¹⁷*Capitolo 1 - 1.2.1 Rating ESG e metodologia di valutazione MSCI*

¹⁸*Busch D., Ferrarini G., Van den Hurk A. (2018). "The European Commission's Sustainable Finance Action Plan". (https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3263690).*

La mancanza di standard di mercato ampiamente accettati per valutare le performance di sostenibilità delle imprese rende particolarmente importante la trasparenza della metodologia utilizzata dai provider per le ricerche di mercato.

Altro elemento di rilievo per il buon funzionamento del mercato finanziario è costituito dalle agenzie di rating creditizio, che forniscono una valutazione del merito creditizio di società ed istituzioni pubbliche agli investitori. Le agenzie di rating creditizio operano in un mercato altamente concentrato, fornendo le loro valutazioni sulla base del set informativo a loro disponibile. Risulta via ancora poco chiaro in che misura i fattori inerenti alla sostenibilità vengano inclusi nelle valutazioni sul rating poi effettuate.

La Commissione sta monitorando gli sviluppi del mercato del rating creditizio e riconosce la necessità di una maggiore comprensione e trasparenza sulla metodologia seguita dalle agenzie di rating nel tenere conto dei fattori di sostenibilità.

7. *Chiarire il ruolo ed i doveri di asset manager ed investitori istituzionali in questo contesto*

Passando al settimo intervento incluso nel Piano d'Azione¹⁹, ovvero un chiarimento circa il ruolo e le responsabilità di asset managers ed investitori istituzionali, le attuali norme UE non sono sufficientemente chiare né coerenti nella considerazione dei fattori di sostenibilità e i rischi nel processo decisionale di investimento tra i vari settori. Secondo la Commissione, l'evidenza empirica suggerisce che investitori istituzionali ed asset managers non considerano ancora sistematicamente i fattori di sostenibilità e i rischi nel processo di investimento e non approfondiscono a sufficienza con i loro clienti se e come considerano questi fattori di sostenibilità nel loro processo decisionale²⁰.

Possono quindi non ricevere tutte le informazioni di cui hanno bisogno, qualora volessero prendere in considerazione di tenere conto delle questioni relative alla sostenibilità nelle loro decisioni d'investimento.

Di conseguenza, gli investitori non tengono sufficientemente conto dell'impatto dei rischi di sostenibilità nel valutare le prestazioni nel tempo.

¹⁹Busch D., Ferrarini G., Van den Hurk A. (2018). "The European Commission's Sustainable Finance Action Plan". Disponibile al link: (https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3263690).

²⁰European Commission, Bruxelles, 8.3.2018 COM (2018). "Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile", (http://www.astrid-online.it/static/upload/comm/0000/commue_finanz-economia-sost_03_2018.pdf).

Alla luce di quanto sopra, la Commissione ha pubblicato una proposta di regolamento sulle informazioni da fornire, relativa agli investimenti sostenibili e ai rischi di sostenibilità e che modifica la Direttiva (UE) 2016/2341 (IORP)²¹. Tale regolamento presenta il fine ultimo di introdurre una certa consistenza e chiarezza nel modus operandi di investitori istituzionali, quali compagnie assicurative, asset manager o fondi pensione, nel fornire consulenza finanziaria ed assicurativa integrando la valutazione dei fattori ESG nell'ambito delle proprie attività.

L'obiettivo primario di tale regolamento in sintesi, è quello di fornire degli standard armonizzati di trasparenza che gli interlocutori nel mercato devono tenere rispetto all'integrazione del rischio di sostenibilità.

8. *Includere la sostenibilità nei requisiti prudenziali*

Come spiega la Commissione, le banche, le assicurazioni e le casse pensioni sono la principale fonte di finanziamento esterno per l'economia europea e un importante canale di risparmio per gli investimenti. Di conseguenza, potrebbero fornire un contributo critico degli investimenti necessari a colmare il divario per la transizione verso un'economia più sostenibile.

Tuttavia, banche, compagnie assicurative e fondi pensione possono essere viceversa esposte maggiormente a rischi relativi ad uno sviluppo economico insostenibile. Alcune stime suggeriscono che almeno la metà delle attività del settore bancario nell'area euro è attualmente esposta ai rischi legati ai cambiamenti climatici, segnalati anche dalle autorità di vigilanza macroprudenziale²².

Ciò invita a meglio riflettere circa i rischi associati al clima e ad altri rischi legati a fattori ambientali nella regolamentazione prudenziale, con un'attenta calibrazione che non metta a rischio la credibilità ed efficacia dell'attuale quadro prudenziale UE e la sua natura basata sulla gestione dei rischi.

²¹ *DIRETTIVA (UE) 2016/2341 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 14 dicembre 2016 relativa alle attività e alla vigilanza degli enti pensionistici aziendali o professionali (EPAP). Per approfondimento: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32016L2341&from=IT>*

²² *Il Sistema europeo di vigilanza finanziaria (SEVIF) è una rete che comprende le tre autorità europee di vigilanza (AEV), il Comitato europeo per il rischio sistemico e le autorità nazionali di vigilanza. Ha il compito primario di assicurare una vigilanza finanziaria coerente e adeguata in tutta l'UE, occupandosi della vigilanza a livello microprudenziale e macroprudenziale. Il principale obiettivo della vigilanza macroprudenziale, cioè della sorveglianza sul sistema finanziario nel suo complesso, è prevenire o attenuare i rischi per tale sistema.*

A partire dallo sviluppo della tassonomia sulle attività sostenibili ideata dal TEG²³, la Commissione valuterà la possibilità di adottare requisiti patrimoniali maggiormente appropriati a rispecchiare il rischio derivante dalla detenzione di attività sostenibili detenute da banche e compagnie assicurative.

Un tale elemento di supporto dovrebbe essere progressivamente introdotto, man mano che la tassonomia si svilupperà dando definizioni via via più accurate ed univocamente accettate. A titolo esemplificativo, nella sua calibrazione, la Commissione prenderà in considerazione i dati disponibili che certifichino il legame tra risparmio ed efficienza energetica.

Inoltre, nel considerare le raccomandazioni incluse negli accordi di Basilea del dicembre del 2017²⁴, particolare attenzione è posta sul possibile impatto negativo sui prestiti bancari europei, sugli investimenti ed in genere su tutte le attività critiche per la finanza sostenibile.

In questo contesto, la Commissione²⁵ esaminerà la fattibilità dell'inclusione dei rischi associati con il clima e altri fattori ambientali nelle politiche di gestione del rischio delle istituzioni e la potenziale calibrazione dei requisiti patrimoniali delle banche nell'ambito del regolamento sui requisiti patrimoniali.

²³Capitolo 2, Par 2.1. Il piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile della Commissione Europea - Pag. 18

²⁴Con il termine "Basilea III" si fa riferimento ad un insieme di provvedimenti per la regolamentazione della gestione bancaria che vennero introdotti nel 2011 in risposta alla crisi finanziaria. Il corpus normativo si pone come obiettivi la promozione di un sistema bancario più robusto e definire una disciplina omogenea per aspetti cruciali dell'attività bancaria. Per approfondimento: <https://www.startingfinance.com/approfondimenti/basilea-iii/>

²⁵European Commission, Bruxelles, 8.3.2018 COM (2018). "Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile", (http://www.astrid-online.it/static/upload/comm/0000/commue_finanz-economia-sost_03_2018.pdf).

9. *Rafforzare la trasparenza in ambito di sostenibilità nelle informative e nelle regole contabili*

La nona azione proposta nel piano elaborato dalla Commissione, ha a che fare con il rafforzamento del concetto di sostenibilità in ambito di regolamentazione contabile.

La rendicontazione aziendale sui temi della sostenibilità consente agli investitori e stakeholder di valutare la creazione di valore a lungo termine delle aziende e la loro esposizione al rischio di sostenibilità.

Dal 2018, la Direttiva UE sulla divulgazione di informazioni non finanziarie²⁶ richiede agli enti di interesse pubblico di divulgare informazioni e materiale sulle principali questioni ambientali, sociali e di governance (ESG)²⁷ e su come vengono gestiti i rischi che ne derivano. Proseguendo, la Commissione cerca di trovare un giusto equilibrio tra flessibilità e standardizzazione delle informazioni necessarie per generare i dati necessari per le decisioni di investimento.

In termini di divulgazione da parte del settore finanziario, la Commissione sostiene che è opportuno accrescere la trasparenza dei gestori patrimoniali e degli investitori istituzionali, anche per quanto riguarda il modo in cui essi considerano i rischi di sostenibilità e la loro esposizione ai rischi legati al clima.

²⁶ *Direttiva 2014/95/UE Del Parlamento Europeo e del Consiglio del 22/10/2014 recante modifica della direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese e di taluni gruppi di grandi dimensioni. Tale Direttiva mira ad introdurre e rafforzare comportamenti virtuosi e ha l'obiettivo di aumentare la trasparenza nella comunicazione di informazioni di carattere non finanziario ed incrementare la fiducia degli investitori e degli stakeholder in generale. Le informazioni oggetto di disclosure possono essere contenute nella relazione sulla gestione o in altra relazione distinta (es bilancio di sostenibilità, bilancio integrato, ecc). Le imprese che rientrano nell'ambito di applicazione del Decreto sono chiamate a fornire informazioni in merito al proprio modello aziendale di gestione ed organizzazione, alle politiche implementate per la gestione delle tematiche soprarichiamate, ai principali rischi ad esse connessi e agli indicatori di performance capaci di rappresentarne i risultati. Per approfondimento, testo disponibile al link: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0095&from=IT>*

²⁷ Capitolo 1. Par 1.2 "I fattori ESG"- Pag. 8

La Commissione spiega che vi sono anche crescenti preoccupazioni sul fatto che le attuali norme contabili non favoriscono l'adozione di decisioni d'investimento sostenibili. In particolare, la risoluzione del parlamento europeo sull'International Financial Reporting Standard (IFRS), adottata il 6 ottobre 2016, ha sollevato preoccupazioni circa l'impatto che il nuovo principio contabile sugli strumenti finanziari (IFRS9²⁸) potrebbe avere sugli investimenti a lungo termine.

La Commissione riconosce l'importanza di garantire che gli standard contabili non scoraggino, direttamente o indirettamente, gli investimenti sostenibili e a lungo termine. A tal proposito la Commissione ritiene che sia necessario valutare se non vi sia bisogno di maggiore flessibilità per quanto riguarda l'omologazione degli IFRS, ovunque siano necessarie rettifiche specifiche che favoriscono gli investimenti a lungo termine.

10. Promuovere un concetto di corporate governance sostenibile ed attenuare la tendenza dei mercati ad avere un'ottica di breve periodo.

La decima e ultima azione concreta inclusa nel Piano d'azione riguarda la promozione di una governance aziendale sostenibile e l'attenuazione della tendenza al breve termine nei mercati dei capitali²⁹.

La governance aziendale può contribuire in modo significativo a un'economia più sostenibile, consentendo alle aziende di adottare le misure strategiche necessarie per sviluppare nuove tecnologie, rafforzare i modelli di business e migliorare le prestazioni. Questo a sua volta migliorerebbe le loro pratiche di gestione del rischio e la loro competitività, creando così posti di lavoro e stimolando l'innovazione. La Commissione spiega che molte aziende hanno strategie di corporate governance a tal fine, anche se non sempre sono facilmente comparabili.

²⁸ *La finalità del Principio è stabilire principi per la presentazione nel bilancio delle attività e passività finanziarie la cui applicazione consentirà di fornire agli utilizzatori dei bilanci informazioni significative ed utili per la valutazione degli importi, della tempistica e del grado di incertezza dei flussi finanziari futuri. Per ulteriore approfondimento http://www.revisorionline.it/IAS_IFRS/ifrs9-p1.htm#CAP1*

²⁹ *Busch D., Ferrarini G., Van den Hurk A. (2018). "The European Commission's Sustainable Finance Action Plan". (https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3263690).*

Nonostante gli sforzi compiuti da diverse aziende europee, le pressioni del mercato a breve termine possono rendere difficile l'allungamento dell'orizzonte temporale nel processo decisionale aziendale. Il rischio è che i manager aziendali si concentrino eccessivamente sulle performance finanziarie a breve termine e non tengano conto delle opportunità e dei rischi derivanti da considerazioni di sostenibilità ambientale e sociale³⁰.

Di conseguenza, le interazioni tra le pressioni del mercato dei capitali e gli incentivi aziendali possono portare a un'inutile esposizione a lungo termine ai rischi di sostenibilità.

Per promuovere una governance aziendale maggiormente orientata agli investimenti sostenibili, la Commissione svolgerà un lavoro analitico e consultivo con le parti interessate per valutare i seguenti punti: in primis, l'eventuale necessità di richiedere ai consigli di amministrazione aziendali di sviluppare e divulgare una strategia di sostenibilità, compresa un'adeguata due diligence lungo tutta la supply chain e di fissare obiettivi di sostenibilità misurabili ed in seguito l'eventuale necessità di chiarire le regole in base alle quali ci si aspetta che gli amministratori agiscano nell'interesse a lungo termine della società.

Le azioni proposte dal piano d'azione della Commissione e sopra descritte³¹ mirano a rispondere a cinque obiettivi generali che possono essere identificati come "incentivi pubblici", "standardizzazione", "divulgazione", "corporate governance" e "regolamentazione finanziaria".

³⁰ European Commission, Bruxelles, 8.3.2018 COM (2018). "Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile", (http://www.astrid-online.it/static/upload/comm/0000/commue_finanz-economia-sost_03_2018.pdf).

³¹ Busch D., Ferrarini G., Van den Hurk A. (2018). "The European Commission's Sustainable Finance Action Plan". (https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3263690).

2.2 European Green New Deal

Il Green New Deal è un progetto di legge che ha l'obiettivo di porsi come risposta con misure concrete all'emergenza dei cambiamenti climatici.

È la prima volta che viene varata una legge vincolante per tutti i Paesi UE, che sancisce il raggiungimento della neutralità delle emissioni inquinanti entro il 2050.

L'accordo riformula su nuove basi l'impegno della Commissione Europea nel far fronte ai problemi legati al clima e all'ambiente.

Citando il documento ufficiale pubblicato dalla Commissione: “Si tratta di una nuova strategia di crescita mirata a trasformare l'UE in una società dotata di un'economia moderna, efficiente sotto il profilo delle risorse e competitiva che nel 2050 non genererà emissioni nette di gas a effetto serra e in cui la crescita economica sarà dissociata dall'uso delle risorse”³².

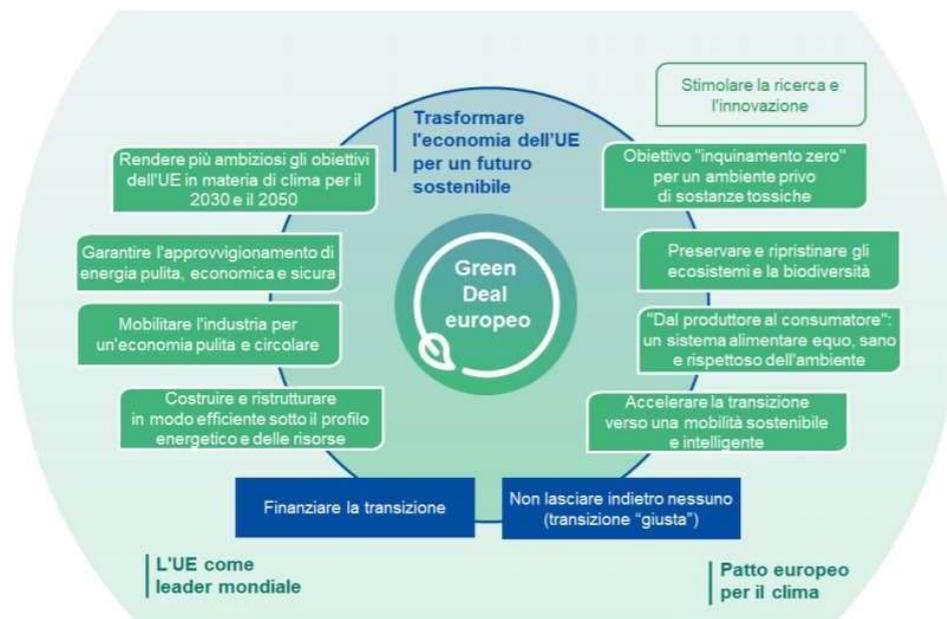
Per quanto concerne gli obiettivi dell'ambizioso progetto descritto, specificatamente si vuole raggiungere una decarbonizzazione del settore energetico, che è responsabile del 75% delle emissioni inquinanti.

La trasformazione, inoltre, riguarderà tutto il sistema di produzione industriale, ed anche la mobilità dovrà essere ripensata in termini di sostenibilità, considerando che il settore dei trasporti contribuisce per il 25% delle emissioni inquinanti nel continente³³.

³²European Commission, *Green New Deal*. (2019), disponibile al link: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1588580774040&uri=CELEX:52019DC0640>

³³ Del Giudice A. (2019), “*La finanza sostenibile. Strategie, mercato e investitori istituzionali*”, Giappichelli Editore.

Figura n.3 – Passaggi ed obiettivi del Green New Deal



Fonte: Commissione Europea, Green New Deal. Bruxelles, 11.12.2019

Chiaramente, il sostegno finanziario da parte dell'Unione, sarà rivolto in maniera più incisiva verso le economie ancora fortemente dipendenti dal carbone e dai combustibili fossili, come risulta per il blocco europeo orientale.

Per andare a rendere effettivo concretamente l'obiettivo della neutralità climatica nel 2050, è chiaro che si rende necessario avviare un ingente ed articolato piano di investimenti³⁴.

Tutti gli Stati UE, a tal proposito, andranno a ricevere un sostanzioso pacchetto di aiuti finanziari per avviare con iniziative efficaci la transizione prevista³⁵. La votazione parlamentare del gennaio 2020, ha definito in maniera quantitativa quanto previsto dal Green new Deal dal punto di vista dell'impegno finanziario.

³⁴Usman W., (2019), "A Green New Deal: Discursive Review and Appraisal"

³⁵ European Commission, Green New Deal. (2019), Disponibile al link: (<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1588580774040&uri=CELEX:52019DC0640>).

Gli investimenti totali ammontano a circa 1.000 miliardi di euro in 10 anni e saranno attivati diversi fondi, necessari alle varie regioni europee per iniziare la riconversione economica, produttiva e del mondo del lavoro.

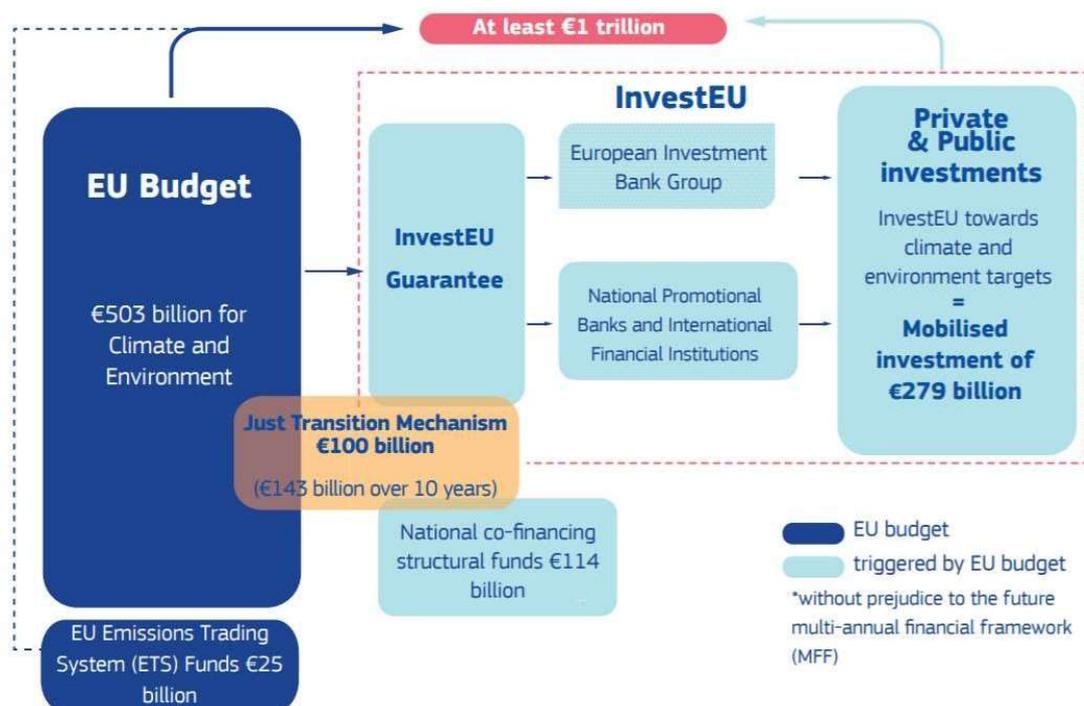
Il motore finanziario alla base del progetto sarà il cosiddetto “Meccanismo di transizione giusta”, basato su tre canali di finanziamento principali.

