

LUISS



Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Strategie d'Impresa

L'IMPATTO SULLA REDDITIVITA' DELLE STRATEGIE DI
SOSTENIBILITA' E L'EMISSIONE DEI GREEN BOND

RELATORE

Chiar.mo Prof. Pietro De Giovanni

CORRELATORE

Chiar.mo Prof. Enzo Peruffo

CANDIDATO

Paolo Carrassi

Matr. 735601

ANNO ACCADEMICO 2021/2022

Sommario

<i>Introduzione</i>	4
<i>Literature review</i>	5
Le strategie di sostenibilità	5
L’impatto delle strategie di sostenibilità sul Business	6
La Finanza Sostenibile	7
I Green Bond	8
Research Questions	15
<i>Metodologia</i>	15
<i>Caso ACEA</i>	16
La storia di Acea	16
Il Green Financing Framework	16
Il Green Bond	20
Il Report dell’emissione	22
Gestione delle risorse idriche	23
Efficienza energetica	24
Mobilità sostenibile	25
Efficienza e modernizzazione nel settore della depurazione	25
<i>Discussion</i>	28
<i>Conclusioni</i>	32
<i>Bibliografia</i>	34

Introduzione

I temi legati alla sostenibilità sono sempre più al centro del dibattito sociale. Le imprese devono affrontare un periodo che le vede come principali operatori della transizione ecologica del Paese. Negli ultimi anni la sostenibilità ambientale rappresenta quindi uno dei pilastri per la crescita aziendale e per tale ragione è un tema che influenza notevolmente le strategie aziendali. In questo senso oltre ai fondi come il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR), che gli Stati e l'Unione Europea, introducono per poter sostenere la transizione verso un'economia e una modalità operativa di *business* più sostenibile vi è una nuova metodologia di finanziamento obbligazionario ovvero quella della finanza sostenibile. Questa modalità si allinea con le strategie sostenibili che le società decidono di attuare, in quanto consente alle imprese di finanziare i propri progetti e le proprie scelte strategiche con nuove tipologie di finanziamento. Lo scopo dell'elaborato è quello di analizzare questa nuova tipologia di finanziamento attraverso cui le società reperiscono il capitale necessario alla transizione verso un modello di *business* sostenibile. In particolare, si analizzano i vantaggi e gli svantaggi che un'emissione di *green bond* può apportare alla società emittente, inoltre viene analizzato all'interno del caso studio alcune possibili soluzioni per poter ridurre al minimo gli svantaggi. Lo studio si pone al centro di due filoni principali della letteratura, il primo ritiene che i *green bond* siano più rischiosi mentre il secondo ritiene che le obbligazioni verdi siano vantaggiose poiché gli investitori per poter detenere nel proprio portafoglio di titoli delle obbligazioni verdi sono disposti a rinunciare a parte del loro profitto. In particolare, si ritiene che i *green bond* siano sicuramente più rischiosi delle classiche emissioni a causa del *greenwashing*, ma che questo rischio può essere mitigato tramite l'adozione di regolamenti e certificazioni di terzi riducendo notevolmente l'asimmetria informativa che si viene a creare tra l'investitore e la società emittente. Per quanto riguarda la metodologia di studio questo elaborato si propone di analizzare il caso studio di Acea, un'azienda del settore energetico che ha deciso di intraprendere un forte cambiamento strategico finanziandosi attraverso i *green bond*, strumento principale della finanza sostenibile rappresentato da un'emissione obbligazionaria legata non a performance strettamente finanziarie bensì al raggiungimento di progetti e obiettivi socio ambientali. L'elaborato è articolato nel seguente modo, nella prima parte vi è una *review* della letteratura che ripercorre i principali aspetti che sono stati studiati nell'ambito delle strategie di sostenibilità e della finanza sostenibile, evidenziando in particolar modo gli aspetti positivi che questi possono garantire alle imprese. Successivamente vi è la parte nella quale è spiegata la metodologia di studio e la descrizione del caso. Nella parte delle *discussion* vengono analizzati tutti gli aspetti principali emersi dall'analisi del caso e la risposta alle domande di ricerca emerse durante l'analisi della letteratura.

Literature review

Le strategie di sostenibilità

La sostenibilità ambientale rappresenta uno dei pilastri della crescita aziendale e, per tale ragione, è un tema che influenza sempre più le strategie aziendali. Le scelte strategiche che mirano alla sostenibilità hanno un impatto positivo sulle scelte degli investitori che, negli ultimi anni si orientano sempre di più verso investimenti in società che attuano politiche di sostenibilità. Oggi, infatti, si evince che non è più sufficiente perseguire strategie che si allontanano dalle logiche del PIL e del fatturato per identificare una strategia come sostenibile, poiché è in corso un cambiamento sia in ambito economico sia in ambito politico che si dirigono verso la realizzazione di strategie capaci di generare valore senza però impattare negativamente su ambiente ed equità. Fino ad ora queste scelte strategiche venivano intraprese solamente con una visione “adattiva” in quanto le aziende preferiscono intraprendere scelte di sostenibilità solamente adeguandosi alle regolamentazioni o alle scelte del mercato. Ora invece, il processo che deve essere messo in atto è un processo di trasformazione che vuole superare la tentazione di promuovere una visione di sostenibilità fredda rispetto alla comunità, che spesso effettua strategie di ottimizzazione dei processi produttivi dimenticandosi di stimolare la reciprocità e il capitale sociale. Risulta necessario quindi, intraprendere una prospettiva di sostenibilità integrale che sia capace di valorizzare le risorse e allo stesso tempo di porre come priorità il “potenziamento della comunità” (Venturi, 2022). Notiamo inoltre, che le aziende che decidono di perseguire strategie di sostenibilità sono “premiare” dai consumatori, risulta infatti che nel 2020 il fatturato delle aziende che perseguono strategie di sostenibilità è aumentato di circa il 7,6% (Sgambato, 2021). La scelta di perseguire strategie di sostenibilità, quindi, non deve essere perseguita soltanto “superficialmente” ma deve essere incorporata nel concetto aziendale attraverso la pianificazione e l’attuazione di piani di sostenibilità grazie ai quali l’azienda riesce a comunicare ai propri *stakeholder* la propria strategia, gli obiettivi, le modalità e i relativi tempi di realizzazione. Per la creazione di un corretto piano di sostenibilità che possa fornire tutte le indicazioni ai vari *stakeholder* è necessario svolgere un’analisi dell’azienda sia esterna, considerando l’ambiente in cui l’azienda si trova ad operare e procedendo a una fase di *benchmarking* con i *competitor* nella quale vengono individuate le *best practices* e il contesto normativo. Successivamente è necessario svolgere anche un’analisi interna all’azienda che porta ad analizzare gli obiettivi del piano industriale, i rischi non finanziari e i sistemi di gestione aziendale.¹ Dopo le opportune analisi vengono evidenziate una serie di azioni da implementare per il raggiungimento degli obiettivi di sostenibilità, per ogni obiettivo poi devono essere abbinati uno o più indicatori di *performance* (KPI) per poterne valutare lo stato di realizzazione. I piani di sostenibilità

¹ *Cos’è il piano di sostenibilità e come attuarlo in poche mosse? (2021)* Wolters Kluwer.

delle aziende si rifanno principalmente ai *Sustainable Development Goals* (SDGs) ovvero gli obiettivi per lo sviluppo sostenibile che sono stati costituiti dall'ONU nel 2015. Questi sono al centro dell'Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile che è stata adottata dagli Stati membri delle Nazioni Unite per fornire un indirizzo di azione da parte di tutti gli Stati verso obiettivi che mettono al pari le scelte strategiche per la crescita economica con le scelte necessarie a migliorare la salute, l'istruzione e le disuguaglianze tenendo sempre in evidenza il cambiamento climatico². L'Agenda prevede 17 obiettivi (SDGs) per lo sviluppo sostenibile per un totale di 169 traguardi. L'avvio ufficiale è coinciso con l'inizio del 2016 e andranno raggiunti entro il 2030. La scelta di perseguire strategie di sostenibilità, quindi, influenza notevolmente il *business* aziendale poiché vi deve essere un sostanziale cambiamento nel pensiero e nelle modalità con cui opera un'azienda.