In primis, un fondo specifico proveniente dalle casse dell’UE, che stanzerà 7,5 miliardi, a cui gli Stati potranno attingere, integrandolo con le risorse provenienti dal fondo sociale europeo Plus, dal fondo europeo di sviluppo regionale e da eventuali risorse nazionali.

Ulteriore ruolo importante nell’erogazione di finanziamenti è giocato da InvestEU, programma comunitario preesistente che potrà muovere fino a 279 miliardi di euro tra fondi pubblici e privati da indirizzare esclusivamente a progetti ambientali e climatici.

Il Meccanismo di transizione equa, infine, va ad includere un sistema di prestiti in favore del settore pubblico, beneficiando del sostegno della Banca Europea per gli Investimenti, con la possibilità di garantire risorse tra i 25 e i 30 miliardi di euro.

Figura 4 – Suddivisione fonti di finanziamento Meccanismo di transizione giusta



Fonte: Commissione Europea, Green New Deal. Bruxelles, 11.12.2019

Il fondo di 7,5 miliardi di euro messo a disposizione dall’Unione Europea per il Green New Deal verrà elargito ai vari Paesi membri sulla base delle necessità economiche di ciascuno, per raggiungere la neutralità.

La quota erogata ad ogni Stato quindi differirà: prendiamo in esame il caso di uno stato come la Polonia, che presenta un settore industriale ancora fortemente legato al consumo di carbone, e che di conseguenza avrà bisogno di finanziamenti più ingenti per realizzare la transizione prevista.

In generale, i Paesi membri riceveranno importi in base a specifici progetti di riconversione presentati e analizzati dalla Commissione, ed i dati resi noti stimano la seguente ripartizione (Figura 5) del fondo in milioni di euro.

Figura 5 - Allocazione del meccanismo di transizione giusta

	importo assegnato dal JTF (prezzi 2018)	stima finanziamento totale con cofinanziamento nazionale* (prezzi 2018)	investimenti totali stimati attivati dai Green deal** (prezzi correnti)	intensità dell'aiuto (€/abitante)
Belgio	68	311	969	6,0
Bulgaria	458	1.710	8.205	65,0
Rep. Ceca	581	2.074	7.761	54,7
Danimarca	35	217	569	6,0
Germania	877	4.614	13.387	10,6
Estonia	125	569	1.811	94,9
Irlanda	30	187	490	6,2
Grecia	294	1.049	3.923	27,3
Spagna	307	1.397	4.445	6,6
Francia	402	1.825	5.807	6,0
Croazia	66	235	879	16,0
ITALIA	364	1.301	4.868	6,0
Cipro	36	163	518	41,4
Lettonia	68	242	906	35,0
Lituania	97	345	1.292	34,4
Lussemburgo	4	23	59	6,0
Ungheria	92	330	1.234	9,4
Malta	8	37	119	17,3
Olanda	220	1.045	3.174	12,8
Austria	53	331	867	6,0
Polonia	2.000	7.692	27.344	52,7
Portogallo	79	283	1.058	7,7
Romania	757	2.704	10.116	38,8
Slovenia	92	327	1.223	44,3
Slovacchia	162	580	2.170	29,8
Finlandia	165	749	2.383	29,9
Svezia	61	380	995	6,0
TOTALE	7.500	30.719	104.589	17,0

Fonte: <https://www.ilsole24ore.com/art/green-deal-commissione-europea-presenta-piano-all-italia-400-milioni-ACqWEv>

2.3 Strategia ESMA sulla Finanza Sostenibile

Nel febbraio 2020 la European Securities and Market Authority (ESMA) - l'autorità di regolamentazione dei mercati mobiliari dell'UE - ha pubblicato la sua strategia sulla finanza sostenibile.

La strategia illustra come l'ESMA metterà la sostenibilità al centro delle sue attività, integrando nel suo lavoro fattori ambientali, sociali e di governance (ESG)³⁶.

Il Piano d'azione della Commissione europea sul finanziamento della crescita sostenibile afferma che la sostenibilità e la transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio, più efficiente sotto il profilo delle risorse e circolare, sono fondamentali per garantire la competitività a lungo termine dell'economia dell'UE. Aggiunge che il sistema finanziario ha un ruolo chiave da svolgere in questa transizione, riorientando il capitale privato verso investimenti più sostenibili, favorendo una maggiore trasparenza e un'economia a lungo termine.

I mercati finanziari sono in un momento di forte evoluzione, dal momento che è possibile osservare che un mutamento nelle preferenze degli investitori verso un interesse per prodotti finanziari che incorporano fattori ambientali, sociali e di governance (ESG), che si sono rapidamente ed ampiamente diffusi negli ultimi anni. Inoltre, i fattori di sostenibilità stanno influenzando sempre più rischi, rendimenti e valore degli investimenti. Questo ambiente mutevole ha implicazioni per la missione dell'ESMA di migliorare la protezione degli investitori e di promuovere la stabilità e l'ordine mercati finanziari³⁷.

Per rispondere a queste nuove sfide, e in linea con la revisione del regolamento dell'ESMA, che gli conferisce ulteriori responsabilità e compiti in relazione a temi di finanziaria sostenibile, per l'autorità sarà necessario:

- a. tenere conto dei fattori ESG in tutta la gamma delle sue attività: dal Singolo Regolamento, alla supervisione diretta;
- b. monitorare e valutare gli sviluppi del mercato relativi all'ESG e monitorare i rischi a tali fattori collegati, oltre a includere il rischio sistemico legato all'ambiente nei suoi stress test (attività di valutazione del rischio).

³⁶ Capitolo 1.- Par 1.2 "I fattori ESG" - Pag. 8

³⁷ European Securities and Markets Authority, (2020) "Strategy on Sustainable Finance"

Il documento del febbraio 2020 determina in maniera piuttosto precisa quali sono gli obiettivi e le metodologie tramite quali perseguirli, nelle sue attività principali.

1. Regolamenti

L'obiettivo è quello di integrare la sostenibilità nello sviluppo dei singoli regolamenti, sia che si tratti di interventi focalizzati specificamente sulla regolamentazione della finanza sostenibile, sia che si tratti di interventi in più ampio contesto normativo.

Gli obiettivi dell'ESMA in materia di tutela degli investitori e di mercati richiedono condizioni di parità per gli investitori, gli emittenti e gli altri partecipanti al mercato in tutta l'UE. Il quadro normativo va a rafforzare, attraverso un'unica serie di standard, gli obblighi di trasparenza e miglioramento dei processi di due diligence su partecipanti ai mercati finanziari in relazione all'ESG. Dovrebbe garantire che il rischio di "greenwashing"³⁸ sia ridotto e che gli investitori siano informati e possano confrontare le credenziali ESG dei loro investimenti. Nello sviluppo di Standard Tecnici o di consulenze in base a specifiche autorizzazioni ricevute in base a regolamenti/direttive finanziarie (ad esempio, i Regolamenti sull'informativa), l'ESMA garantirà l'integrazione dei fattori di sostenibilità in modo efficace e proporzionato. Nell'elaborazione di standard tecnici che esulano dalla sfera di competenza specifica della finanza sostenibile, l'ESMA prenderà in considerazione, ove opportuno, i fattori di sostenibilità.

Ciò dovrebbe avvenire idealmente all'inizio del processo, ad esempio, durante la fase di valutazione dei costi e dei benefici o durante la redazione del documento di discussione o del documento di consultazione per gli standard. Tale considerazione sarà applicata anche a tutti gli standard tecnici esistenti che l'ESMA riesamina e per i quali i fattori ESG potrebbero essere rilevanti.

Il punto critico per il 2020 è il completamento del quadro normativo in relazione agli obblighi di trasparenza, da raggiungere attraverso gli obblighi di informativa previsti in materia di sostenibilità nel settore dei servizi finanziari.

³⁸ CFR, Capitolo 2, Paragrafo 2.1 "Il piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile della Commissione Europea", Pag. 25 – Nota piè n.8

2. Convergenza di vigilanza

I compiti principali dell'ESMA sono quelli di garantire un'applicazione coerente, efficiente ed efficace della legislazione dell'UE e contribuire ad una cultura di vigilanza comune.

Data la pervasività dei fattori ESG in diversi settori della legislazione, la costruzione di una cultura di vigilanza comune risulta avere un'importanza critica per il buon funzionamento del mercato.

Mentre è stato svolto un lavoro nell'ambito della rendicontazione delle informazioni non finanziarie segnalate da aziende quotate, il quadro normativo attuale a livello nazionale sulla finanza sostenibile risulta piuttosto eterogeneo. Ci sono diversi punti da cui partire come diversi livelli di legge con diverse possibilità di applicazione ed in questo contesto vi è l'opportunità, oltre che l'imperativo, di costruire proattivamente una cultura di vigilanza comune³⁹.

A tal proposito, sono quattro le aree di intervento individuate nella strategia ESMA:

- i. Sviluppare una mappatura delle pratiche di vigilanza locali e dei requisiti relativi ai fattori ESG, al fine di ottenere una migliore comprensione dell'attuale trattamento di tali fattori e del business relativo alla sostenibilità, ai sensi della legislazione nazionale nelle diverse giurisdizioni della European Economic Area (EEA)⁴⁰;
- ii. Sensibilizzare le autorità nazionali garanti della concorrenza sull'impatto dei fattori ESG, per garantire che queste comprendano come tali fattori impattano sui partecipanti al mercato. e migliorare la percezione dei loro ruoli di vigilanza, che dovrebbero prendere in considerazione temi inerenti alla sostenibilità;

³⁹European Securities and Markets Authority, (2020) “Strategy on Sustainable Finance”

⁴⁰Lo Spazio economico europeo (EEA) è costituito dagli Stati membri dell'Unione europea (UE) e da tre paesi dell'Associazione europea di libero scambio (EFTA) (Islanda, Liechtenstein e Norvegia; esclusa la Svizzera). L'accordo sullo EEA è entrato in vigore il 1° gennaio 1994. Esso mira a rafforzare le relazioni commerciali ed economiche tra le parti contraenti e riguarda principalmente i quattro pilastri fondamentali del mercato interno, vale a dire: la libera circolazione delle merci, delle persone, dei servizi e dei capitali.

- iii. Promuovere la discussione di casi di studio e pratiche di vigilanza sui fattori ESG con particolare attenzione alla mitigazione dei rischi di greenwashing e alla prevenzione di pratiche di vendita scorrette o false dichiarazioni;
- iv. Sviluppare strumenti per promuovere la convergenza della legislazione comunitaria in materia di vigilanza nel settore ESG, con l'obiettivo di mitigare il rischio di greenwashing, prevenendo pratiche di vendita corrette o false dichiarazioni favorendo la trasparenza e l'affidabilità nella segnalazione di informazioni non finanziarie;

3. *Supervisione diretta*

Data la mancanza di riferimenti ai fattori ESG o alle caratteristiche di sostenibilità all'interno dei quadri giuridici su cui si basano le entità soggette alla vigilanza diretta dell'ESMA, il compito più rilevante nel breve termine sarà l'attuazione delle linee guida sulle pratiche di divulgazione dei rating creditizio.

Le Linee guida richiedono una maggiore trasparenza dalle agenzie di rating del credito circa l'eventualità che i fattori ESG siano elementi chiave per un mutamento nel rating.

Nell'ambito del suo ruolo di vigilanza diretta, l'ESMA attuerà il regolamento UE 2019/2089⁴¹ per ciò che riguarda i parametri di transizione climatica dell'UE che crea nuovi benchmark da utilizzare, relativi al cambiamento climatico. Tale disposizione, sarà tuttavia applicata a scopi di vigilanza a partire dal 2022.

⁴¹Regolamento (UE) 2019/2089 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 che modifica il regolamento (UE) 2016/1011 per quanto riguarda gli indici di riferimento UE di transizione climatica, gli indici di riferimento UE allineati con l'accordo di Parigi e le comunicazioni relative alla sostenibilità per gli indici di riferimento.

Nasce dalla necessità di distinguere con chiarezza gli indici di riferimento "low carbon" usati dagli investitori per perseguire strategie di investimento a basse emissioni di carbonio da altri indici di riferimento che puntano a selezionare solo i componenti che contribuiscono all'obiettivo dei 2 °C dell'Accordo di Parigi del 2015.

Lo scopo è anche quello di proteggere gli investitori da confusione e ambiguità sulle finalità e sul livello di ambizione delle categorie degli indici "low carbon" usati come riferimento per i portafogli di investimenti a basse emissioni di carbonio.

4. *Valutazione del rischio*

L'ESMA mira a identificare le tendenze e i cambiamenti del mercato, nonché i rischi potenziali relativi alla finanza sostenibile (ad es. rischi legati al green/ESG washing⁴²). Il monitoraggio si baserà su indicatori quantitativi e qualitativi da applicare a livello UE. Gli indicatori sviluppati possono essere condivisi con le autorità nazionali competenti e utilizzati per condurre analisi paese per paese.

L'obiettivo è quello di sviluppare un framework analitico completo, compresi strumenti e indicatori a livello UE per analizzare i fattori ESG, nonché i rischi finanziari derivanti dal cambiamento climatico e i costi di transizione per le diverse entità di competenza dell'ESMA⁴³.

Il quadro di riferimento sarà ampio e coprirà aree quali green bonds, social bonds, rating ESG dei fondi di investimento dell'UE e l'efficienza del mercato nell'incentivare i partecipanti a sostenere obiettivi e traguardi finanziari sostenibili.

Dovrebbero essere considerate anche le questioni che possono minacciare l'integrità del mercato UE (ad esempio il rischio di greenwashing, i mercati illiquidi/malati). Il quadro di riferimento sarà sviluppato e discusso insieme alle autorità nazionali garanti della concorrenza e, ove possibile, sarà intrapresa una mappatura degli indicatori disponibili a livello nazionale al fine di condividere le metodologie e le migliori pratiche nell'analisi dei fattori ESG.

5. *Comunicazione*

La Finanza Sostenibile come nuovo ambito, richiede un mix di competenze specifiche che tradizionalmente non sono proprie delle autorità di regolamentazione dei mercati finanziari, ma allo stesso modo, è un tema trasversale che abbraccia tutte le attività esistenti dell'ESMA. A livello intra-istituzionale, l'ESMA continuerà a collaborare con European Banking Authority (EBA) e la European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA) sotto gli auspici del comitato congiunto.

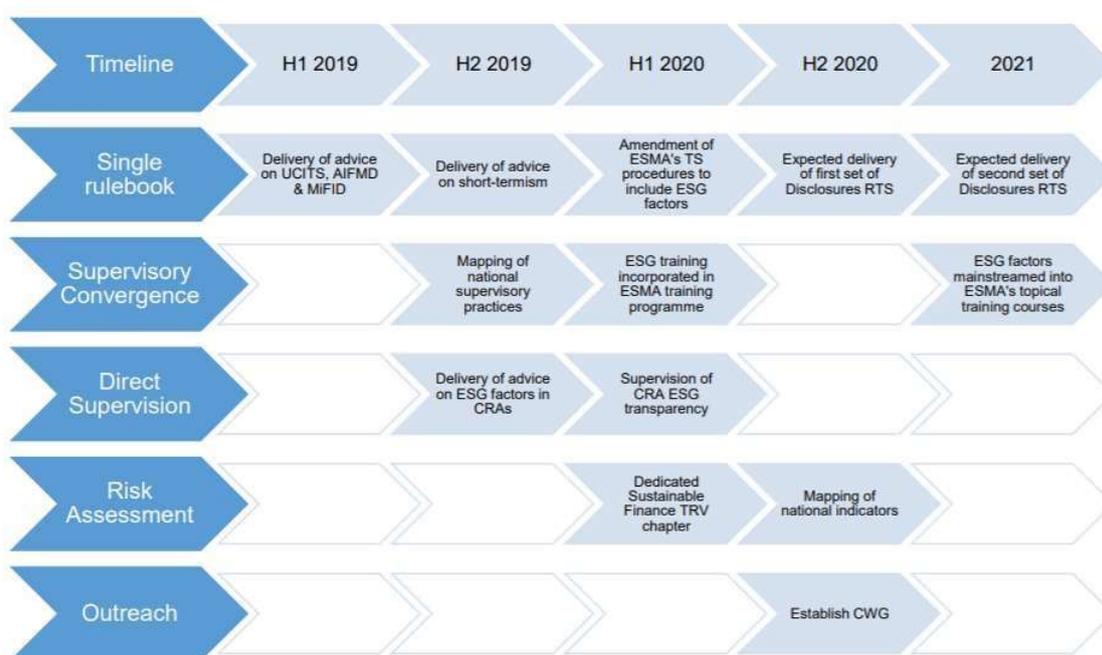
⁴² CFR. Capitolo 2, Paragrafo 2.1 "Il piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile della Commissione Europea", Pag. 25 – Nota piè n.8

⁴³ European Securities and Markets Authority, (2020) "Strategy on Sustainable Finance"

Continuerà inoltre a collaborare con la European Environment Agency e la European Union Agency for Fundamental Rights, che hanno rispettivamente la competenza in materia ambientale e sociale.

Secondo i piani attualmente previsti, l'ESMA dovrebbe anche far parte di una Piattaforma Europea per la Finanza Sostenibile presieduta dalla Commissione. Tale piattaforma avrebbe un ruolo critico nel mantenere una tassonomia UE degli investimenti sostenibili e nel monitorare i flussi di capitale. I partecipanti alla piattaforma saranno composti da esperti che rappresentano sia il settore pubblico che quello privato.

Figura 6 – Orizzonte temporale per l'implementazione della Strategia ESMA



Fonte: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma22-105-1052_sustainable_finance_strategy.pdf

2.4 I PRI (Principles for responsible investments)

I Principi per l'investimento responsabile sono i criteri stabiliti dalle Nazioni Unite, a cui si deve attenere una rete internazionale di investitori istituzionali e al dettaglio operanti per lo sviluppo di un sistema finanziario globale più sostenibile.

Il PRI è attualmente l'organismo internazionale più autorevole nel campo della finanza responsabile ed i suoi standard sono considerati il punto di riferimento per le aziende che vogliono entrare nel mondo dell'investimento sostenibile e responsabile.

Esso ha avuto origine nel 2005 su iniziativa dell'allora segretario generale dell'ONU Kofi Annan, che convocò i più importanti investitori del mondo e una serie di esperti provenienti dal mondo della finanza, delle organizzazioni internazionali e della società civile, invitandoli a redigere una serie di principi che spiegassero come investire in maniera sostenibile e responsabile i propri capitali⁴⁴. Tali principi sono stati sviluppati da un gruppo internazionale di investitori istituzionali che riflettono la crescente importanza delle tematiche ESG nelle pratiche di investimento.

Più di 1.400 firmatari da oltre 50 paesi, con un patrimonio complessivo pari a 59'000 miliardi di dollari hanno già aderito all'iniziativa.

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.

Ciò che viene sostenuto in questi principi, è che per la creazione di valore a lungo termine sia necessario un sistema finanziario globale economicamente efficiente e sostenibile. Tale sistema premierà l'investimento responsabile di lungo termine e apporterà dei benefici all'ambiente e alla società nel suo complesso.

L'iniziativa si adopera per realizzare questo modello finanziario attraverso l'adozione dei sei principi, la collaborazione tra investitori e la rimozione di ostacoli legati alle pratiche, alle strutture e alla regolamentazione del mercato.

⁴⁴Principle for Responsible Investing (PRI) (2019), "Annual Report", disponibile al link: <https://www.unpri.org/annual-report-2019>

I sei principi proposti sono i seguenti, con le relative modalità di implementazione:

1. *Integrare le tematiche ESG⁴⁵ nell'analisi e nei processi decisionali riguardanti gli investimenti.* Le proposte per implementare tale principio risiedono nel: incoraggiare la ricerca accademica e altre ricerche su questo tema, sostenere la formazione ESG per i professionisti dell'investimento; sostenere lo sviluppo di strumenti, metriche e analisi relative all'ESG; includere le questioni legate alla ESG nelle dichiarazioni sulla politica d'investimento.
2. *Essere azionisti attivi e incorporare le tematiche ESG nelle politiche e nelle pratiche di investimento attivo.* Possibili sviluppi sono: divulgare una politica attiva di proprietà coerente con i Principi; impegnarsi con le aziende sulle questioni ESG; partecipare allo sviluppo di politiche, regolamenti e definizione di standards (come la promozione e protezione dei diritti degli azionisti).
3. *Chiedere un'adeguata comunicazione relativamente alle tematiche ESG da parte degli enti nei quali si investe,* tramite ad esempio la richiesta che le questioni legate alla ESG siano integrate nei rapporti finanziari annuali o chiedere informazioni alle aziende in merito all'adozione/adesione a norme, standard, codici di condotta o iniziative internazionali pertinenti;
4. *Promuovere l'accettazione e l'applicazione dei Principi nel settore finanziario.* Allineare di conseguenza i mandati di investimento, le procedure di monitoraggio, gli indicatori di performance ed incentivando le strutture, o comunicare le aspettative ESG ai fornitori di servizi di investimento.
5. *Collaborare per migliorare l'efficacia nell'applicazione dei principi⁴⁶.* Le organizzazioni possono collaborare per affrontare nuovi problemi e supportare iniziative, condividendo informazioni, strumenti e risorse.