L'impatto delle strategie di sostenibilità sul Business

Il cambiamento di strategie di un'impresa verso il concetto di sostenibilità comporta a una ridefinizione di tutte le attività che caratterizzano il ciclo di un'impresa. Vengono modificati non solo gli aspetti superficiali ma il cambiamento coinvolge anche i processi decisionali e il modo in cui l'impresa lavora (De Chiara, 2021). Un primo cambiamento importante si ha soprattutto nella concezione del *marketing* dell'impresa, infatti, si deve abbandonare la visione tradizionale del *marketing* che spinge verso un aumento dei consumi e che comporta a sua volta un notevole effetto sull'inquinamento ambientale e sullo sfruttamento dei territori (Fuller, Ottman, 2004; Chabra 2009). Il nuovo concetto si sposta verso un *marketing* sostenibile che porta alla creazione di un consumo in linea con le strategie aziendali per quanto riguarda il consumo sostenibile. Un altro aspetto importante nel cambiamento di gestione e del processo di un'impresa che decide di perseguire strategie sostenibili è l'approvvigionamento delle materie prime. Questo deve essere infatti ricalibrato secondo i nuovi *standard* che l'impresa vuole perseguire, è quindi fondamentale un approccio collaborativo di tutti i *suppliers*. Una delle principali sfide è quella della distribuzione dei benefici all'interno di tutta la *supply chain* (Lim, Philips, 2008) si deve quindi provare a trovare soluzioni condivise e pratiche di controllo dei *suppliers* rispetto ai criteri imposti dalla casa madre. Si possono evidenziare alcuni aspetti fondamentali per la gestione della *supply chain* come quello relativo alla cultura aziendale che deve indirizzare gli *stakeholder*, il *management* aziendale, i dipendenti e i clienti (Carter e Jennings 2002). La sola implementazione di una strategia sostenibile interna, appare alquanto riduttiva, dato che oggi la competizione è giocata dalle *supply chain*, non solo dalle imprese (Christopher e Ryals, 1999). Le imprese, consapevoli delle problematiche ambientali, sono disposte ad attuare iniziative ambientali esterne (collaborative) per creare una *Green Supply Chain Management* (GSCM) di successo. L'*External Environmental Management* cattura gli

² www.sdgs.un.org.

effetti dell'interazione di tutti i membri della *supply chain* che si traduce in una collaborazione ambientale per lavorare insieme con lo scopo di ridurre l'impatto ambientale delle attività della *supply chain*, prendere decisioni comuni su come ridurre l'impatto ambientale negativo, spingere i fornitori a intraprendere azioni ambientali e condurre una pianificazione comune per anticipare e risolvere i problemi ambientali (De Giovanni, 2012). Sia la gestione ambientale interna che quella esterna influenzano positivamente le prestazioni ambientali ed economiche; pertanto, le imprese dovrebbero considerarle entrambe quando valutano le loro strategie verdi. Tuttavia, alcuni studi dimostrano come la gestione ambientale interna risulta racchiudere le pratiche verdi più efficaci per aumentare la *performance*, mentre la collaborazione fornisce un contributo marginale (De Giovanni, Vinzi, 2012). La GSCM fornisce un buon contributo alle prestazioni sia nel breve che nel lungo periodo; quindi, le aziende che mirano ad aumentare le proprie prestazioni economiche, operative e ambientali possono investire in pratiche di GSCM. Migliori risultati ambientali, infatti, si traducono in migliori *performance* operativi nel breve periodo e in maggiori risultati economici nel lungo periodo, poiché migliori risultati operativi portano sempre a maggiori profitti e vendite. (De Giovanni, Cariola 2021).

La Finanza Sostenibile

L'aspetto più importante che si vuole trattare è quello relativo alla finanza etica e sostenibile ovvero tutte quelle strategie di investimento che sia direttamente sia indirettamente associano al ritorno economico un ritorno socialmente utile. Nel Manifesto della Finanza Etica vengono definite le caratteristiche principali della finanza sostenibile:

- Partecipazione diretta dei soci e dei risparmiatori alla gestione e alla scelta dei finanziamenti da effettuare;
- Trasparenza sulle metodologie in cui viene utilizzato il risparmio;
- La prevalenza delle reti sociali rispetto ai rapporti economici, ne deriva quindi un sistema di garanzie di tipo personale e non patrimoniale;
- Attenzione prevalente in progetti basati sulla responsabilità sociale e ambientale;
- Adesione globale e coerente da parte del gestore che ne orienta l'attività;
- Non viene ritenuto legittimo l'arricchimento basato solamente sul possesso e lo scambio di denaro³.

³ *Manifesto Finanza Etica*, Associazione Finanza Etica 1998

Il *Global Sustainable Investment Alliance* (GSIA) fornisce una completa definizione della finanza sostenibile:

“La finanza sostenibile è quell’insieme di strategie di investimento che considerano i fattori ambientali, sociali e di governance (ESG) nella composizione e gestione di portafoglio. Ai fini di questo report globale e per articolare il nostro lavoro nel modo più allargato possibile, GSIA utilizza una definizione inclusiva di finanza sostenibile, senza operare separazione alcuna tra essa e termini o locuzioni associabili, come finanza responsabile o finanza socialmente responsabile. Tutti questi approcci sono collettivamente denominati finanza SR.”⁴

La finanza sostenibile è cresciuta sempre più negli ultimi anni, questo è dovuto sia dai cambiamenti culturali sia da una maggiore consapevolezza del mercato nei temi di sostenibilità che non possono essere trascurati in questo determinato periodo storico. L’Europa risulta essere il principale mercato a livello mondiale dove si concentrano la maggior parte di investimenti in finanza sostenibile (46%), con gli altri Continenti che sono però in forte crescita rispetto al mercato europeo. Un aspetto da considerare però è che il tasso di crescita del mercato europeo è influenzato negli ultimi anni da imposizioni di regole molto più stringenti per la classificazione di investimenti sostenibili⁵.

I Green Bond

Uno dei principali strumenti della finanza sostenibile, tra i quali si può notare un eccesso di domanda nel mercato, sono i *Green Bond*, ovvero l’insieme di strumenti finanziari pubblici (come il PNRR) e privati, che pongono le scelte Ambientali Sociali e di *Governance* (ESG) al centro delle decisioni aziendali e di investimento e che diventano *driver* di scelta da parte degli investitori. L’uso di questa tipologia di strumenti finanziari però non è sempre legata a veri e propri investimenti *green*, infatti, sempre più aziende utilizzano questi strumenti per effettuare azioni di *greenwashing*, ovvero delle strategie di comunicazione che alcune imprese possono mettere in atto per poter costruire un’immagine ingannevole di sé positiva verso i temi socialmente utili per poter distogliere l’attenzione da parte degli investitori e dell’opinione pubblica degli effetti negativi per l’ambiente dovuti alle proprie attività o ai