⁴⁵CFR. Capitolo I. - Par 1.2 "I fattori ESG" – Pag. 8

⁴⁶ Principle for Responsible Investing (PRI) (2019), "Annual Report", disponibile al link: <https://www.unpri.org/annual-report-2019>

6. *Comunicare le attività e i progressi compiuti nell'applicazione dei principi.* Riferire i progressi e/o i risultati ottenuti in relazione ai Principi.

I firmatari di tali principi, in qualità di investitori, si impegnano pubblicamente ad adottarli e applicarli, laddove essi siano coerenti con le responsabilità fiduciarie, garantendo anche di valutarne l'efficacia e migliorarne il contenuto nel tempo.

2.5 I GBP (Green Bond Principles)

I principi dei green bond (Green Bond Principles, GBP) sono stati pubblicati nel 2014 dalla International Capital Market Association (ICMA), un'associazione internazionale il cui obiettivo è quello di promuovere i mercati dei titoli di debito, in modo da finanziare la crescita e lo sviluppo sostenibile. Ogni anno i principi vengono aggiornati dalla stessa associazione e pubblicati nel loro sito⁴⁷.

Il mercato dei Green Bond aspira a detenere il ruolo chiave che il mercato obbligazionario può svolgere nel finanziare progetti che contribuiscono alla sostenibilità ambientale.

I Green Bond Principles (GBP) promuovono l'integrità nel mercato dei Green Bond attraverso delle linee guida che mirano ad incentivare la trasparenza, la divulgazione e la trasmissione di informazioni.

Sono stati creati per l'utilizzo da parte degli attori del mercato, e sviluppati per fornire l'informazione necessaria all'aumento del capitale destinato a progetti sostenibili.

Sostanzialmente, sono linee guida procedurali non vincolanti con l'obiettivo di garantire la trasparenza e la divulgazione di informazioni, nonché di promuovere l'integrità nella crescita del mercato dei Green Bond, definendo e precisando l'approccio adeguato da seguire nell'emissione di un Green Bond⁴⁷.

⁴⁷ *La trattazione sui principi regolatori dei Green Bond, prende come riferimento il documento pubblicato dalla International Capital Market Association, "The Green Bond Principles" del 2020. Disponibile al link: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Green-Bonds-Principles-June-2018-270520.pdf>*

I GBP si prestano ad un utilizzo molto ampio nel mercato: forniscono agli emittenti indicazioni sulle componenti chiave per l'emissione di una obbligazione verde, assistono gli investitori promuovendo e consentendo l'accesso alle informazioni necessarie per valutare l'impatto positivo dei propri investimenti in Green Bond ed aiutano i sottoscrittori dei titoli indirizzando il mercato nel divulgare informazioni utili ad agevolare più transazioni.

Alla base dei principi vi è la necessità che gli emittenti seguano una procedura e divulghino una informativa trasparente, la quale può essere utilizzata da investitori, istituti bancari, sottoscrittori, consulenti finanziari e tutte le parti coinvolte in un investimento, per comprendere le caratteristiche di ogni singolo Green Bond⁴⁸.

Oltre alla citata necessità di trasparenza, i GBP pongono l'accento sulla accuratezza ed integrità delle informazioni che dovranno essere comunicate e riportate dagli emittenti agli stakeholder.

Per quanto concerne il contenuto pratico, i principi poggiano su quattro punti fondamentali, quali:

1. Utilizzo dei Proventi;
2. Processo di Valutazione e Selezione del progetto;
3. Gestione dei Proventi;
4. Attività di Reporting;

- Utilizzo dei proventi

Il primo principio, afferma che il punto focale per l'emissione di un Green Bond è costituito dall'utilizzo dei proventi derivanti dell'emissione obbligazionaria nell'ambito di progetti che siano legati all'ambito Green, che devono essere adeguatamente descritti ed approfonditi all'interno della documentazione legale del titolo di debito.

Tutti i progetti qualificati come Progetti Green dovrebbero portare ad avere evidenti benefici a livello ambientale, i quali dovranno essere valutati e, ove possibile, quantificati dall'emittente.

⁴⁸ *International Capital Market Association, (2018), "Green Bond Principles, Voluntary Process Guidelines for issuing Green Bond"*

Ad esempio, nel caso in cui tutti o una parte dei proventi siano o possano essere destinati al rifinanziamento di un progetto, l'emittente deve fornire una stima della quota destinata al finanziamento rispetto a quella del rifinanziamento e che, specifichi quali portafogli di progetti possano essere rifinanziati, oltre che se possibile, l'orizzonte temporale per il ritorno stimato per il rifinanziamento dei Progetti Green.

È possibile schematizzare le diverse casistiche di progetti più comunemente usati o che si presume siano appoggiati dal mercato dei Green Bond come segue, in base alla tipologia ed ai correlati progetti legati all'ambiente, come da tabella seguente.

Tabella 3 – Settori e possibili destinazioni dei progetti GB

Tipologia / Settore	Ipotetico progetto correlato
Efficienza energetica	Progettare soluzioni e metodologie che riducano il consumo energetico e.g. stoccaggio di energia in edifici rinnovati.
Energia rinnovabile	Realizzazione di nuove modalità di produzione e trasmissione dell'energia.
Inquinamento	Diminuzione delle emissioni di anidride carbonica e dell'effetto serra. Incentivazione del riciclaggio.
Trasporto sostenibile e non inquinante	Ideazione di nuovi mezzi di trasporto che utilizzino energia rinnovabili o che prevedano minori emissioni di anidride carbonica.

Fonte: International Capital Market Association. *The Green Bond Principles*, 2018

⁴⁹ International Capital Market Association, "The Green Bond Principles" del 2020. Disponibile al link: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Green-Bonds-Principles-June-2018-270520.pdf>

- *Processo di Valutazione e Selezione del progetto*

Il secondo dei GBP, riguarda i rapporti e le comunicazioni che devono avvenire tra emittente ed investitori nell'ambito della trasparenza richiesta.

Specificatamente, l'emittente di una obbligazione verde, deve comunicare agli investitori:

- Gli obiettivi ambientali;
- I processi tramite i quali l'emittente determina il modo in cui i progetti siano compatibili con le categorie di progetti prima identificate (Tabella 3);
- I requisiti di fattibilità inerenti tali progetti, inclusi, ove possibile, i criteri di esclusione o qualsiasi altro processo che venga applicato per identificare potenziali rischi che possano avere impatti ambientali e/o sociali correlati a tali progetti.

Inoltre, un grado elevato di trasparenza viene raggiunto ulteriormente considerando che il processo di valutazione e selezione dei progetti da parte dell'emittente è spesso integrato da una revisione esterna.

- *Gestione dei proventi*

Il terzo dei quattro GBP, riguarda la gestione interna dei proventi derivanti dall'emissione obbligazionari.

In tal senso, è previsto che un ammontare pari ai profitti netti derivanti dal Green Bond, possa essere tracciata in un sistema che sia sotto il controllo dell'emittente con modalità appropriate, e documentati dallo stesso in un processo interno connesso alle operazioni di capitale in progetti ambientali⁵⁰.

Per tutta la durata dell'emissione obbligazionaria, il bilancio dei ricavi netti rilevati deve essere periodicamente aggiornato, in modo da corrispondere precisamente alle allocazioni destinate ai progetti da realizzarsi in quell'arco temporale, e come comunicato agli investitori, in coerenza con il primo principio dei GBP.

⁵⁰ International Capital Market Association, "The Green Bond Principles" del 2020. Disponibile al link: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Green-Bonds-Principles-June-2018-270520.pdf>

Inoltre, l'emittente deve tenere informati gli investitori anche sul collocamento temporaneo dei proventi senza ancora una destinazione.

Come detto in precedenza, il fatto che i principi incentivino il raggiungimento di una elevata trasparenza, giustifica il fatto che sia raccomandata la presenza di un revisore contabile o di un soggetto terzo che verifichi il monitoraggio interno e il collocamento dei fondi derivanti dall'impiego dei proventi del Bond.

- Attività di reporting

L'ultimo dei quattro principi dei Green Bond, riguarda l'attività di reporting che deve essere effettuata dall'emittente del titolo obbligazionario. Questi, è tenuto a redigere un report fino alla maturity del titolo obbligazionario, che presenti e tenga informati gli investitori su diverse tematiche. In primis, un elenco dei progetti nei quali sono stati collocati proventi derivanti dal Green Bond, nonché una breve descrizione di questi, degli importi ad essi assegnati ed il loro impatto atteso⁵¹.

Ancora, laddove vi siano problemi legati a privacy, o un numero elevato di progetti sottostanti, che vanno a limitare il grado di dettaglio delle informazioni che possono essere rese disponibili, i GBP raccomandano comunque di rendere note tali informazioni in termini generici o sulla base di un sommario, ad esempio facendo riferimento alla percentuale che viene assegnata per determinate categorie di progetti.

Il concetto di trasparenza richiesto nell'applicazione dei principi, è particolarmente utile per comunicare l'impatto previsto dei diversi progetti. È infatti previsto l'utilizzo di indicatori di performance qualitativi e, laddove possibile, misure di performance quantitative.

Per gli emittenti che hanno la capacità di monitorare gli impatti riscontrati è previsto che tali informazioni siano incluse nella propria relazione periodica.

⁵¹ International Capital Market Association, "The Green Bond Principles" del 2020. Disponibile al link: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Green-Bonds-Principles-June-2018-270520.pdf>

- *Ulteriore revisione esterna*

Sebbene non rientri tra i quattro principi dei Green Bond, è bene sottolineare come l'organismo che ha elaborato e pubblicato i principi, l'ICMA, raccomandi di incaricare dei soggetti esterni per vigilare sull'effettiva attuazione ed aderenza ai GBP.

Un emittente può richiedere consulenza a consulenti e/o istituzioni con competenze riconosciute in questioni inerenti all'ambito ambientale o altre questioni connesse all'emissione di Green Bond. Tale consulenza può avere ad oggetto tematiche quali la stesura dell'informativa precedente all'emissione di un Green Bond o il reporting a carico dello stesso emittente⁵².

Le revisioni esterne possono avere scopi differenti e possono riguardare una singola emissione di Green Bond, i beni sottostanti e/o le procedure.

Genericamente, gli approcci che il revisore può adottare nella sua opera di valutazione del rispetto dei principi dei green bond nell'emissione obbligazionaria, vengono riassunti nei seguenti quattro:

1. Second party opinion:

Un'istituzione con competenze in ambito ambientale e che sia indipendente rispetto all'emittente può emettere una second party opinion, che riguarda una valutazione della conformità generica ai GBP, che quindi coinvolge un'analisi degli obiettivi generali, delle strategie, dei principi e/o delle procedure dell'emittente in relazione alla sostenibilità ambientale, oltre ad un'analisi delle caratteristiche ambientali del tipo di progetti cui è destinato l'uso dei proventi derivanti⁵³.

2. Verifica:

L'emittente, può richiedere la verifica da parte di un soggetto terzo, in relazione a specifiche fasi e tematiche coinvolte nell'emissione, quali:

- Correttezza della procedura utilizzata per tracciare il capitale raccolto;
- Effettiva aderenza del progetto ad una delle tipologie specificate nel primo dei principi (Tabella 3);

⁵² International Capital Market Association. (2020) "Guidelines for Green, Social and Sustainability Bonds External Reviews" disponibile al link: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/June-2020/External-Review-GuidelinesJune-2020-090620.pdf>

⁵³ Chase M., (2019) "Second Party Opinion – Green, Social and Sustainability Bonds", disponibile al link: <https://www.sustainalytics.com/sustainable-finance/2019/04/10/second-party-opinion-green-social-and-sustainability-bonds/>

- Chiarezza e conformità dell'attività di reporting a quanto prescritto nel quarto principio GBP.

3. Certificazione:

L'emittente può richiedere che il processo di emissione e l'utilizzo dei proventi siano verificati rispetto a standard riconosciuti di valutazione ambientale esterni. Uno standard di valutazione definisce i criteri specifici l'allineamento ai quali viene generalmente verificato da soggetti terzi qualificati e accreditati, che possano accertare la coerenza a tali criteri.

Sicuramente da segnalare in tal senso è l'attività della Climate Bond Initiative³¹, che si occupa in particolare delle certificazioni di green bond che hanno ad oggetto progetti riguardanti l'energia solare, eolica, geotermica, marina.

Climate Bond Initiative si avvale di un organo chiamato "Climate Bond Standard Board" per accertarsi che tutti i documenti richiesti all'emittente siano correttamente compilati e rispondano al vero. Il processo di certificazione proposto si compone di due fasi, di pre e post certificazione, nell'ambito delle quali vengono valutate ante e post emissione le caratteristiche dell'emissione obbligazionaria e la destinazione del capitale raccolto.

Naturalmente, il processo di certificazione, garantisce al titolo un riconoscimento che rappresenta un valore aggiunto per gli investitori che verosimilmente risulteranno più propensi ad investire, poiché è garantita maggiore trasparenza e maggiori informazioni in merito al green bond.

4. Rating del Green Bond⁵⁴

L'emittente, può richiedere che i propri Green Bond siano valutati da agenzie di rating, sulla base di una metodologia predefinita. Il risultato va a tener conto di diversi fattori ambientali, ma è distinto dalle valutazioni in ambito creditizio, che non vanno ad intaccare la rischiosità dal punto di vista dell'impatto sociale dell'emissione.

In ultima analisi, si aggiunge che la revisione esterna può avere anche carattere parziale, coprendo solo alcuni aspetti dell'emissione Green Bond dell'emittente o relativa struttura, o possa essere invece completa nella valutazione dell'allineamento con le quattro componenti principali dei Principi⁵⁵.

⁵⁴CFR. Capitolo I – Par. 1.2.1 Rating ESG e metodologia di valutazione MSCI- Pag. 9

⁵⁵ International Capital Market Association. (2018), *The Green Bond Principles*, disponibile al link: (<https://www.icmagroup.org/green-social-and-sustainability-bonds/green-bond-principles-gbp/>).

Capitolo 3

Green, Social e Social Impact Bond

3.1 Caratteristiche finanziarie dei Green Bond

Come più volte riportato nel precedente capitolo, le “obbligazioni verdi”, o Green Bond, sono strumenti finanziari che hanno conosciuto un’enorme diffusione dal 2007 a oggi.

Sono obbligazioni come tutte le altre, la cui emissione è legata a progetti che hanno un impatto positivo per l’ambiente, come l’efficienza energetica, la produzione di energia da fonti pulite, l’uso sostenibile dei terreni ecc.

I Green Bond permettono infatti di finanziare vari tipi di progetti con caratteristiche di sostenibilità ambientale, come il trattamento dell’acqua e dei rifiuti, iniziative legate alla prevenzione e controllo dell’inquinamento, infrastrutture per i trasporti.

L’idea delle obbligazioni Green, nasce dall’esigenza di finanziare dei progetti di investimento che possano andare a minimizzare l’impatto ambientale del business riducendone le esternalità negative¹.

I Green Bond possono essere emessi sia da intermediari finanziari che direttamente da società: i primi a loro volta concedono prestiti coerenti con la dicitura green, mentre le società semplicemente possono necessitare di risorse per investimenti.

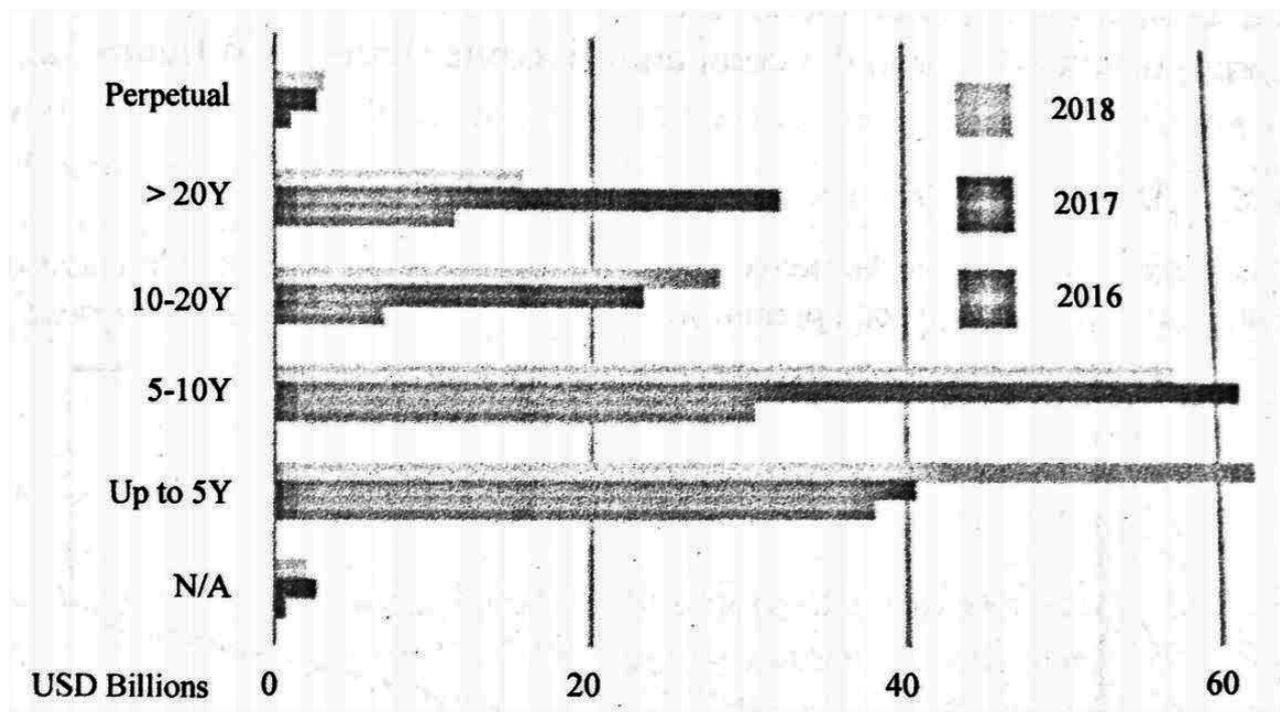
Ciò che sostanzialmente differenzia le obbligazioni verdi da tutte le altre emissioni obbligazionarie, è l’uso dei proventi che ne derivano: la qualifica green sottintende l’impegno ad utilizzare le risorse raccolte dall’emissione in progetti specifici che garantiscano conseguenze positive e misurabili sull’ambiente².

¹CFR. Cap. 1 – Par. 1.4.1 Rating ESG e metodologia di valutazione MSCI – Pag 9 -Nota n. 12

²Capitolo 2 – Par. 2.5 – I Green Bond Principles - Utilizzo dei proventi – Pag.45

La maggior parte dei Green Bond si configura come *senior unsecured bond*³ a tasso fisso con scadenza media intorno ai 5 anni per una dimensione media di 107 milioni di dollari.

Figura 9 – Scadenze medie Green Bond



Fonte: Climate Bond Initiative Report (2018)

Quando un'emissione obbligazionaria rispetta le quattro caratteristiche dei GBP⁴, assume la denominazione di *labelled*.

³ Sono i bond più sicuri emessi da una banca. Con queste obbligazioni, infatti, in caso di default dell'emittente, il detentore verrebbe rimborsato per primo con il patrimonio derivante dalla liquidazione degli attivi, ovvero con i soldi ricavabili dalla vendita del patrimonio della banca. I *senior unsecured bond* tuttavia, sono privi di garanzie reali, a differenza dei *covered e senior secured*. Per approfondimento: <https://www.adviseonly.com/capire-la-finanza/abc-finanza/abcfinanza-cosa-sono-le-obbligazioni-bancarie-senior-e-subordinate/#:~:text=Obbligazioni%20ordinarie%20senior,vendita%20del%20patrimonio%20della%20banca>.

⁴CFR. Cap. 2 – Par.2.5 “I GBP (Green Bond Principles) – Pag. 44

L'ICMA, individua quattro tipologie di emissioni Green⁵:

1. *Standard green use of proceeds bond*:

Si tratta di un'obbligazione recourse, i cui proventi devono essere gestiti e tracciati, così da poter verificare la relazione tra il capitale e l'utilizzo di quest'ultimo nei progetti finanziati. Queste obbligazioni, sono di solito emesse da società o intermediari finanziari, e danno al sottoscrittore il diritto al rimborso del capitale spettante agendo nei confronti dell'emittente qualora non fosse onorato l'adempimento dovuto (recourse to the issuer, come detto). Il rischio dunque, è egualmente ripartito tra emittente ed investitore.

Viene anche determinato il flusso di cassa generato dal progetto finanziato e reso noto all'investitore attraverso un report⁶.

2. *Green Revenue Bond*:

Sono obbligazioni che remunerano l'investitore in base ai flussi di cassa generati dal progetto ambientale finanziato. Considerando che tali obbligazioni sono *non recourse*, risultano più rischiose dato che il sottoscrittore non può agire nei confronti dell'emittente a scadenza il capitale non sia integralmente rimborsato.

Per questo tipo di emissione, è richiesta la massima trasparenza da parte dell'emittente sui proventi del progetto. Generalmente, gli emittenti di questa tipologia di Green Bond sono enti pubblici, quali comuni e governi.

3. *Green Project Bond*:

Si tratta di obbligazioni emesse per finanziare progetti ambientali anche molteplici, e l'investitore può o meno chiedere garanzie all'emittente sul capitale sottoscritto.

⁵International Capital Market Association. (2018), *The Green Bond Principles*, (<https://www.icmagroup.org/green-social-and-sustainability-bonds/green-bond-principles-gbp/>).

⁶Del Giudice A. (2019), "La finanza sostenibile. Strategie, mercato e investitori istituzionali", Giappichelli Editore.

4. *Securitized Bond*:

Questo tipo di obbligazioni finanziava gruppi di progetti specifici o un singolo progetto. Tra queste obbligazioni ci sono gli “Asset-Backed securities” (ABS)⁷.

Nell’ambito delle tipologie di obbligazioni descritte, il 59% è rappresentato dai Green Proceeds Bond, che risultano la forma più diffusa, seguiti dai Securitized, che costituiscono il 15%.

3.2 Analisi differenze tra Green Bond ed Obbligazioni Tradizionali

Numerosi studi sono stati effettuati negli ultimi anni per andare a comprendere in maniera approfondita quelle che sono le differenze strutturali che caratterizzano i Green Bond a differenza delle obbligazioni tradizionali, definite in tale ambito “*Brown Bond*”.

Secondo diversi autori, le obbligazioni verdi dovrebbero risultare più rischiose, in quanto a parità di condizioni si pongono obiettivi più difficilmente realizzabili e caratterizzati da un maggior grado di incertezza, avendo così necessità di aggiungere certificazioni e il rispetto di determinati standards, per essere in linea con i rispettivi brown bond.

D’altro canto, però, è anche vero che gli investitori possono essere disponibili a sacrificare del rendimento per favorire l’essenza green dell’emissione; ciò potrebbe portare ad uno sconto sulla cedola del green bond, rispetto al comparabile brown.

In effetti, alcuni studi hanno empiricamente dimostrato l’esistenza di uno sconto cedolare che rende, in media, i Green Bond più vantaggiosi per l’emittente.

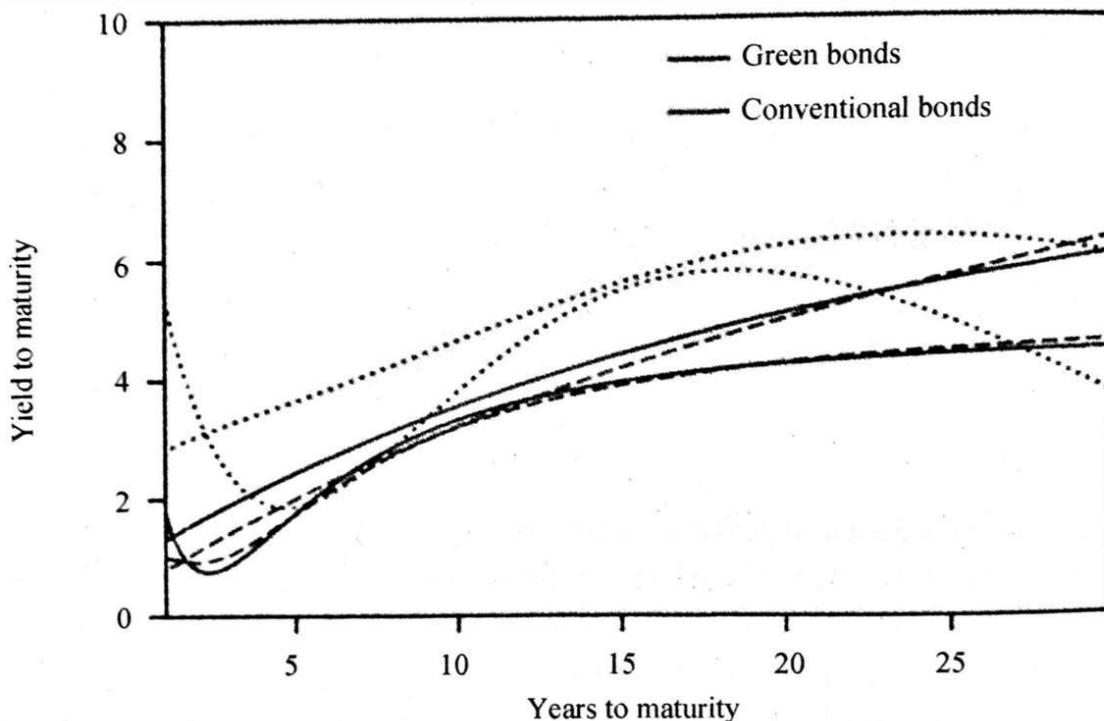
Citiamo in tal senso lo studio effettuato da Oliver David Zerbib⁸, professore ordinario presso la Tillburg School of Economics and Management, che analizzando un campione composto da 135 Green Bond emesse globalmente, riscontra un premio negativo che ammonta a circa 8 basis points (0.08%) rispetto alle obbligazioni tradizionali. Inoltre, dimostra una proporzionalità diretta tra il rating dell’emissione, la sua dimensione e l’ampiezza dello sconto.

⁷Le Asset backed securities (o ABS) sono strumenti finanziari, emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione, del tutto simili alle normali obbligazioni; come queste, infatti, pagano al detentore una serie di cedole a scadenze prefissate per un ammontare determinato sulla base di tassi di interesse fissi o variabili. a particolarità che distingue le ABS dai comuni bond risiede nella stretta correlazione esistente tra pagamento cedole/rimborso delle obbligazioni a scadenza con le somme incassate dai crediti ceduti (sia interessi, sia rimborso del credito a scadenza). Per approfondimento, <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/assetbackedsecurities.htm>

⁸Zerbib O.D. (2017), “Is there a Green Bond Premium? The yield differential between green and conventional bonds”.

Ulteriore contributo nel discorso in esame, è dato da Karpf e Mandel⁹ nel 2018, i quali hanno riscontrato che i green bond emessi dalle municipalità presentavano pagamenti di cedole più alti rispetto ai comparabili brown, ma nell'evoluzione del mercato la curva dei rendimenti delle obbligazioni green emesse dalle stesse municipalità risultava essere al di sotto di quella dei comparabili (Figura 10).

Figura 10 – Curva di rendimento di Bond emessi da municipalità



Fonte: Karpf e Mandel – *The changing value of the 'green' label on the US municipal bond market*

3.2.1 L'indagine di NN Investments Partners

Sempre più spesso, investitori istituzionali scelgono i Green Bond, con l'obiettivo talvolta, di chiarire ai propri stakeholder la loro volontà di rendere "green" il loro portafoglio investimenti.

Ma una gamma sempre più ampia di investitori sta valutando la possibilità di sostituire parti del loro portafoglio obbligazionario con un'allocazione in Green Bond, perché attratti dal loro profilo di rischio-rendimento¹⁰.

⁹ Karpf A., Mandel A. (2018) – *The changing value of the 'green' label on the US municipal bond market*

¹⁰ L'analisi riportata, si riferisce allo studio effettuato da NN Investment Partners, disponibile al link: <https://www.nnip.com/it-IT/institutional/insights/green-bond-le-performance-ne-confermano-il-successo>

NN Investment Partners è il gestore globale di NN Group NV, la più grande compagnia assicurativa olandese, ed ha effettuato un'analisi il cui obiettivo è quello di mostrare il comportamento dell'indice Bloomberg Barclays MSCI Euro Green Bond, confrontandolo con un indice composto da obbligazioni corporate e governative denominate in euro, Bloomberg Barclays MSCI Euro Aggregate Index, proprio per confermare quanto detto pocanzi, ossia che spesso il profilo rischio-rendimento di obbligazioni Green può risultare più vantaggioso rispetto alle corrispettive tradizionali.

Il primo indice menzionato, include obbligazioni di tipo governativo, corporate e securitized bonds¹¹, nonché emissioni municipali.

È un indice multi-currency benchmark, e i titoli coinvolti devono aver assegnato un rating minimo pari a Baa3/BBB-, utilizzando una media dell'assegnazione ricevuta dalle tre agenzie di rating, Moody's Standard's and Poor e Fitch, garantendo quindi un certo grado di affidabilità e sicurezza alle obbligazioni incluse nell'indice.

L'analisi include solo gli ultimi quattro anni in quanto prima del 2016 il mercato Green Bond non era ancora abbastanza sviluppato per poter realizzare un confronto consistente e di rilevanza.

Nel 2019 si evince che l'indice costituito da Green Bond ha generato rendimenti pari al 7,4%, rispetto al 6,0% conseguito dall'indice composto da sole obbligazioni ordinarie. Gli stessi Green Bond in euro hanno sovraperformato per tre dei quattro anni esaminati, con una media dello 0,70% per anno. Inoltre, si è notato come la volatilità annua dell'indice Green Bond sia stata più elevata per tre di questi quattro anni. Ciò è emblematico nell'analizzare come le migliori performance siano legate ad una rischiosità maggiore¹².

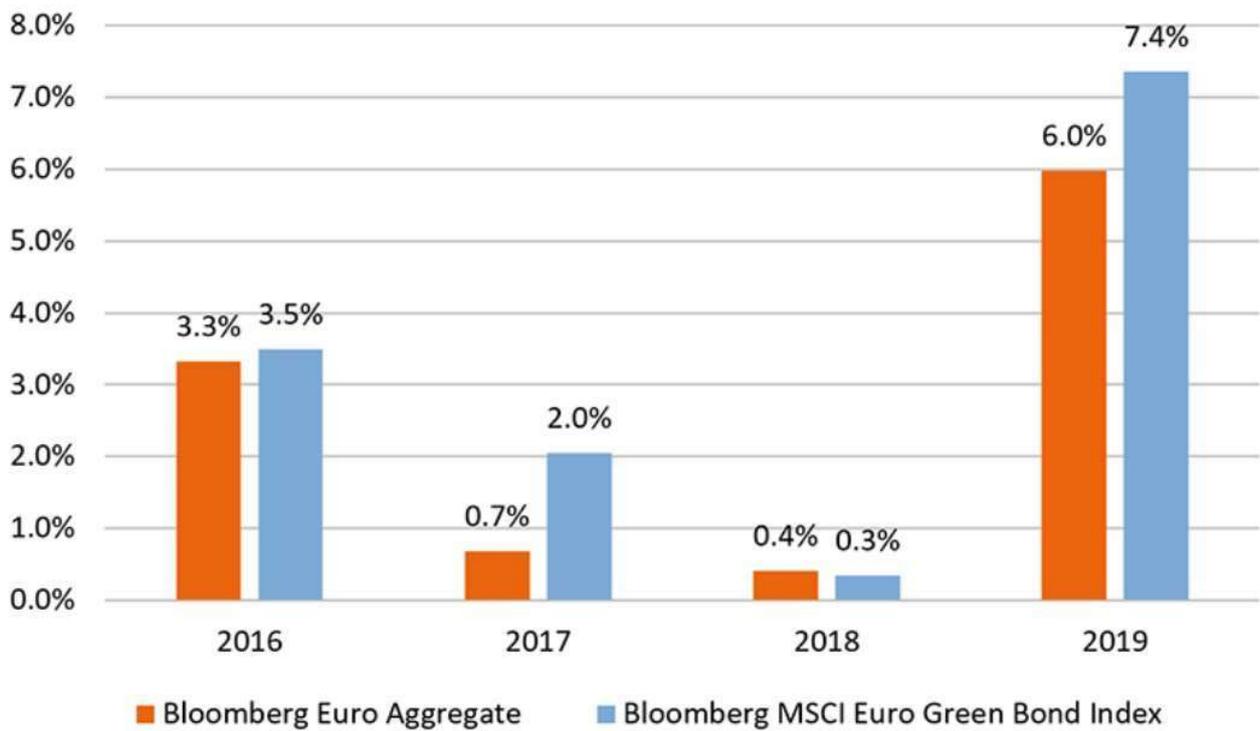
¹¹ La "securitisation" è una tecnica finanziaria usata per attingere risorse finanziarie aggiuntive sempre più diffusa nel panorama economico finanziario. La sua diffusione come strumento per la raccolta di finanziamenti e come fonte alternativa di reddito è cresciuta notevolmente negli ultimi anni, tanto nel settore privato quanto in quello pubblico, divenendo una delle componenti principali del cosiddetto "sistema bancario ombra". Con riferimento alla crisi succitata, la cartolarizzazione ha consentito alle banche di alimentare il meccanismo di concessione dei mutui subprime «senza preoccupazioni».

Tecnicamente, la cartolarizzazione del debito è un processo attraverso il quale una o più attività finanziarie indivise ed illiquide, in grado di generare dei flussi di cassa, quali ad esempio i crediti di una banca, vengono "trasformate" in attività divise e vendibili, ossia in titoli obbligazionari denominati Asset Backed Securities (ABS).

A seconda del sottostante che viene cartolarizzato, si può parlare ad es. di titoli MBS (mortgage backed securities, il cui sottostante sono mutui), CDO (collateralized debt obligation, il cui sottostante sono titoli obbligazionari pubblici o privati), ABCP (asset backed commercial paper, il cui sottostante è rappresentato da crediti a brevissimo/breve termine). Per approfondimento, <http://www.consob.it/web/investor-education/la-securitisation->

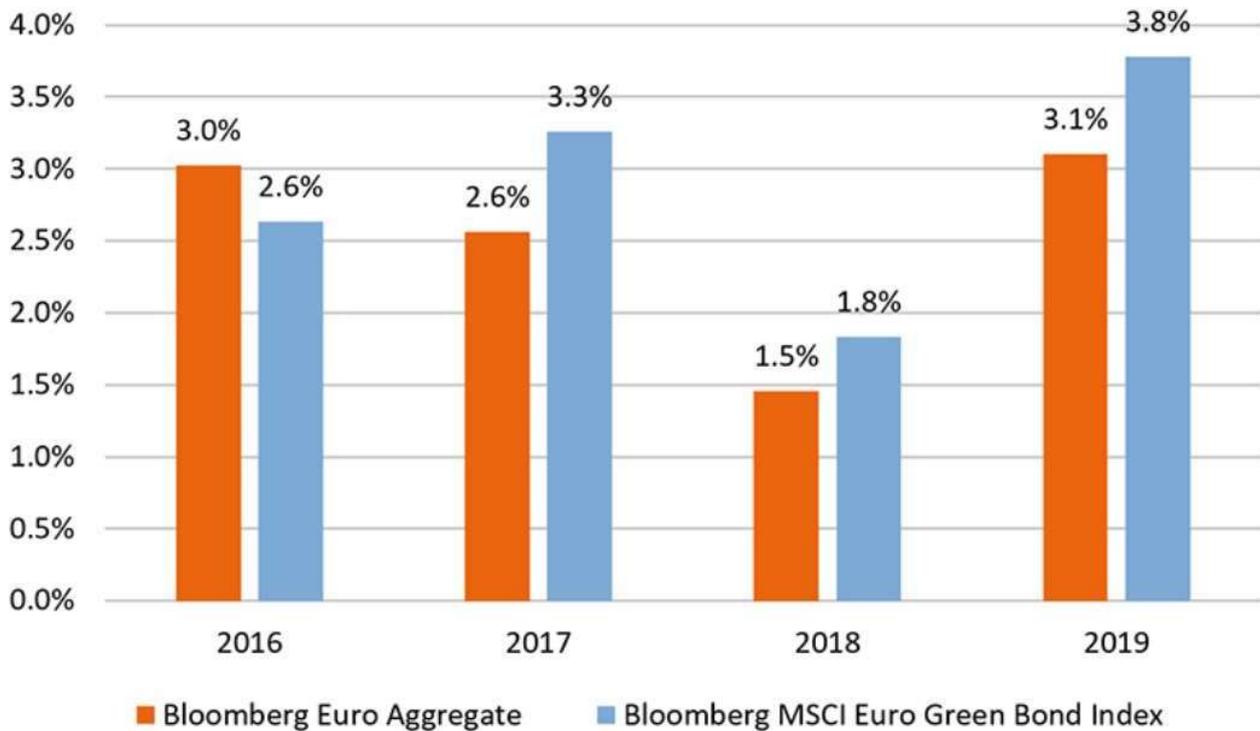
¹² NN Investment Partners (2020), "Green Bond: le performance ne confermano il successo" disponibile al link (<https://www.nnip.com/it-IT/institutional/insights/green-bond-le-performance-ne-confermano-il-successo>)

Figura 11 – Confronto rendimenti annuali



Fonte: NN Investment Partners 2020

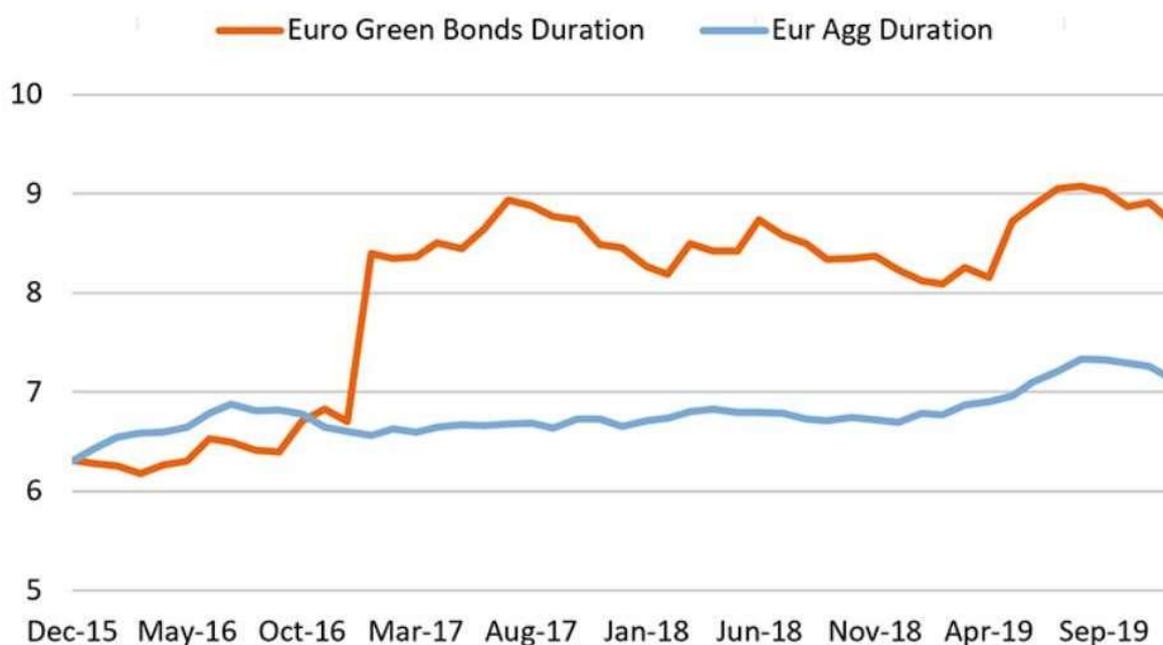
Figura 12 – Confronto volatilità annuali



Fonte: NN Investment Partners, 2020

Il seguente grafico, mostra invece la duration¹³ di entrambi gli indici nell'arco temporale considerato da NN Investment Partners. La duration dell'indice Bloomberg Barclays MSCI Euro Green Bond Index ha visto un significativo aumento nei primi mesi del 2017. All'epoca, l'inclusione del primo titolo di Stato green della Repubblica Francese nell'indice ha avuto un forte impatto. Si trattò di un'emissione di grandi dimensioni (7 miliardi di euro) e le obbligazioni avevano una durata di 22 anni, e da qui l'effetto sulla duration dell'indice. Grazie a questa maggiore durata, i green bond sono più sensibili alle variazioni dei tassi d'interesse e poiché questi hanno avuto un trend discendente nel 2019, l'indice Bloomberg Barclays MSCI Euro Green Bond Index ha sovraperformato l'indice Bloomberg Barclays Euro Aggregate Index in tale anno.