⁴ *GSIA Report 2019*

⁵Finanza verde: regole, opportunità e rischi, Università Cattolica del Sacro Cuore (2020)

prodotti⁶. Per evitare questo fenomeno la Commissione Europea ha costituito una commissione *ad hoc* con il compito di uniformare la tassonomia degli investimenti sostenibili in modo da poter essere utilizzata per determinare la *greenness* dei titoli o di un progetto di investimento (Del Giudice). Nel 2018, inoltre, la Commissione Europea ha lanciato un nuovo piano d'azione per la crescita sostenibile nel quale viene inclusa la finanza come strumento a supporto della crescita sostenibile. I *Green Bond* rappresentano inoltre uno strumento efficace per il mercato dei capitali per capire lo stato della sostenibilità nelle aziende. Per quanto riguarda la regolamentazione e gli standards a cui questa tipologia di strumenti deve rifarsi il principale è quello contenuto nei *Green Bond Principles* (GBP), emanati dalla *International Capital Market Association* (ICMA). L'obiettivo di questi GBP è quello di rendere più trasparente possibile il processo di emissione dei *green bond*, in particolare vengono identificati 4 elementi fondamentali:

- L'utilizzo dei proventi, ovvero l'impegno da parte del soggetto emittente di utilizzare i proventi in progetti che hanno un impatto sociale e ambientale positivo;
- Il processo di valutazione e selezione del progetto, ovvero la dichiarazione da parte dell'emittente delle finalità del progetto e dei processi che possono incrementare il beneficio ambientale;
- La gestione dei proventi, che vincola le imprese emittenti a divulgare informazioni sul reale utilizzo delle risorse così da garantire all'investitore la possibilità di monitorare meglio l'utilizzo dei fondi;
- Il *Reporting*, ovvero la comunicazione annuale con l'investitore delle tipologie di progetti in atto, del rendimento dei titoli e dell'impatto sull'ambiente⁷.

In Europa si è cercato di regolamentare il concetto di *Green Bond*, associandolo specificatamente ai *Green Project* ovvero a quei progetti per il quale il capitale raccolto viene utilizzato per la realizzazione di determinati obiettivi europei in tema di sostenibilità ambientale. I *Green Project* devono essere elencati nel *Green Bond Framework* ovvero un documento tramite il quale l'emittente comunica agli investitori i progetti che saranno finanziati tramite i *Green Bond*, fornendo le principali indicazioni sugli aspetti maggiormente rilevanti, come l'uso dei proventi (*proceeds*) derivanti dalla raccolta e la futura allocazione. La Commissione Europea inoltre ha proposto una regolamentazione per i *green bond*, in particolare è stato proposto una "norma UE per i *green bond*" (EUGBS), ovvero uno *standard* di

⁶ *Greenwashing*, Wikipedia

⁷ *Green Bond Principles, Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bond, ICMA*

riferimento per gli emittenti volontario, che consente di raccogliere più facilmente i finanziamenti per progetti in linea con le strategie di sostenibilità proposte dalla Commissione e protegge gli investitori dall'opera di *greenwashing*⁸. L'adesione volontaria agli EUGBS comporta una serie di impegni da parte dell'emittente, che innanzitutto deve compilare il *green bond framework (GBF)* nel quale vengono specificati gli obiettivi da perseguire in tema ambientale, i progetti che devono essere messi in atto, il processo che assicura l'allocazione dei fondi raccolti nei progetti verdi destinatari dei finanziamenti; quali indicatori verranno utilizzati per misurare il contributo dei progetti finanziati agli obiettivi ambientali prefissati. Sono poi tenuti a redigere due *report* annuali: l'*Allocation Report* che specifica l'allocazione dei fondi nei vari progetti anche dal punto di vista geografico e l'*Impact Report* che misura l'impatto ambientale dei progetti secondo gli indicatori previsti nel *green bond framework*. Inoltre, sono necessarie due verifiche, una *ex ante* che verifica l'effettiva conformità del GBF con gli *standard* europei e una *ex post* per verificare se effettivamente i fondi raccolti sono in linea con progetti di sostenibilità. Gli *European Green Bond Standards* sono in linea con la tassonomia dell'UE, ovvero il sistema che consente di classificare e stabilire le attività economiche ecosostenibili. Il regolamento che la tassonomia stabilisce sui temi ambientali si concentra principalmente su sei obiettivi:

- Mitigazione dei cambiamenti climatici;
- Adattamento ai cambiamenti climatici;
- Uso sostenibile e protezione delle risorse idriche e marine;
- Transizione verso un'economia circolare;
- Prevenzione e controllo dell'inquinamento;
- Protezione e ripristino della biodiversità e degli ecosistemi⁹.