Figura 13 – Duration indice Bloomberg Barclays MSCI Euro Green Bond Index



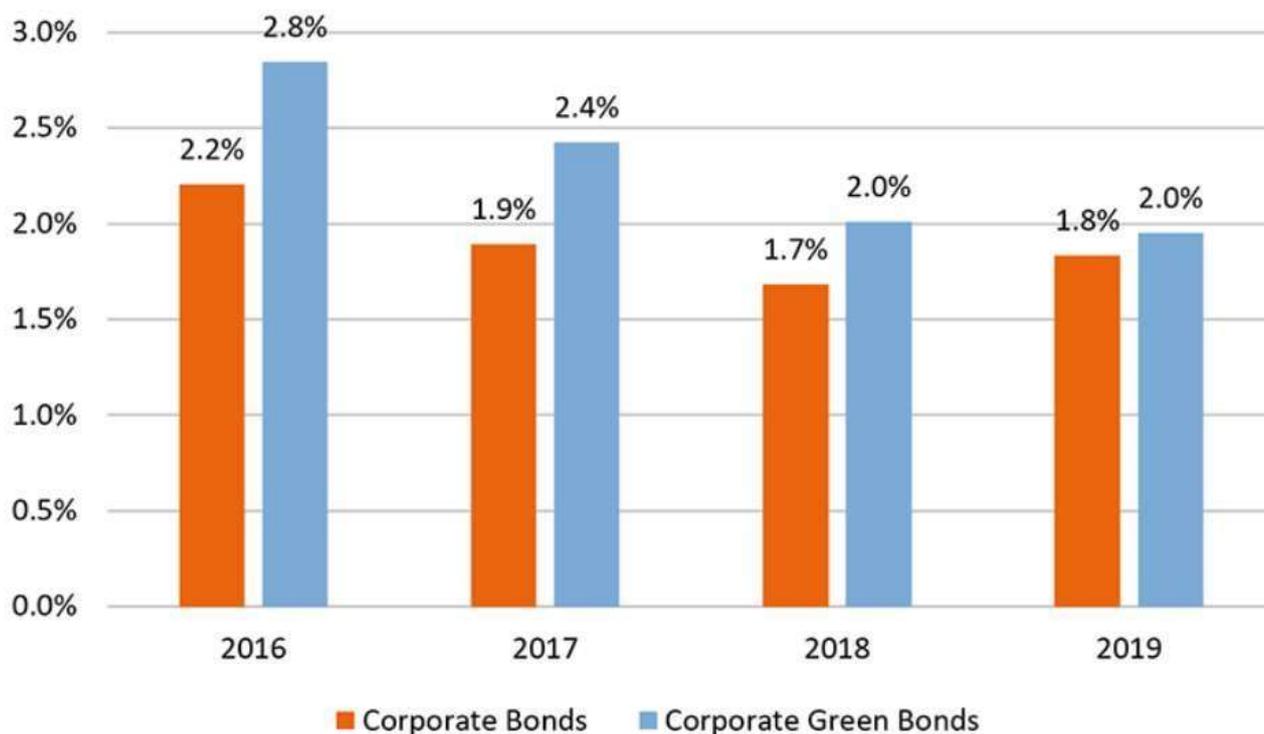
Fonte; NN Investment Partners, 2020

¹³La duration, o durata finanziaria di un titolo, è una misura ampiamente utilizzata nei mercati obbligazionari (fixed-income) per valutare l'investimento effettuato e i rischi connessi a eventuali cambiamenti dei tassi d'interesse. La duration viene considerata anche come una misura approssimativa della volatilità di un titolo obbligazionario, quindi una duration elevata indicherà tendenzialmente rischi minori ma maggiori rendimenti e viceversa. La duration è espressa in giorni e anni e fornisce, a un dato momento della vita di un titolo a reddito fisso, il tempo necessario perché esso ripaghi, con le cedole, il capitale investito inizialmente. Per approfondimento: <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/duration-durata-del-debito157.htm#:~:text=Significato%20di%20Duration,cambiamenti%20dei%20tassi%20d'interesse.>

Lo studio condotto da NN Investment Partners, si sofferma successivamente sul segmento corporate delle emissioni incluse nei due indici presi in esame.

Nel 2019, i Green Corporate Bond, hanno generato rendimenti del 6,4% rispetto al 6,2% delle obbligazioni societarie ordinarie e hanno sovraperformato tre dei quattro anni presi in esame (2016, 2018, 2019).

Figura 14 – Volatilità annua Corporate Bond a confronto



Fonte: NN Investment Partners, 2020

Focalizzandoci sul punto di vista della volatilità annua, questa per i titoli obbligazionari societari Green è stata maggiore per tutti e quattro gli anni, ma nel caso delle obbligazioni societarie, diversamente da quanto visto per l'indice nel suo complesso, questo divario è andato ad assottigliarsi di anno in anno¹⁴. Ciò dimostra come con gli ulteriori sviluppi avuti da tale mercato, con una crescente fiducia da parte dell'opinione pubblica ed una diffusione molto rapida, anche il profilo di rischio dei titoli di debito Green si sia mosso in una direzione di relativa sicurezza, anche grazie ai provvedimenti di tipo legislativo che si sono seguiti nel corso degli anni a partire dalle certificazioni richieste per l'emissione, sino ai recenti Green Bond Principles¹⁵ di cui si è discusso nel secondo capitolo dell'elaborato.

¹⁴ NN Investment Partners (2020), "Green Bond: le performance ne confermano il successo" disponibile al link (<https://www.nnip.com/it-IT/institutional/insights/green-bond-le-performance-ne-confermano-il-successo>)

¹⁵ Cap. 2 – Par.2.5 "I GBP (Green Bond Principles) – Pag. 44

In conclusione, i risultati dell'analisi empirica portata avanti da NN Investment Partners, rafforzano l'idea che l'investimento in Green Bond sia consigliabile per conseguire un reddito sostanzialmente sicuro, ma in modo più sostenibile senza dover scendere a compromessi sulla performance.

3.2.2 Prezzo, performance finanziarie e rischi connessi all'emissione

Affinché il mercato dei Green Bond sia in grado di canalizzare una quantità significativa di fondi in progetti ecocompatibili, tali emissioni dovrebbero anche soddisfare le esigenze degli emittenti oltre che degli investitori.

Guardando al punto di vista dell'emittente, il profilo di rischio di un Green Bond essenzialmente coincide con quello di un'obbligazione convenzionale; tuttavia i proventi dell'emissione di un Green Bond sono destinati al finanziamento di progetti ecocompatibili, ed il contributo alla realizzazione, la raccolta dei fondi, è generata dai flussi di cassa dell'intera attività dell'emittente, non solo del progetto relato all'emissione. Queste caratteristiche hanno per forza di cose implicazioni sulla determinazione del prezzo dei Green Bond e conseguentemente sulla loro capacità di attrarre investitori.

Un premio¹⁶ all'emissione rispetto alle corrispettive obbligazioni convenzionali senza la *Green Label* indicherebbe che un numero significativo di investitori apprezza tale etichetta abbastanza da dare agli emittenti un ulteriore incentivo ad emettere obbligazioni che ce l'abbiano.

Allo stesso tempo, questi investitori saranno comunque interessati a una performance finanziaria accettabile da parte dei Green Bond nel tempo.

Un'altra considerazione è l'esposizione ai rischi di credito legati ai cambiamenti ambientali. Il fatto che le obbligazioni verdi sostengano progetti benefici per l'ambiente non implica necessariamente una minore esposizione a tali rischi.

La questione è: la *Green Label* influenza il prezzo che gli emittenti sono disposti a pagare (in altre parole, il differenziale di rendimento rispetto ai tassi privi di rischio che sono disposti ad accettare) per un'obbligazione¹⁷?

¹⁶ Zerbib O.D. (2017), "Is there a Green Bond Premium? The yield differential between green and conventional bonds".

¹⁷ Bank for international settlements, (2020), "Green bond finance and certification" disponibile al link (https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1709h.htm)

Un'ampia letteratura documenta come fattori non correlati al rischio di credito possano influenzare significativamente i differenziali di rendimento delle obbligazioni, come ad esempio fattori specifici della domanda e dell'offerta o premi di liquidità. Se un numero considerevole di investitori è disposto a pagare un premio, ossia accettare un differenziale inferiore, per i Green Bond, questo dovrebbe essere inglobato nel prezzo delle obbligazioni al momento dell'emissione.

Per analizzare gli effetti della *Green Label* sul prezzo dell'obbligazione, si vanno a confrontare i differenziali nell'emissione di un gruppo di 21 Green Bond emessi tra il 2014 ed il 2017, con i differenziali di credit all'emissioni di obbligazioni tradizionali emesse dagli stessi emittenti su un orizzonte temporale quanto più comparabile e simile possibile.

Dal momento che la maggior parte degli emittenti di Green Bond emette regolarmente anche obbligazioni tradizionali, il confronto proposto consente di isolare i fattori cosiddetti idiosincratici, specifici dell'emittente, compresa la componente in riferimento al rischio di credito.

Non vengono inclusi nel campione i *project bonds*, dato che i crediti derivanti dai flussi di cassa potrebbero essere inerenti a progetti diversi con caratteristiche di rischio differenti.

Si limita inoltre il campione alle obbligazioni a tasso fisso, onde evitare che l'incertezza della variabilità dei tassi possa impattare sul prezzo dell'obbligazione. Inoltre, sono incluse nel campione obbligazioni tradizionali con circa la stessa maturity e denominate in USD (Dollari statunitensi) ed Euro.

Figura 15 – Grafico a dispersione dei rendimenti di Green Bond vs obbligazioni convenzionali e premi al rischio



Fonte: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1709h.htm

I risultati conseguiti indicano che gli emittenti di Green Bond hanno in media preso a prestito con spread inferiori rispetto alle obbligazioni tradizionali. Ciò non fa altro che confermare ulteriormente i risultati di altri studi recenti riportati nei paragrafi precedenti (Zerbib, 2017)¹⁸.

La differenza media dello spread nel campione esaminato ammonta a circa 18 basis points, che è complessivamente coerente con un'elevata domanda di Green Bond rispetto all'offerta, ossia un numero sufficiente di investitori preferisce detenere Green Bond per influenzare il prezzo di emissione⁷.

3.3 Social Bond

La International Capital Market Association (ICMA) ha individuato i social bond come emissioni obbligazionarie, il cui obiettivo è il finanziamento di progetti rivolti alla mitigazione delle condizioni di marginalità in cui versano specifiche fasce della popolazione.

Specificamente, le caratteristiche che fanno sì che l'emissione del titolo di debito sia destinata al finanziamento di quella specifica popolazione target, fanno riferimento a diversa natura o motivazione, ad esempio povertà, emigrazione, disabilità. L'obiettivo dei progetti finanziati, è quello di alleviare o rimuovere le cause di tali disagi, tramite ad esempio la fornitura di servizi essenziali (sanità, educazione) o più specifici come può essere la formazione per il lavoro¹⁹.

Come per i Green Bond²⁰, l'ICMA prevede che anche per questo genere di titoli, la denominazione Social sia ottenuta conseguentemente al rispetto di standard specifici, i Social Bond Principles che come i GBP individuano le quattro peculiarità relative alla destinazione dei proventi, alla valutazione del progetto e degli impatti che si vogliono generare, all'attività di reporting.

Anche per questo tipo di emissioni, è consigliato conseguire una certificazione per gli emittenti, secondo le quattro modalità indicate dall'ICMA: second party opinion, verification, certification e rating ESG²¹.

¹⁸ Zerbib O.D. (2017), "Is there a Green Bond Premium? The yield differential between green and conventional bonds".

¹⁹ Del Giudice A. (2019), "La finanza sostenibile. Strategie, mercato e investitori istituzionali", Giappichelli Editore.

²⁰ International Capital Market Association. (2018), *The Green Bond Principles*, disponibile al link (<https://www.icmagroup.org/green-social-and-sustainability-bonds/green-bond-principles-gbp/>).

²¹ Capitolo 1 – Par. 1.4.1 Rating ESG e metodologia di valutazione MSCI – Pag.9

Similmente a quanto accade per i Green Bond, sono individuate quattro tipologie di struttura per i Social Bond²²:

1. *Standard social use of proceeds bond*:

Consentono al sottoscrittore di agire nei confronti dell'emittente in caso di mancato adempimento degli oneri previsti;

2. *Social revenues bond*:

Consentono di rivalersi nei limiti di quanto generato dai flussi di cassa derivanti dal progetto oggetto di investimento

3. *Social project bond*:

Queste emissioni hanno esattamente lo stesso profilo di rischio del progetto che vanno a finanziare.

4. *Social securitized and social bond*:

Si presentano nella forma di Asset backed securities (ABS)²³ o Mortgage backed securities (MBS)²⁴, e sono garantiti da flussi di cassa generati da diversi progetti con destinazione social.

Per quanto concerne la struttura del mercato dei Social Bond, si è avuta una progressiva diffusione di questi a partire dal 2017, anno di introduzione dei Social Bond Principles.

L'ammontare complessivo è emesso per una percentuale superiore al 77% da enti pubblici o controllati dal settore pubblico, e per il restante 23% da banche e le tematiche prevalentemente affrontate e finanziate nell'ambito del finanziamento, sono inerenti all'housing sociale, all'istruzione e alla sanità.

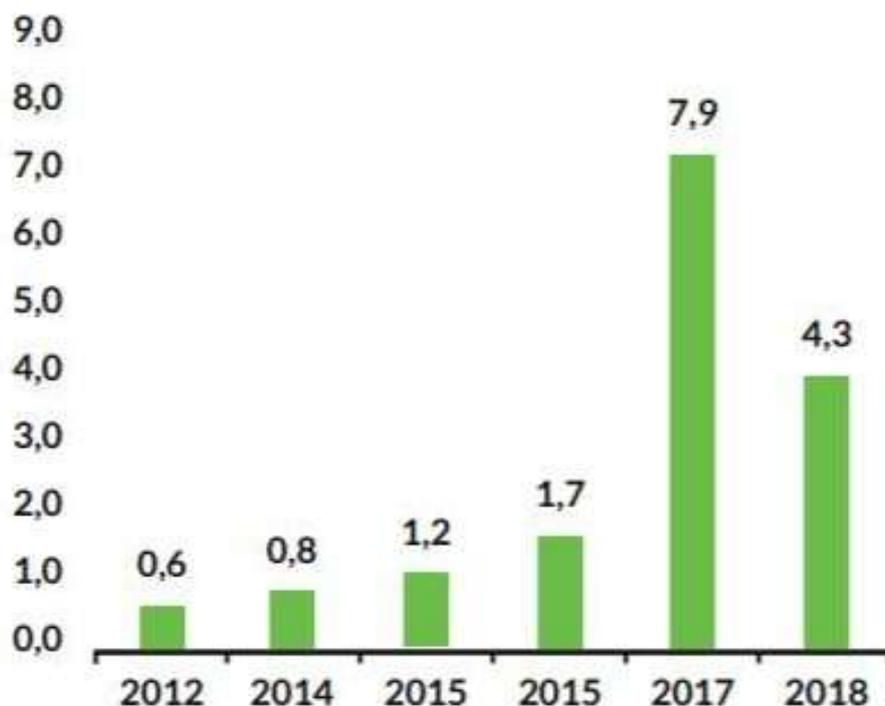
²² *International Capital Market Association. (2020), "Social Bond Principles Voluntary Process Guidelines for Issuing Social Bonds", disponibile al link <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/June-2020/Social-Bond-PrinciplesJune-2020-090620.pdf>*

²³ *CFR. Cap. 3 – Par. 3.2.1 L'indagine di NN Investments Partners – Pag 58 Nota Piè n. 11*

²⁴ *Ibidem*

Non sono diffuse emissioni di Corporate Social Bond, diversamente da quanto accade per i Green Bond, con l'unica eccezione di Danone, che nel 2018 ha emesso un'obbligazione Social che prevedeva l'investimento dei proventi nel miglioramento della sicurezza alimentare e nell'integrazione sociale dei lavoratori nella filiera di produzione.

Figura 16 – Emissioni di Social Bond in miliardi di dollari



Fonte: ICMA - SOCIAL BONDS The Social Bond market: towards a new asset class? – 2018

3.3.1 Social Bond emessi dalla Council of Europe Development Bank (CEB)

La CEB è una banca di sviluppo multilaterale²⁵ a vocazione esclusivamente sociale. Partecipa al finanziamento di progetti in ambito sociale, risponde a situazioni di emergenza e contribuisce al miglioramento delle condizioni e della qualità di vita delle popolazioni più disagiate, attraverso la collaborazione dei 41 stati ad essa affiliati.

²⁵ La Banca di sviluppo del Consiglio d'Europa (CEB) è una banca di sviluppo multilaterale con mandato esclusivamente sociale.

Attraverso il finanziamento e la consulenza tecnica per progetti ad alto impatto sociale nei suoi Stati membri, promuove attivamente la coesione sociale e rafforza l'integrazione sociale in Europa.

La CEB rappresenta un importante strumento della politica di solidarietà in Europa. Partecipa al finanziamento di progetti sociali, risponde a situazioni di emergenza e contribuisce a migliorare le condizioni di vita dei gruppi di popolazione più svantaggiati.

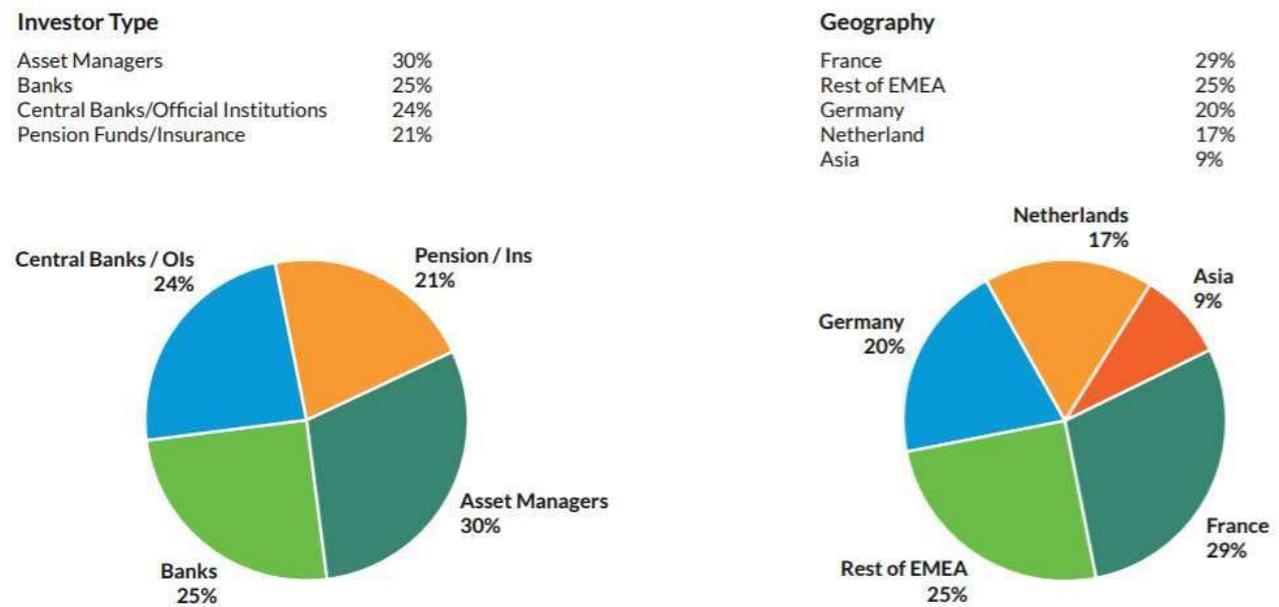
La CEB contribuisce all'implementazione e realizzazione di progetti di investimento socialmente impegnati, tramite tre tipologie settoriali in cui agisce, quali:

- Crescita sostenibile ed inclusiva;
- Integrazione di rifugiati, migranti e sfollati;
- Sviluppo di misure di adattamento e mitigazione del cambiamento climatico.

La CEB, ha emesso il suo primo Social Inclusion Bond nell'aprile del 2017 ed un secondo nel marzo del 2018, per un ammontare di 500 milioni di euro ciascuno ed una scadenza a 7 anni.

Sicuramente interessante risulta analizzare quello che è stata la suddivisione degli investitori nell'emissione di 500 milioni del 2017, che testimonia come nonostante l'ente emittente sia di matrice europea (Figura 17) l'interesse nell'emissione Social sia invece di respiro globale²⁶.

Figura 17 – Ripartizione investitori



Fonte: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Public-research-resources/II-LAB2019-02Social-Bonds-130219.pdf>

²⁶ International Capital Market Association, (2018). "SOCIAL BONDS: The Social Bond market: towards a new asset class?". Disponibile al link: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Public-research-resources/II-LAB2019-02Social-Bonds-130219.pdf>

Per quanto concerne l'utilizzo dei proventi derivanti dal progetto, l'emissione ha avuto sostanzialmente tre obiettivi, già centrali nell'attività della CEB, quali:

- Alloggi;
- Istruzione;
- Micro, piccole e medie imprese.

I progetti scelti, ricevono i finanziamenti tra i due anni che precedono l'emissione, e l'anno ad essa seguente. L'obbligo di attività di reporting, riguarda l'allocazione dei fondi raccolti per settore, paese ed anno.

I dettagli dei progetti finanziati o co-finanziati tramite le obbligazioni invece, non sono resi pubblici ma il tracciamento dei fondi assegnati è garantito internamente.

Figura 18 – Suddivisione settori di investimento e nazioni coinvolte



Fonte: ICMA - SOCIAL BONDS The Social Bond market: towards a new asset class? – 2018

Per quanto concerne la valutazione dell'impatto sociale, questa dipende da numerose variabili endogene ed esogene, e per impostare un unico criterio nella misurazione dei risultati conseguiti, è necessario far riferimento ad un limitato numero di indicatori.

La CEB, ha invece adottato un approccio project-based che consiste nell'evidenziare i risultati di ogni progetto nel contesto locale in cui è calato, senza sistematicamente estrapolarlo in una valutazione globale²⁷.

Di seguito, i risultati conseguiti per l'emissione del 2017 che riguardano i tre obiettivi prefissati:

1. Alloggi

Costo totale del progetto	€389 mln
Contenuto finanziato	33% mutui sociali per case di proprietà 67% prestiti ad operatori del mondo dell'edilizia sociale per affitto
Cifra totale investita	€150 mln
Indicatore di impatto sociale	Numero di abitazioni
Risultati a Marzo 2018	2'283

2. Istruzione

Costo totale del progetto	€90 mln
Contenuto finanziato	74% dedicato alla costruzione di scuole (asili, scuole primarie, secondarie ed università); 26% indirizzato alla costruzione e ristrutturazione di edifici per la formazione professionale
Cifra totale investita	€40 mln
Indicatore di impatto sociale	Numero di complessi costruiti
Risultati a Marzo 2018	212
Indicatore di impatto sociale	Numero di studenti beneficiari
Risultati a Marzo 2018	57'462

3. Micro, piccole e medie imprese

Costo totale del progetto	€684 mln
Contenuto finanziato	87% per investimenti produttivi; 11% capitale circolante
Cifra totale investita	€310 mln

²⁷ The Council of Europe Development Bank (2018) – "CEB publishes report on first Social Inclusion Bond". Disponibile al link: <https://coebank.org/en/news-and-publications/news/ceb-publishes-report-first-social-inclusion-bond/>

Indicatore di impatto sociale	Numero di imprese
Risultati a Marzo 2018	12'061 (7,600 micro, 3,898 piccole, 563 medie)
Indicatore di impatto sociale	Numero di posti di lavoro conservati
Risultati a Marzo 2018	112'877
Indicatore di impatto sociale	Numero di posti di lavoro creati
Risultati a Marzo 2018	1'228

3.4. Social Impact Bond (SIB)

Il Social Impact Bond è un contratto di finanziamento il cui obiettivo è quello di sostenere, attraverso l'innovazione sociale un progetto di investimento, il cui impatto misurabile e concreto, definisce anche la misura del rendimento per l'investitore.

Il termine *bond* nell'ambito di un Social Impact Bond, definisce semplicemente il legame tra l'investimento e l'impatto sociale da esso generato in quanto in realtà, oltre che obbligazioni, anche equity o strumenti ibridi possono essere utilizzati per finanziare un SIB²⁸.

Lo schema del SIB si inquadra nella contrattualistica complessa, vale a dire quelle forme contrattuali in cui più soggetti sono tra loro legati con differenti rischi ed oneri. Social Finance UK, intermediario specializzato nella finanza d'impatto sociale, lo definisce come un accordo tra diversi stakeholder, il cui perno è la pubblica amministrazione.

“Un contratto con la pubblica amministrazione, in cui quest'ultima si impegna ad effettuare un pagamento a fronte del miglioramento di risultati sociali. Sulla base di questo contratto, vengono raccolte risorse da investitori socialmente orientati. Tale investimento, è indirizzato al miglioramento dei risultati sociali. Se l'obiettivo prefissato viene raggiunto, gli investitori ricevono risorse dalla P.A. Viene restituito l'investimento iniziale, più un ritorno finanziario. L'entità del ritorno, è commisurata ai miglioramenti ottenuti²⁹.”

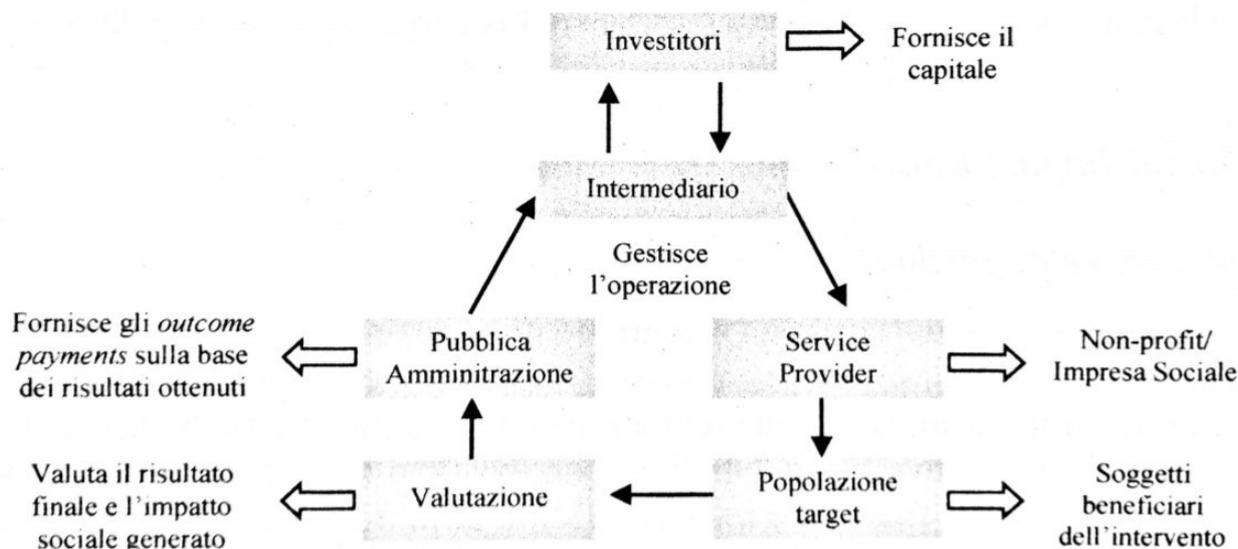
²⁸Del Giudice A. (2019), “La finanza sostenibile. Strategie, mercato e investitori istituzionali”, Giappichelli Editore.

²⁹Barclay, L. & Symons, T. (2013). *A Technical Guide to Developing Social Impact Bonds*. Social Finance UK, London, UK

I Social Impact Bond possono essere identificati come una nuova forma di collaborazione tra pubblico e privato, che collega la remunerazione del servizio al risultato finale effettivamente realizzato.

Lo schema in Figura 19 vede la presenza di quattro soggetti principalmente coinvolti: la pubblica amministrazione, titolare del capitolo di spesa (PA); un service provider, che è colui il quale eroga il servizio a favore di una popolazione individuata come target; un intermediario; un investitore esterno che si occupa del finanziamento del progetto. A questi soggetti, si aggiunge un quinto attore che ha il compito di verificare e validare i risultati effettivamente conseguiti.

Figura 19 – Schema di funzionamento SIB



Fonte: Del Giudice A. (2019), "La finanza sostenibile. Strategie, mercato e investitori istituzionali", Giappichelli Editore.

La PA promuove l'iniziativa su un progetto innovativo specifico e l'intermediario (tra i più noti menzioniamo Social Finance UK e Social Venture) si preoccupa di instaurare un rapporto e costruire la relazione con gli altri attori coinvolti, quali investitori e service provider.

Spesso l'intermediario risulta utile per porre rimedio alle limitazioni che i service provider possono avere nell'ambito della raccolta finanziaria, allestendo uno *special purpose vehicle*³⁰ che raccolga finanziamenti anche in forma di equity, per poi cederli al service provider stesso.

³⁰Una SPV è una controllata creata da una società controllante per isolare il rischio finanziario. Il suo status giuridico di società separata rende sicure le sue obbligazioni, anche in caso di fallimento della società madre. Per approfondimento:

<https://www.investopedia.com/terms/s/spv.asp#:~:text=A%20special%20purpose%20vehicle%2C%20also,the%20parent%20company%20goes%20bankrupt.>

Il ruolo dell'intermediario, è quello di avvicinare le parti più *risk-averse* (PA e service provider) agli investitori istituzionali, i quali pur essendo più propensi al rischio richiedono di essere messi in grado di gestirlo. Gli investitori più importanti nei SIB sono spesso motivati da un ritorno che è sia sociale che finanziario, per cui necessitano di misure appropriate nella gestione di portafoglio.

Il rendimento promesso corrisposto agli investitori, è legato alla buona riuscita del progetto innovativo, misurabile attraverso l'osservazione di un parametro d'impatto su cui le parti si sono inizialmente accordate³¹.

Il quinto soggetto coinvolto, il valutatore esterno, è generalmente un ente di studio e ricerca, che certifica il raggiungimento dell'obiettivo inizialmente prefissato.

È quindi fondamentale che il parametro d'impatto sociale scelto sia oggettivo e misurabile in maniera tale che una remunerazione coerente all'investitore sia garantita.

Tuttavia, il vero ostacolo per gli investitori risulta essere la stima del rischio in relazione all'investimento, che è legata alla stima della probabilità che l'innovazione sociale stabilita possa produrre un impatto positivo in grado di soddisfare le condizioni contrattuali³².

È dunque possibile affermare che vige un'asimmetria informativa circa la variabile di impatto sociale tra le parti coinvolte: Pubblica Amministrazione e service provider sono meglio informate rispetto all'investitore esterno che finanzia il progetto nella stima della probabilità di successo del progetto.

Si profila dunque un problema di agenzia a più livelli:

1. La *P.A.* può avere un incentivo a scegliere i progetti più difficilmente realizzabili e con obiettivi più difficilmente raggiungibili, essendo il suo impegno finanziario legato solo al successo dello stesso progetto;
2. Il *service provider* può avere un incentivo, viceversa, a selezionare una tipologia di progetto di più semplice realizzazione, aumentando così la sua probabilità di successo ed ottenerne altri in tal modo;
3. *L'investitore* infine, non ha la capacità di valutare la rischiosità del progetto e non ha strumenti di monitoraggio sul *service provider*.

³¹Wong J., Ortmann A., Motta A. (2013) "Understanding Social Impact Bonds and Their Alternatives: An Experimental Investigation"

³²Del Giudice A. (2019), "La finanza sostenibile. Strategie, mercato e investitori istituzionali", Giappichelli Editore.

La complessità che ne deriva nella realizzazione dello schema precedentemente proposto, si riflette in primis sui costi di realizzazione dei Social Impact Bond, che risultano particolarmente onerosi. Ciò, unitamente alle difficoltà di individuare misure di impatto sociale oggettive, misurabili univocamente e riconducibili al progetto, rende i SIB poco diffusi rispetto al loro potenziale.

Fermo restando l'evidente utilità dal punto di vista reputazionale e finanziario derivante da un investimento in Social Impact Bond, che permetterebbe ad un investitore finanziario allo stesso tempo di diversificare il proprio portafoglio rispetto agli investimenti tradizionali e di migliorare la propria reputazione, gli intermediari sono cauti nei confronti di questa forma di investimento³³.

Numerosi studi si sono finora basati, nell'analisi economica di questo genere di investimenti, sul profilo rischio-rendimento ad esso legato evidenziando come probabile causa alla base della diffidenza da parte degli investitori, un rendimento inadeguato se paragonato al rischio insito nel progetto.

Inquadrando ulteriormente questo aspetto nello schema proposto in precedenza, si evince come in realtà più che la variabile rendimento, sia proprio la struttura contrattuale utilizzata che espone gli investitori a problemi di *agency*.

Pertanto, per andare a definire quelle che sono le ragioni della modesta diffusione dei SIB, non si può prescindere dal prendere in considerazione congiuntamente sia le caratteristiche contrattuali dello schema, che le variabili finanziarie.

3.4.1 Agency theory e Social Impact Bond

L'*agency theory* è alla base della moderna contrattazione e individua un paradigma solido per spiegare i comportamenti dei principali attori coinvolti nell'emissione di un Social Impact Bond, definiti come *principal* e *agent* del contratto³⁴.

L'assunto di base risiede nell'asimmetria informativa tra essi esistente, che crea le condizioni per comportamenti opportunistici ai danni della parte penalizzata da tale asimmetria.

³³Fraser A., Tan S., Lagarde M., Mays N., (2016), "Narratives of Promise, Narratives of Caution: A Review of the Literature on Social Impact Bonds, Social Policy and Administration".

³⁴OECD (2016), "Understanding social impact bonds", disponibile al link: <http://www.oecd.org/cfe/leed/UnderstandingSIBsLux-WorkingPaper.pdf>

L'*agent* è chiamato dal *principal* a produrre un bene o fornire un servizio: le due parti stipulano un accordo, i cui termini contrattuali possono essere diversi, a partire dagli input produttivi fino alla definizione di determinati risultati da raggiungere rispettando degli standard qualitativi.

Aspetto fondamentale, è a remunerazione dell'*agent* nella contrattazione, e può essere di natura puramente aleatoria qualora legata al raggiungimento di determinati risultati.

Nella prima fase di design contrattuale, l'informazione asimmetrica ha una certa criticità, in quanto una delle due parti coinvolte può avere un numero di informazioni maggiore rispetto all'altra circa il bene o il servizio oggetto di negoziazione, per cui la parte in deficit informativo rischia di acquistare il bene o il servizio ad un prezzo più elevato rispetto a quello effettivo o di qualità inferiore a quella pattuita.

L'opportunismo contrattuale può anche venire alla luce ex post in termini di *moral hazard*³⁵, ovvero di azioni che arrecano un vantaggio a spese della controparte, facendo affidamento sul fatto che nelle difficoltà o nell'impossibilità da parte dell'altro attore di verificare tali azioni.

Gli assunti alla base del modello proposto, si basano sulla conflittualità e incompatibilità molto spesso tra gli obiettivi degli agenti coinvolti, ognuno dei quali agisce in modo da massimizzare la propria utilità attesa, e sulla superiorità informativa dell'*agent* che può danneggiare l'altra parte attraverso azioni da questi non osservabili.

Tornando allo schema di emissione di Social Impact Bond, vengono rivolte alcune critiche all'adozione del modello *principal-agent* per spiegare i comportamenti della figura del service provider.

Dal momento che tale figura ha spesso la forma sociale una cooperativa o comunque impresa votata al sociale, questa viene letta come garanzia sufficiente dal rischio di *moral hazard*, in quanto la limitazione nella distribuzione di utili costituirebbe già di per sé un ostacolo all'estrazione di benefici privati difficilmente aggirabili da parte del management.

³⁵ Il *Moral Hazard* è il rischio che una parte non abbia stipulato un contratto in buona fede o abbia fornito informazioni fuorvianti sulle sue attività, passività o capacità di credito. Può anche significare che una parte ha un incentivo ad assumere rischi inusuali nel disperato tentativo di ottenere un profitto prima che il contratto si risolva. Può manifestarsi in qualsiasi momento in cui due parti si accordano tra loro. Ciascuna parte di un contratto può avere l'opportunità di guadagnare agendo in contrasto con i principi stabiliti dal contratto.

Altri filoni della letteratura sugli operatori sociali, che ha come focus la natura dei beni scambiati, offre un'altra importante motivazione circa la superiorità dei modelli *principal-agent* per spiegare le relazioni in questi contesti.

Quando l'oggetto dello scambio ha natura prettamente "esperienziale", si basa cioè su un mix di fattori quantitativi e qualitativi, allora si ha una rilevante asimmetria tra *principal* e *agent*. L'istruzione, il reinserimento sociale di detenuti, sono ad esempio servizi misurabili negli input quantitativi. Pertanto, gli autori di questi studi (Hansmann, 2003; Ortmann e Schlesinger, 2003) sollevano l'obiezione che nonostante la forma giuridica di cooperativa assieme all'obiettivo sociale siano sicuramente dei fattori deterrenti a comportamenti scorretti o di *moral hazard*, la situazione di asimmetria informativa a favore dell'*agent* circa la reale qualità del servizio offerto è tale da compensare gli effetti benefici del vincolo morale e dell'obiettivo sociale.

In sintesi, si può dire come nella pratica tali modelli siano comunque quelli maggiormente diffusi nell'ambito dell'emissione e nella contrattualistica di strumenti SIB³⁶.

L'inadeguatezza del management della PA (*principal*) nell'affrontare relazioni contrattuali complesse e che richiedono il continuo monitoraggio lascia campo libero a comportamenti opportunistici sia *ex ante* con l'accettazione di progetti dal costo non proporzionato al servizio offerto, sia *ex post* nella difficoltà di implementare adeguati strumenti di monitoring.

Ciò che è però evidente è l'importanza del capitale reputazionale, ovvero del ruolo che le relazioni consolidate possono avere nell'attenuare i vincoli imposti ed allineare gli obiettivi tra le parti.

³⁶ Del Giudice A. (2019), "La finanza sostenibile. Strategie, mercato e investitori istituzionali", Giappichelli Editore.

Conclusioni

Il successo della finanza sostenibile deriva da una serie di elementi che hanno natura strutturale: da un lato, alle società è fatta richiesta di rendere note le informazioni non finanziarie, in maniera sistematica e sempre maggiormente dettagliata; dall'altro, si è intensificata la pressione regolamentare sugli investitori istituzionali, affinché siano maggiormente attivi sui temi della sostenibilità.

Le esigenze del mercato sono piuttosto elevate considerando che, come trattato nei capitoli dell'elaborato, la transizione verso business sostenibili richiede ingenti risorse finanziarie e la mitigazione degli impatti ambientali dipende sostanzialmente dall'innovazione tecnologica, in grado di rendere maggiormente efficiente la produzione e l'utilizzo dell'energia.

La letteratura converge nell'affermare che vi è una correlazione tra i concetti di sostenibilità di e creazione di valore economico: le imprese più virtuose, a fronte dei costi che sostengono per la sostenibilità ambientale e sociale, sono anche quelle meno esposte a rischi di natura sistematica e specifica. In un'ottica di valutazione finanziaria, i flussi generati da queste imprese sono scontati ad un tasso più basso, che riflette il minor rischio del capitale.

La creazione di valore avviene se i costi sostenuti sono più che compensati dalla diminuzione del rischio, dal momento che l'investimento in attività positivamente correlate con obiettivi sociali ed ambientali non è di per sé garanzia di efficacia, ma anzi potrebbe portare ad incomprensioni qualora non fosse adeguatamente specificato il requisito di materialità nella creazione di valore.

Dall'analisi del profilo rischio-rendimento si evince che la componente *social* è quella a contribuire in maniera critica alla mitigazione del rischio sistematico, in particolare se l'impresa cura con attenzione il rapporto con la comunità dove è inserita.

Sui rendimenti viceversa, non vi è alcuna evidenza di rapporti sistematici tra rating non finanziari ESG e performance finanziarie.

Sugli strumenti della Green Finance, la maggior parte dei risultati sono conseguiti nell'ambito dello studio dei Green Bond, piuttosto che dei Social o Social Impact Bond (Capitolo 3). Infatti, mentre le emissioni di Green Bond ammontano complessivamente ad un trilione di dollari, quelle di Social Bond attualmente ammontano a 14 miliardi circa.

Lo sviluppo dei Green Bond Principles da parte dell'ICMA ha sicuramente giocato un ruolo fondamentale per la crescita di questa tipologia di investimenti, la cui diffusione si spiega non solo dall'aumentata sensibilità alle tematiche ambientali, ma anche dalla formalizzazione di procedure che rendono gli investitori più *confident* circa l'effettiva *greenness* dell'investimento.