In letteratura ci sono numerosi studi riguardo le caratteristiche dei *green bond* e soprattutto come vengono comparati alle emissioni tradizionali che vengono chiamate *brown bond*. Un primo filone di studi ritiene che i *green bond* siano più rischiosi rispetto alle emissioni tradizionali poiché gli obiettivi prefissati sono spesso più difficili da raggiungere e spesso hanno un elevato livello di incertezza. Questi, quindi, necessitano di più garanzie e certificazioni per essere paragonati a livello di rischio alle emissioni tradizionali (Ehlers, 2014). Altri però ritengono che i *green bond* abbiano una maggiore capacità di attirare investitori che sono disposti a sacrificare una parte del rendimento in cambio della *greenness* dell'emissione che potrebbe portare a uno sconto sulla cedola dei *green bond* rispetto alle

⁸ Regolamento per i *green bond* Europei, www.ec.europa.eu

⁹ *EU taxonomy for sustainable activities*, www.ec.europa.eu

obbligazioni tradizionali (Roe *et al*, 2001). Per quanto riguarda la convenienza da parte dell'emittente uno studio condotto da Gianfrate e Peri (2019) mostra come la quotazione dei *green bond* sul mercato primario, abbia uno *spread* che incorpora un premio negativo facendo sì che siano più convenienti per l'emittente rispetto alle obbligazioni *brown*. I vantaggi che un'impresa ha nell'emettere un *green bond*, inoltre, possono differenziarsi in vantaggi finanziari e non finanziari. Tra i vantaggi finanziari che possono sfruttare le imprese certamente vi è la crescente domanda da parte degli investitori di obbligazioni sostenibili, un altro potenziale vantaggio è quello che gli investitori di titoli *green* utilizzano principalmente strategie di “*buy and hold*” che comportano una riduzione della volatilità dei titoli sul mercato secondario. Per quanto riguarda invece i vantaggi non finanziari possono ricondursi principalmente a vantaggi reputazionali poiché l'emissione di *green bond* e le successive attività di rendicontazione consentono alle imprese di comunicare in modo trasparente le proprie politiche e strategie di sostenibilità con riferimento ai temi ESG e ciò si riflette verosimilmente sulla percezione dei diversi *stakeholder* dell'impresa emittenti¹⁰. L'utilizzo di emissioni *green*, inoltre, fa sì che l'investitore sia coinvolto non solo *ex ante* nella definizione dell'investimento ma anche *ex post* poiché vengono effettuate attività come monitoraggio e valutazione degli obiettivi socio-ambientali prefissati. Proprio per questo motivo deve esserci un sistema che limiti nel maggior modo possibile l'asimmetria informativa che si crea tra l'investitore e l'emittente per l'utilizzo dei fondi e per evitare le pratiche di *greenwashing* (Del Giudice). Le attività connesse all'emissione generano costi che sono percepiti come rilevanti in relazione all'onere aggiuntivo di reporting e certificazione che gli emittenti devono effettuare per ridurre il rischio di *greenwashing*, che includono maggiori costi fissi sia relativi all'emissione sia relativi al post emissione per le attività di verifica e monitoraggio regolare delle attività svolte (Bolton e Kacperczyk, 2021). Quando i *green bond* sono emessi a un prezzo più elevato e presentano un rendimento inferiore rispetto ad altre obbligazioni è presente il così detto *greenium*. Sono diverse le ragioni per cui gli investitori acquisterebbero obbligazioni che offrono un *greenium*. Per esempio, investire in *green bond* può essere visto come una decisione attiva da parte degli investitori di "fare la loro parte" e allocare il capitale in modo da esercitare un impatto concreto nella lotta contro il cambiamento climatico. Questi titoli tendono anche a evidenziare una minore volatilità rispetto alle obbligazioni convenzionali, rendendoli un veicolo più interessante per molti investitori. L'emissione di *green bond* da parte di una società rappresenta anche una presa di posizione come *leader* nella transizione climatica, e questo, per gli investitori, significa che tali società dovrebbero comportare meno rischi in futuro¹¹. L'analisi della letteratura pone l'attenzione sullo spostamento delle modalità di operare delle imprese che decidono di dare maggiore attenzione alle strategie di sostenibilità come strategia di differenziazione che possono far guadagnare un vantaggio competitivo importante. L'applicazione di queste strategie può essere sostenuta dall'utilizzo dei *green bond*. In particolare, il