Infatti, l'89% dei Green Bond presenta la *label* che testimonia il rispetto degli standards imposti nei Green Bond Principles e sono emessi con sempre maggiore frequenza e consistenza anche da paesi sovrani.

I Social Bond Principles invece, sono stati introdotti dall'ICMA solo nel 2017, ed a ciò si deve il minor sviluppo rispetto ai green, in mancanza di una procedura comune, definita ed univocamente accettata. Tuttavia, il mercato sembra essere in fase di espansione se si considera che dallo stesso anno di introduzione dei principi, in cui il controvalore delle poche emissioni presenti ammontava a 1.5 miliardi di dollari, è cresciuto di circa dieci volte.

La finanza sostenibile, è qualche volta confusa (in quanto ne fa parte) con la più ampia finanza etica: ciò accade in quanto spesso non si presta particolare attenzione ai fattori sociali, che risultano essere quelli di più delicata valutazione per le agenzie di rating non finanziarie, diversamente dai fattori ambientali e di governance, viceversa più facilmente valutabili.

Sull'ambiente vi è un maggiore consenso sulle metriche da utilizzare, mentre sulle tematiche sociali vi è più incertezza e, paradossalmente, meno dibattito.

Anche volendo guardare al lavoro svolto dalla Comunità Europea, il TEG nello sviluppo della tassonomia sugli investimenti sostenibili ha definito in modo meticoloso la componente ambientale, mentre quella sociale della sostenibilità risulta ancora lacunosa.

Tuttavia, la S nell'ambito dei fattori ESG, dimostra avere un assoluto ruolo critico nell'ambito delle strategie di finanza sostenibile e portatrice di benefici rilevanti ai fini più ampi della creazione di un sistema economico – citando quanto detto dalla Commissione Europea – più resiliente e sostenibile.

Sintesi dell'elaborato

Capitolo 1.

La Finanza Sostenibile è l'applicazione del concetto di sviluppo sostenibile all'attività finanziaria. Genericamente, la Finanza Sostenibile rientra nei canoni della più ampia definizione di finanza etica, ovvero di quella finanza che effettua scelte economiche non - prevalentemente - in base al profitto, comprendendo anche scelte di investimento basate su motivazioni religiose, ideologiche, politiche, che non necessariamente possono essere razionalmente giudicate come "sostenibili" in un'ottica di interesse verso le nuove generazioni.

I sistemi di investimento considerati etici, più diffusi, comprendono due criteri di investimenti. In primis un criterio negativo, di screening, che escludono dal portafoglio titoli considerati inappropriati (*brown bonds*), quali ad esempio titoli di società che operano nel settore dell'estrazione di minerali. Un secondo criterio, di tipo positivo, che convoglia l'investimento verso imprese o settori con un orientamento ecologico positivo, basato su considerazioni associate alle qualità ecologica del core business dell'azienda in oggetto (e.g. energie rinnovabili).

Dalla crisi finanziaria del 2008, la reputazione di cui gode la finanza agli occhi dell'opinione pubblica è crollata a punti mai toccati precedentemente, per cui i benefici che essa genera sono riconosciuti soltanto da una parte minoritaria della popolazione, composta da studiosi ed esperti di settore, che riescono a comprendere le ricadute positive di una finanza al servizio della persona. Ciò che ha maggiormente fatto sì che si diffondesse la cattiva reputazione della finanza moderna presso l'opinione pubblica, è stato il suo progressivo distacco dall'economia reale: gli eccessi speculativi, che hanno visto la finanza investire su sé stessa piuttosto che in settori produttivi, e l'atteggiamento che ha caratterizzato i recenti scandali finanziari hanno allontanato la finanza dall'economia reale,

andando ad ampliare quindi ulteriormente la poca fiducia da parte del cittadino medio nelle istituzioni finanziarie e nei meccanismi che regolano il funzionamento del mercato. Uno dei primi passi volti alla diffusione degli strumenti legati alla Finanza Sostenibile è l'emissione del primo Green Bond, denominato come "obbligazione di sensibilizzazione al clima", emesso dalla European Investment Bank (EIB) nel 2007. Da allora, il mercato dei Green Bond ha continuato a crescere non solo dal punto di vista dell'ammontare totale delle emissioni, ma anche sulla base di altri aspetti. Nella trattazione di temi come la Finanza Sostenibile, piuttosto che di investimento responsabile, non si può prescindere da un richiamo ai fattori che sono comunque alla base di tale modo di operare e di investire, quali i fattori ESG.

Come si evince dall'acronimo, i fattori ESG riguardano tre aree di sensibilità sociale:

4. *Environmental criteria*: si riferiscono ai consumi di energia dell'impresa, alla riduzione degli sprechi ed alla conservazione delle risorse naturali.
5. *Social criteria*: sono invece relativi ai rapporti di business dell'impresa. Vi rientrano le tematiche di gestione del rapporto con il personale e degli standard lavorativi, il rispetto dei diritti umani ed i rapporti con le comunità civili.
6. *Governance criteria*: fanno riferimento alle pratiche di gestione societaria. Gli investitori, istituzionali o privati che siano, hanno bisogno di essere assicurati che le decisioni siano prese dai vertici societari in totale trasparenza e libertà da pressioni esterne, di natura politica o economica.

L'introduzione e l'utilizzo degli ESG ha fatto sì che il dibattito sulla cosiddetta Corporate Social Responsibility sia definitivamente concluso. Si può tranquillamente affermare che la Responsabilità Sociale di impresa non è più un discorso solo d'ambito filantropico, ma decisamente pratico.

Tuttavia, mentre i principi della sostenibilità non finanziaria sono di natura generale, quantificare economicamente l'applicazione concreta della sostenibilità non finanziaria è estremamente complesso, e misurare l'impatto economico gioca un ruolo assolutamente critico per la finanza sostenibile, che oltre a mirare ad avere un impatto positivo per la società nel medio-lungo termine, non trascura il conseguimento di un vantaggio economico.

La difficoltà di fondo risiede nella diversa materialità dei fattori ESG: la sostenibilità ambientale e sociale, comporta degli investimenti a fronte dei quali ci si attende dei benefici futuri; la buona

gestione della governance aziendale invece, non richiede investimenti ma spesso spiega le performance degli altri due indicatori della sostenibilità.

Le tematiche ambientali, sociali e di governance che presentano aspetti di materialità rilevanti, vengono approfonditamente esaminate dalle varie agenzie di rating e quantificate in punteggi che determinano l'esposizione al rischio della società su delle questioni chiave, che compongono le matrici di valutazione utilizzate dalle società.

La base dell'attività di ricerca di MSCI è l'osservazione dell'intersezione e del legame che intercorre tra l'azienda e il suo core business da un lato e le criticità del settore di appartenenza dall'altro.

La metodologia di rating ESG di MSCI valuta unitamente rischi ed opportunità legate agli argomenti più critici e/o rilevanti in tema di responsabilità sociale d'impresa. Quantifica le esternalità negative legate all'attività economica che possono divenire un costo inatteso nel medio-lungo orizzonte temporale, ma allo stesso tempo include nella sua valutazione le opportunità che possono essere capitalizzate nello stesso periodo.

Ogni fattore chiave è ponderato in termini di rischio e opportunità in relazione al settore industriale e ognuno dei tre pilastri E, S e G è valutato a partire dalle tematiche rilevanti ai fini della materialità.

Il rating finale viene assegnato tenendo in considerazione la normalizzazione del valore conseguito rispetto al settore industriale di appartenenza. Il punteggio ottenuto poi, viene ricalibrato su un intervallo determinato ogni anno, sulla base di una media dei punteggi realizzati negli ultimi tre anni.

La materialità per gli analisti di MSCI riguarda la valutazione della probabilità che un rischio diventi un costo rilevante nel medio-lungo termine, o che un'opportunità si tramuti in un profitto significativo.

Oltre alla sola esposizione ai rischi ed opportunità, gli analisti valutano anche la capacità dell'azienda di gestire tali situazioni.

Capitolo 2.

La Commissione Europea, parlando di economia sostenibile, ha evidenziato come si stia facendo sempre più forte la minaccia legata al cambiamento climatico e all'esaurimento delle risorse, sostenendo che gli attuali livelli di investimento non risultano sufficienti per fronteggiare tali problematiche ambientali.

L'8 marzo del 2018, la Commissione ha pubblicato il suo piano d'azione sulla finanza sostenibile, il quale fa parte di un impegno più ampio volto a rendere possibile il collegamento del mondo della finanza alle specifiche esigenze dell'economia europea e globale, a beneficio del pianeta e della società.

In particolare, il piano presenta i seguenti tre obiettivi:

- a. Riorientare i flussi di capitale verso investimenti sostenibili per il raggiungimento di una crescita inclusiva e sostenibile;
- b. Gestire i rischi finanziari derivanti dal cambiamento climatico, l'esaurimento delle risorse e le questioni sociali;
- c. Promuovere la trasparenza ed una visione di lungo periodo nell'attività economica e finanziaria.

Questi obiettivi si traducono nelle dieci concrete actions riportate di seguito:

1. Istituire un sistema di classificazione a livello europeo per le attività sostenibili;

La proposta definisce dei criteri uniformi per determinare la sostenibilità dal punto di vista ambientale di un'attività economica, e stabilisce la necessità di istituire un processo che coinvolga una piattaforma multi-stakeholder per formalizzare la tassonomia in maniera univoca, basata su una serie di criteri specifici che fornirebbe agli attori economici e agli investitori una maggiore chiarezza su quali siano le attività da considerare per le loro scelte di investimento, garantendo in tal modo che queste contribuiscano realmente al raggiungimento degli obiettivi ambientali nel rispetto degli standard sociali e di governance minimi.

Tali criteri sono di seguito elencati:

- a. mitigazione del cambiamento climatico;
- b. adattamento al cambiamento climatico;
- c. uso sostenibile e protezione delle risorse idriche e marine;
- d. transizione verso l'economia circolare, con riferimento anche al riciclo dei rifiuti;
- e. prevenzione e controllo dell'inquinamento;
- f. protezione della biodiversità e della salute degli eco-sistemi.

Per far sì che queste attività siano allineate alla tassonomia, si dovrà inoltre dimostrare che tali non abbiano un impatto significativamente negativo sui restanti obiettivi, e di rispettare quanto stabilito in materia dalle Nazioni Unite e dall'OCSE (Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico).

La definizione proposta di eco-compatibilità di una attività, prevede che questa soddisfi i seguenti quattro criteri:

- contribuire positivamente ad almeno uno dei sei obiettivi ambientali;
- non produrre impatti negativi su nessun altro obiettivo;
- essere svolta nel rispetto di garanzie sociali minime (per esempio, quelle previste dalle convenzioni dell'Organizzazione Internazionale del Lavoro – OIL
- rispettare i criteri tecnici identificati dal TEG. Nel corso della propria azione, il tema di massima priorità per il TEG è stato quello del cambiamento climatico, elaborando in tal senso raccomandazioni sulla mitigazione e sull'adattamento (ovvero, i primi due obiettivi).

2. Creare standard ed etichette per i prodotti della Green Finance

Sulla base della tassonomia sulla sostenibilità ideata dal TEG, la seconda azione concreta posta in essere dalla Commissione Europea riguarda la creazione di norme ed etichette per prodotti finanziari green al fine di ciò tutelare l'integrità e la fiducia nel mercato finanziario sostenibile, oltre a consentire un accesso facilitato ad investitori interessati.

L'esempio principale non possono che essere i Green Bond che consentono ad entità quali banche, aziende, organizzazione governative, di prendere in prestito denaro dagli investitori al fine di finanziare o rifinanziare progetti, beni o attività legate alla green label.

3. Promuovere l'investimento in progetti sostenibili.

La Commissione analizza che la mobilitazione di capitali privati per progetti sostenibili, in particolare per le infrastrutture, è un requisito imprescindibile per la transizione verso un modello economico più sostenibile. Infatti, secondo l'OCSE, le infrastrutture contribuiscono circa al 60% delle emissioni di gas a effetto serra.

Oltre ai progetti infrastrutturali su larga scala, la transizione verso l'energia pulita richiede che siano resi disponibili anche finanziamenti adeguati a progetti su piccola scala in particolare per quanto riguarda i miglioramenti dell'efficienza energetica, ad esempio negli edifici, e la diffusione delle energie rinnovabili.

4. Includere il concetto di sostenibilità nell'ambito della consulenza finanziaria;

Fornendo consulenza, le imprese di investimento ed assicurative (tra cui gli stessi assicuratori che offrono prodotto in maniera diretta), possono giocare un ruolo centrale nel riorientamento del sistema finanziario verso la sostenibilità.

Nel processo di consulenza, gli intermediari sono tenuti a valutare gli obiettivi di investimento e la tolleranza al rischio, per poter raccomandare gli strumenti finanziari più rispondenti al profilo dell'investitore.

5. Sviluppo di benchmark con riferimento alla sostenibilità

I benchmark sono indici che rivestono un ruolo fondamentale nella formazione dei prezzi degli strumenti finanziari ed altre attività in genere nel sistema finanziario. Sono utili strumenti anche per gli investitori, in quanto permettono di tenere traccia e misurare le performance di tali strumenti finanziari facilitando la scelta degli investitori circa la loro allocazione.

I benchmark tradizionalmente utilizzati non tengono in considerazione obiettivi di sostenibilità, se non in grado molto limitato, e non risultano appropriati alla misurazione delle performance di investimenti green.

6. Integrazione del concetto di sostenibilità nella determinazione del rating e nelle ricerche di mercato

Negli ultimi anni le agenzie di rating etico e di sostenibilità hanno intensificato i loro sforzi nella direzione di una valutazione più accurata delle prestazioni ambientali, sociali e di governance delle aziende e la loro capacità di gestire i rischi legati alla sostenibilità. Tali valutazioni possono effettivamente contribuire a un'allocazione più sostenibile del capitale e a migliorare il flusso di informazioni tra emittenti e investitori. La mancanza di standard di mercato ampiamente accettati per valutare le performance di sostenibilità delle imprese rende particolarmente importante la trasparenza della metodologia utilizzata dai provider per le ricerche di mercato.

7. Chiarire il ruolo ed i doveri di asset manager ed investitori istituzionali in questo contesto

Secondo la Commissione, l'evidenza empirica suggerisce che investitori istituzionali ed asset managers non considerano ancora sistematicamente i fattori di sostenibilità e i rischi nel processo di investimento e non approfondiscono a sufficienza con i loro clienti se e come considerano questi fattori di sostenibilità nel loro processo decisionale.

L'obiettivo primario è quello di fornire degli standard armonizzati di trasparenza che gli interlocutori nel mercato devono tenere rispetto all'integrazione del rischio di sostenibilità.

8. Includere la sostenibilità nei requisiti prudenziali

A partire dallo sviluppo della tassonomia sulle attività sostenibili ideata dal TEG, la Commissione valuterà la possibilità di adottare requisiti patrimoniali maggiormente appropriati a rispecchiare il rischio derivante dalla detenzione di attività sostenibili detenute da banche e compagnie assicurative.

9. Rafforzare la trasparenza in ambito di sostenibilità nelle informative e nelle regole contabili

In termini di divulgazione da parte del settore finanziario, la Commissione sostiene che è opportuno accrescere la trasparenza dei gestori patrimoniali e degli investitori istituzionali, anche per quanto riguarda il modo in cui essi considerano i rischi di sostenibilità e la loro esposizione ai rischi legati al clima.

10. Promuovere un concetto di corporate governance sostenibile ed attenuare la tendenza dei mercati ad avere un'ottica di breve periodo.

Per promuovere una governance aziendale maggiormente orientata agli investimenti sostenibili, la Commissione svolgerà un lavoro analitico e consultivo con le parti interessate per valutare i seguenti punti: in primis, l'eventuale necessità di richiedere ai consigli di amministrazione aziendali di sviluppare e divulgare una strategia di sostenibilità, compresa un'adeguata due diligence lungo tutta la supply chain e di fissare obiettivi di sostenibilità misurabili ed in seguito l'eventuale necessità di chiarire le regole in base alle quali ci si aspetta che gli amministratori agiscano nell'interesse a lungo termine della società.

Proseguendo nell'analisi normativa degli strumenti di Finanza Green, un altro contributo rilevante è fornito dal "*Green New Deal*": è un progetto di legge che ha l'obiettivo di porsi come risposta con misure concrete all'emergenza dei cambiamenti climatici, il cui documento di legge cita:

"Si tratta di una nuova strategia di crescita mirata a trasformare l'UE in una società dotata di un'economia moderna, efficiente sotto il profilo delle risorse e competitiva che nel 2050 non genererà emissioni nette di gas a effetto serra e in cui la crescita economica sarà dissociata dall'uso delle risorse".

Per quanto concerne gli obiettivi dell'ambizioso progetto descritto, specificatamente si vuole raggiungere una decarbonizzazione del settore energetico, che è responsabile del 75% delle emissioni inquinanti. La trasformazione, inoltre, riguarderà tutto il sistema di produzione industriale, ed anche la mobilità dovrà essere ripensata in termini di sostenibilità, considerando che il settore dei trasporti contribuisce per il 25% delle emissioni inquinanti nel continente. Il motore finanziario alla base del progetto sarà il cosiddetto Meccanismo di transizione equa, basato su un fondo specifico proveniente dalle casse dell'UE, sull'erogazione di finanziamenti da parte di InvestEu e su un sistema di prestiti

in favore del settore pubblico. Il fondo di 7,5 miliardi di euro messo a disposizione dall'Unione Europea per il Green New Deal verrà elargito ai vari Paesi membri sulla base delle necessità economiche di ciascuno, per raggiungere la neutralità.

La quota erogata ad ogni Stato quindi differirà: prendiamo in esame il caso di uno stato come la Polonia, che presenta un settore industriale ancora fortemente legato al consumo di carbone, e che di conseguenza avrà bisogno di finanziamenti più ingenti per realizzare la transizione prevista.

In generale, i Paesi membri riceveranno importi in base a specifici progetti di riconversione presentati e analizzati dalla Commissione.

Nel febbraio 2020 la European Securities and Market Authority (ESMA) - l'autorità di regolamentazione dei mercati mobiliari dell'UE - ha pubblicato la sua strategia sulla finanza sostenibile.

La strategia illustra come l'ESMA metterà la sostenibilità al centro delle sue attività, integrando nel suo lavoro fattori ambientali, sociali e di governance (ESG).

I mercati finanziari sono in un momento di forte evoluzione, dal momento che è possibile osservare un mutamento nelle preferenze degli investitori verso un interesse per prodotti finanziari che incorporano fattori ambientali, sociali e di governance (ESG), che si sono rapidamente ed ampiamente diffusi negli ultimi anni. Inoltre, i fattori di sostenibilità stanno influenzando sempre più rischi, rendimenti e valore degli investimenti. Questo ambiente mutevole ha implicazioni per la missione dell'ESMA di migliorare la protezione degli investitori e di promuovere la stabilità e l'ordine mercati finanziari.

Per rispondere a queste nuove sfide, e in linea con la revisione del regolamento dell'ESMA, che gli conferisce ulteriori responsabilità e compiti in relazione a temi di finanziaria sostenibile, per l'autorità sarà necessario:

- a. tenere conto dei fattori ESG in tutta la gamma delle sue attività: dal Singolo Regolamento, alla supervisione diretta;
- b. monitorare e valutare gli sviluppi del mercato relativi all'ESG e monitorare i rischi a tali fattori collegati, oltre a includere il rischio sistemico legato all'ambiente nei suoi stress test (attività di valutazione del rischio).

Al fine di promuovere lo sviluppo di un sistema finanziario globale più sostenibile è necessario analizzare i principi per l'investimento responsabile, ovvero i criteri stabiliti dalle Nazioni Unite, a cui si deve attenere una rete internazionale di investitori istituzionali e al dettaglio operanti per lo sviluppo di un sistema finanziario globale più sostenibile.

Il PRI è attualmente l'organismo internazionale più autorevole nel campo della finanza responsabile ed i suoi standard sono considerati il punto di riferimento per le aziende che vogliono entrare nel mondo dell'investimento sostenibile e responsabile.

Tali principi sono stati sviluppati da un gruppo internazionale di investitori istituzionali che riflettono la crescente importanza delle tematiche ESG nelle pratiche di investimento e sono:

1. Integrare le tematiche ESG nell'analisi e nei processi decisionali riguardanti gli investimenti.
2. Essere azionisti attivi e incorporare le tematiche ESG nelle politiche e nelle pratiche di investimento attivo.
3. Chiedere un'adeguata comunicazione relativamente alle tematiche ESG da parte degli enti nei quali si investe.
4. Promuovere l'accettazione e l'applicazione dei Principi nel settore finanziario.
5. Collaborare per migliorare l'efficacia nell'applicazione dei principi.
6. Comunicare le attività e i progressi compiuti nell'applicazione dei principi.

I firmatari di tali principi, in qualità di investitori, si impegnano pubblicamente ad adottarli e applicarli, laddove essi siano coerenti con le responsabilità fiduciarie, garantendo anche di valutarne l'efficacia e migliorarne il contenuto nel tempo.

Accanto a ciò è necessario anche analizzare i principi dei Green Bond (Green Bond Principles, GBP). Questi promuovono l'integrità nel mercato dei Green Bond attraverso delle linee guida che mirano ad incentivare la trasparenza, la divulgazione e la trasmissione di informazioni.

I GBP si prestano ad un utilizzo molto ampio nel mercato: forniscono agli emittenti indicazioni sulle componenti chiave per l'emissione di una obbligazione verde, assistono gli investitori promuovendo e consentendo l'accesso alle informazioni necessarie per valutare l'impatto positivo dei propri investimenti in Green Bond ed aiutano i sottoscrittori dei titoli indirizzando il mercato nel divulgare informazioni utili ad agevolare più transazioni.

Alla base dei principi vi è la necessità che gli emittenti seguano una procedura e divulgino una informativa trasparente, la quale può essere utilizzata da investitori, istituti bancari, sottoscrittori, consulenti finanziari e tutte le parti coinvolte in un investimento, per comprendere le caratteristiche di ogni singolo Green Bond.

Oltre alla citata necessità di trasparenza, i GBP pongono l'accento sulla accuratezza ed integrità delle informazioni che dovranno essere comunicate e riportate dagli emittenti agli stakeholder. Per quanto concerne il contenuto pratico, i principi poggiano su quattro punti fondamentali, quali:

1. Utilizzo dei Proventi;
2. Processo di Valutazione e Selezione del progetto;
3. Gestione dei Proventi;
4. Attività di Reporting;

Tali attività, possono ricevere un ulteriore contributo in termini di verifica di consistenza e veridicità delle informazioni, da parte di un revisore esterno incaricato. Genericamente, gli approcci che il revisore può adottare nella sua opera di valutazione del rispetto dei principi dei green bond nell'emissione obbligazionaria, vengono riassunti nei seguenti quattro:

1. Second party opinion delle strategie, dei principi e/o delle procedure dell'emittente in relazione alla sostenibilità ambientale, oltre ad un'analisi delle caratteristiche ambientali del tipo di progetti cui è destinato l'uso dei proventi derivanti.
2. Verifica da parte di un soggetto terzo, in relazione a specifiche fasi e tematiche coinvolte nell'emissione.
3. Certificazione: l'emittente può richiedere che il processo di emissione e l'utilizzo dei proventi siano verificati rispetto a standard riconosciuti di valutazione ambientale esterni.
4. Rating del Green Bond: l'emittente, può richiedere che i propri Green Bond siano valutati da agenzie di rating, sulla base di una metodologia predefinita

Capitolo 3.

I Green Bond possono essere emessi sia da intermediari finanziari che direttamente da società: i primi a loro volta concedono prestiti coerenti con la dicitura green, mentre le società semplicemente possono necessitare di risorse per investimenti.

Ciò che sostanzialmente differenzia le obbligazioni verdi da tutte le altre emissioni obbligazionarie, come detto, è l'uso dei proventi che ne derivano: la qualifica green sottintende l'impegno ad utilizzare le risorse raccolte dall'emissione in progetti specifici che garantiscano conseguenze positive e misurabili sull'ambiente.

La maggior parte dei Green Bond si configura come *senior unsecured bond* a tasso fisso con scadenza media intorno ai 5 anni per una dimensione media di 107 milioni di dollari ed un'emissione obbligazionaria che rispetta le quattro caratteristiche dei GBP, assume la denominazione di *labelled*.

L'ICMA, individua quattro tipologie di emissioni Green:

1. *Standard green use of proceeds bond:*

Si tratta di un'obbligazione *recourse*, i cui proventi devono essere gestiti e tracciati, così da poter verificare la relazione tra il capitale e l'utilizzo di quest'ultimo nei progetti finanziati. Queste obbligazioni, sono di solito emesse da società o intermediari finanziari, e danno al sottoscrittore il diritto al rimborso del capitale spettante agendo nei confronti dell'emittente qualora non fosse onorato l'adempimento dovuto (*recourse to the issuer*, come detto). Il rischio dunque, è egualmente ripartito tra emittente ed investitore.

2. *Green Revenue Bond:*

Sono obbligazioni che remunerano l'investitore in base ai flussi di cassa generati dal progetto ambientale finanziato. Considerando che tali obbligazioni sono *non recourse*, risultano più rischiose dato che il sottoscrittore non può agire nei confronti dell'emittente a scadenza il capitale non sia integralmente rimborsato.

3. *Green Project Bond:*

Si tratta di obbligazioni emesse per finanziare progetti ambientali anche molteplici, e l'investitore può o meno chiedere garanzie all'emittente sul capitale sottoscritto.

4. *Securitized Bond*:

Questo tipo di obbligazioni finanziano gruppi di progetti specifici o un singolo progetto. Tra queste obbligazioni ci sono gli “Asset-Backed securities” (ABS).

Nell’ambito delle tipologie di obbligazioni descritte, il 59% è rappresentato dai Green Proceeds Bond, che risultano la forma più diffusa, seguiti dai Securitized, che costituiscono il 15%.

Numerosi studi sono stati effettuati negli ultimi anni per andare a comprendere in maniera approfondita quelle che sono le differenze strutturali che caratterizzano i Green Bond a differenza delle obbligazioni tradizionali, definite in tale ambito “*Brown Bond*”.

Gli investitori possono essere disponibili a sacrificare del rendimento per favorire l’essenza green dell’emissione; ciò potrebbe portare ad uno sconto sulla cedola del green bond, rispetto al comparabile brown ed in effetti, alcuni studi hanno empiricamente dimostrato l’esistenza di uno sconto cedolare che rende, in media, i Green Bond più vantaggiosi per l’emittente.

Una gamma sempre più ampia di investitori sta valutando la possibilità di sostituire parti del loro portafoglio obbligazionario con un’allocazione in Green Bond, perché attratti dal loro profilo di rischio-rendimento. A tal proposito, NN Investment Partners ha effettuato un’analisi il cui obiettivo è quello di mostrare il comportamento dell’indice Bloomberg Barclays MSCI Euro Green Bond, confrontandolo con un indice composto da obbligazioni corporate e governative denominate in euro, Bloomberg Barclays MSCI Euro Aggregate Index, proprio per confermare quanto detto pocanzi, ossia che spesso il profilo rischio-rendimento di obbligazioni Green può risultare più vantaggioso rispetto alle corrispettive tradizionali.

L’analisi include solo gli ultimi quattro anni in quanto prima del 2016 il mercato Green Bond non era ancora abbastanza sviluppato per poter realizzare un confronto consistente e di rilevanza.

Nel 2019 si evince che l’indice costituito da Green Bond ha generato rendimenti pari al 7,4%, rispetto al 6,0% conseguito dall’indice composto da sole obbligazioni ordinarie. Gli stessi Green Bond in euro hanno sovraperformato per tre dei quattro anni esaminati, con una media dello 0,70% per anno. Inoltre, si è notato come la volatilità annua dell’indice Green Bond sia stata più elevata per tre di questi quattro anni. Ciò è emblematico nell’analizzare come le migliori performance siano legate ad una rischiosità maggiore.

Lo studio condotto da NN Investment Partners, si sofferma successivamente sul segmento corporate delle emissioni incluse nei due indici presi in esame.

Nel 2019, i Green Corporate Bond, hanno generato rendimenti del 6,4% rispetto al 6,2% delle obbligazioni societarie ordinarie e hanno sovraperformato tre dei quattro anni presi in esame (2016, 2018, 2019).

Focalizzandoci sul punto di vista della volatilità annua, questa per i titoli obbligazionari societari Green è stata maggiore per tutti e quattro gli anni, ma nel caso delle obbligazioni societarie, diversamente da quanto visto per l'indice nel suo complesso, questo divario è andato ad assottigliarsi di anno in anno¹⁴. Ciò dimostra come con gli ulteriori sviluppi avuti da tale mercato, con una crescente fiducia da parte dell'opinione pubblica ed una diffusione molto rapida, anche il profilo di rischio dei titoli di debito Green si sia mosso in una direzione di relativa sicurezza, anche grazie ai provvedimenti di tipo legislativo che si sono seguiti nel corso degli anni a partire dalle certificazioni richieste per l'emissione.

Affinché il mercato dei Green Bond sia in grado di canalizzare una quantità significativa di fondi in progetti ecocompatibili, tali emissioni dovrebbero anche soddisfare le esigenze degli emittenti oltre che degli investitori. Guardando al punto di vista dell'emittente, il profilo di rischio di un Green Bond essenzialmente coincide con quello di un'obbligazione convenzionale; tuttavia i proventi dell'emissione di un Green Bond sono destinati al finanziamento di progetti ecocompatibili, ed il contributo alla realizzazione, la raccolta dei fondi, è generata dai flussi di cassa dell'intera attività dell'emittente, non solo del progetto relativo all'emissione. Queste caratteristiche hanno per forza di cose implicazioni sulla determinazione del prezzo dei Green Bond e conseguentemente sulla loro capacità di attrarre investitori.

La questione è: la *Green Label* influenza il prezzo che gli emittenti sono disposti a pagare (in altre parole, il differenziale di rendimento rispetto ai tassi privi di rischio che sono disposti ad accettare) per un'obbligazione?

Per analizzare gli effetti della Green Label sul prezzo dell'obbligazione, si vanno a confrontare i differenziali nell'emissione di un gruppo di 21 Green Bond emessi tra il 2014 ed il 2017, con i differenziali di credito all'emissioni di obbligazioni tradizionali emesse dagli stessi emittenti su un orizzonte temporale quanto più comparabile e simile possibile.

Dal momento che la maggior parte degli emittenti di Green Bond emette regolarmente anche obbligazioni tradizionali, il confronto proposto consente di isolare i fattori cosiddetti idiosincratici, specifici dell'emittente, compresa la componente in riferimento al rischio di credito.

I risultati conseguiti indicano che gli emittenti di Green Bond hanno in media preso a prestito con spread inferiori rispetto alle obbligazioni tradizionali.

La differenza media dello spread nel campione esaminato ammonta a circa 18 basis points, che è complessivamente coerente con un'elevata domanda di Green Bond rispetto all'offerta, ossia un numero sufficiente di investitori preferisce detenere Green Bond per influenzare il prezzo di emissione.

Altri strumenti di finanza sostenibile analizzati sono i Social e Social Impact Bond:

1. Social Bond

L'ICMA ha individuato i social bond come emissioni obbligazionarie, il cui obiettivo è il finanziamento di progetti rivolti alla mitigazione delle condizioni di marginalità in cui versano specifiche fasce della popolazione. Specificamente, le caratteristiche che fanno sì che l'emissione del titolo di debito sia destinata al finanziamento di quella specifica popolazione target, fanno riferimento a diversa natura o motivazione, ad esempio povertà, emigrazione, disabilità. L'obiettivo dei progetti finanziati, è quello di alleviare o rimuovere le cause di tali disagi, tramite ad esempio la fornitura di servizi essenziali (sanità, educazione) o più specifici come può essere la formazione per il lavoro. Come per i Green Bond, l'ICMA prevede che anche per questo genere di titoli, la denominazione Social sia ottenuta conseguentemente al rispetto di standard specifici, i Social Bond Principles che come i GBP individuano le quattro peculiarità relative alla destinazione dei proventi, alla valutazione del progetto e degli impatti che si vogliono generare, all'attività di reporting.

2. Social Impact Bond

Il Social Impact Bond è un contratto di finanziamento il cui obiettivo è quello di sostenere, attraverso l'innovazione sociale un progetto di investimento, il cui impatto misurabile e concreto, definisce anche la misura del rendimento per l'investitore.

Il termine bond nell'ambito di un Social Impact Bond, definisce semplicemente il legame tra l'investimento e l'impatto sociale da esso generato in quanto in realtà, oltre che obbligazioni, anche equity o strumenti ibridi possono essere utilizzati per finanziare un SIB²⁸.

Lo schema del SIB si inquadra nella contrattualistica complessa, vale a dire quelle forme contrattuali in cui più soggetti sono tra loro legati con differenti rischi ed oneri. Social Finance UK, intermediario specializzato nella finanza d'impatto sociale, lo definisce come un accordo tra diversi stakeholder, il cui perno è la pubblica amministrazione. La complessità che ne deriva nella realizzazione dello schema precedentemente proposto, si riflette in primis sui costi di realizzazione dei Social Impact Bond, che risultano particolarmente onerosi. Ciò, unitamente alle difficoltà di individuare misure di impatto sociale oggettive, misurabili univocamente e riconducibili al progetto, rende i SIB poco diffusi rispetto al loro potenziale.

Bibliografia

- Akerlof G. (1970), "The market for 'lemons': Quality and market mechanism", *Quarterly Journal of Economics*, 84, 488-500
- Alchian A. e Demsetz H. (1972), "Production, information costs and economic organization", *American Economic Review*, 62, 777-795
- Altis-Equita (2019), "Sostenibilità: una valutazione su misura per le PMI. Come valorizzare le condotte ESG delle aziende in piccole e medie dimensioni".
- Alvaro S., Mollo G., e Siciliano G. (2019), "Investitori istituzionali, governo societario e codici stewardship", *Quaderni Giuridici Consob*, n. 19, 1-78
- Arena M., Bengo I., Calderini M. e Chiodo V., (2016), "Social impact bonds: Blockbuster or flash in a pan?", *International Journal of Public Administration*, 39, 927-939.
- Bank for international settlements, (2020), "Green bond finance and certification", (https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1709h.htm)
- Barclay, L. & Symons, T. (2013). "A Technical Guide to Developing Social Impact Bonds." Social Finance UK, London, UK.
- Becchetti L., Bachelet M. e Manfredonia S. (2019), "The Green Bonds Premium Puzzle: The Role of Issuer characteristics and Third-Party verification", (<https://www.mdpi.com/2071-1050/11/4/1098>).
- Benabou R. e J. (2010), "Individual and corporate social responsibility", *Economica*, 77, 1-19
- Bicciato F. (2000) "Finanza etica e impresa sociale. I valori come fattori competitivi", Il Mulino
- Boston Consulting Group (2019), "Global Risk 2019", (<https://www.bcg.com/it-it/publications/2019/global-risk-creating-digital-resilient-bank>).

Buschv D., Ferrarini G., Van den Hurk A. (2018). “The European Commission’s Sustainable Finance Action Plan”. (https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3263690).

Climate Bonds Initiative (CBI), (2019), “Climate Bonds Standard”, (<https://www.climatebonds.net/standard/download>)

Climate Bonds Initiative (CBI), (2019), “Green bonds: The state of the market 2018”, (<https://www.climatebonds.net/resources/reports/green-bonds-state-market-2018>)

Council of Europe Development Bank (2017) “Social inclusion bond framework.

Dagher P.G. Jr. (2013), “Social Impact bonds and the private benefit doctrine: Will participation jeopardize a nonprofit’s tax-exempt status”, *Fordham Law Review*, 81, 3479-3519

Daszynska-Zygallo K., Marszalek J. (2018), “Green Bond-Sustainable Finance Instruments”, Presentation on “2nd International Scientific Conference “Enterprise and Competitive Environment”, Mendel University.

Del Giudice A. (2019), “La finanza sostenibile. Strategie, mercato e investitori istituzionali”, Giappichelli Editore.

Desclee A., Dynkin L., Maitra A. e Polbennikov S. (2015), ESG Rating and Performance of Corporate Bonds, Barclays Quantitative Portfolio Strategy Paper.

Dharwadkar R., George G., Brandes P., (2000) “Privatization in emerging economies: An agency theory perspective”

Dowell G., Hart S. e Yeung B. (2000), “Do corporate global environmental standards create or destroy market value? *Management Science*, 46, 1059-1074.

EU Technical Expert Group on sustainable finance (2020) “Taxonomy: Final report of the Technical Expert Group on Sustainable Finance”, disponibile al link (https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/200309-sustainable-finance-teg-final-report-taxonomy_en.pdf)

European Commission, Bruxelles 3.23.2017 (2017), “Consumer Financial Services Action Plan: Better Products, More Choice”.

European Commission, Bruxelles, 8.3.2018 COM (2018). “Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile”, (http://www.astrid-online.it/static/upload/comm/0000/commue_finanz-economia-sost_03_2018.pdf).

European Commission, Gazzetta ufficiale L 198 dell’Unione europea (2020), REGOLAMENTO (UE) 2020/851 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 18 giugno 2020 (<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=OJ:L:2020:198:FULL&from=IT>).

European Commission, Green New Deal. (2019), (<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1588580774040&uri=CELEX:52019DC0640>).

European Parliament and Council, 6.23.2013 Regulation N. 575/2013 “on prudential requirements for credit institutions and investment firms and amending Regulation (EU) No 648/2012”.

European Securities and Markets Authority, (2020) “Strategy on Sustainable Finance”, (https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma22-105-1052_sustainable_finance_strategy.pdf).

Fraser A., Tan S., Lagarde M., Mays N., Narratives of Promise, Narratives of Caution: A Review of the Literature on Social Impact Bonds, Social Policy and Administration, 52,4-28.

Fulton M., Kahn B., Sharples C., (2013) “Sustainable Investing: Establishing Long-Term Value and Performance”

Fung, H., Law, S. A., Yau, J. (2010), “Socially Responsible Investment in a Global Environment”, Edward Elgar Publishing Limited.

Gianfrate G., Peri M., The green advantage: Exploring the convenience of issuing green bonds, Journal of Cleaner Production, Volume 219, 10 May 2019, pages 127-135. (<https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0959652619304019>)

Global Reporting Initiative, (2019), “Linking the GRI Standards and the European Directive on non-financial and diversity disclosure”.

Godfrey Paul C., Craig B. Merrill, Jared M. Hansen, “The relationship between corporate social responsibility and shareholder value: an empirical test of the risk management hypothesis”, Copyright © 2008 John Wiley & Sons, Ltd.

Hachenberg B., Schiereck D., “Are green bonds priced differently from conventional bonds?”, Journal of Asset Management, 19 (6), 371-383.

Hoepner A.G.F., Oikonomou I., Sautner Z., Starks L.T., Zhou X., (2019), “ESG Shareholder Engagement and Downside Risk”.

International Capital Market Association. (2018), The Green Bond Principles, (<https://www.icmagroup.org/green-social-and-sustainability-bonds/green-bond-principles-gbp/>).

International Capital Market Association. (2020) “Guidelines for Green, Social and Sustainability Bonds External Reviews”.

Morgan Stanley Capital International (2019) - MSCI ESG ratings methodology.

Morgan Stanley, “Sustainable Reality: Analyzing Risk and Returns of Sustainable Funds”, 2019, (<https://www.greenfinancelac.org/sustainable-reality-analyzing-risk-and-returns-of-sustainable-funds/>).

NN Investment Partners (2020), “Green Bond: le performance ne confermano il successo”, (<https://www.nnip.com/it-IT/institutional/insights/green-bond-le-performance-ne-confermano-il-successo>).

OECD (2016), “Understanding social impact bonds”, (<http://www.oecd.org/cfe/leed/UnderstandingSIBsLux-WorkingPaper.pdf>).

Oikonomou, Brooks, Pavelin, “The Impact of Corporate Social Performance on Financial Risk and Utility: A Longitudinal Analysis”, (2012)

Park S., (2018), “Investors as Regulators: Green Bonds and the Governance Challenges of the Sustainable Finance Revolution” (https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3142887)

Principle for Responsible Investing (PRI) (2019), “Annual Report”, (<https://www.unpri.org/annual-report-2019>).

Regolamento (UE) 2019/2089 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 che modifica il regolamento (UE) 2016/1011 per quanto riguarda gli indici di riferimento UE di transizione climatica, gli indici di riferimento UE allineati con l'accordo di Parigi e le comunicazioni relative alla sostenibilità per gli indici di riferimento.

Rivera J. M., Muños M. J., Moneva J. M. (2017), “Revisiting the relationship between corporate stakeholder commitment and social and financial performance”, *Sustainable Development*, 25, 482-494.

Scarlata M. e Alemany L. (2010), “Deal Structuring in Philanthropic Venture Capital Investment: Financing Instruments, Valuation and Covenants” *Journal of Economic Perspective*

Usman W., (2019), “A Green New Deal: Discursive Review and Appraisal”

Wong J., Ortmann A., Motta A. (2013) “Understanding Social Impact Bonds and Their Alternatives: An Experimental Investigation”

Zerbib O.D. (2017), “Is there a Green Bond Premium? The yield differential between green and conventional bonds”.