¹⁰ Finanza verde: regole, opportunità e rischi, Università Cattolica del Sacro Cuore (2020)

¹¹ Cosa significa *greenium* per chi investe in *Green Bond*, *Lyxoreft.com* (2021)

sistema finanziario è fondamentale per sostenere e accelerare gli investimenti nell'energia pulita e nelle tecnologie per decarbonizzare l'economia (Gianfrate, Peri). Ge e Liu (2015) esaminando come la *performance* di responsabilità sociale d'impresa (CSR) di un'impresa sia associata al costo delle sue nuove emissioni obbligazionarie nel mercato statunitense, hanno scoperto che le aziende con una *performance* CSR migliore sono in grado di emettere obbligazioni a un costo inferiore. Conclusioni simili sono state raggiunte da Oikonomou et al. (2014). Bauer e Hann (2010), analizzando un ampio campione interindustriale di società pubbliche statunitensi, hanno scoperto che le preoccupazioni ambientali sono associate a un costo più elevato del finanziamento del debito e *rating* del credito più bassi e le pratiche ambientali proattive sono associate a un costo inferiore di debito. Inoltre, possiamo notare come i prezzi delle azioni delle imprese emittente hanno un impatto positivo quando vengono annunciate emissioni di *green bond*, in particolare possiamo notare ancora come le imprese che decidono di effettuare prima delle altre emissioni green hanno un impatto maggiore rispetto alle imprese *follower* (Tang & Zang, 2020). Lo studio di Tang & Zang (2020) analizza tre potenziali fonti per il rendimento positivo degli annunci di *green bond*:

- Il canale del "**costo di finanziamento**": i fondi socialmente responsabili o gli investitori con un mandato verde possono cercare di detenere *green bond* per aumentare il loro punteggio ESG. Di conseguenza, questi investitori potrebbero spingere al rialzo il prezzo delle obbligazioni e gli emittenti di *green bond* potrebbero beneficiare di un costo del debito più basso, con conseguente reazione positiva del mercato azionario.
- Il canale dell'"**attenzione degli investitori**": quando le imprese etichettano i loro *green bond*, l'aumento dell'esposizione mediatica può attirare l'attenzione degli investitori e la visibilità delle imprese emittenti può potenzialmente aumentare, portando a una maggiore domanda per le loro azioni e a una base di investitori più ampia.

Pertanto, "etichettare" un'emissione verde è una prova che attesta che i progetti verdi e i piani sostenibili interni di un'azienda sono stati verificati da una seconda parte.

In altre parole, l'"effetto etichetta" svolgerà un ruolo significativo quando le imprese emetteranno obbligazioni verdi. Questo gioverà non solo verso gli investitori in obbligazioni ma anche verso gli investitori in azioni.

Una maggiore attenzione da parte degli investitori potrebbe potenzialmente ampliare la base di investitori per gli emittenti, il che rappresenta una buona notizia per le imprese, e quindi un rendimento da annuncio positivo.

- Il canale "**fondamentale per l'impresa**": i *green bond* dimostrano la dedizione dell'impresa allo sviluppo sostenibile e gli investimenti in questi progetti possono essere preziosi per le imprese nel lungo periodo, anche per aiutarle a sopravvivere a situazioni avverse.

Inoltre, l'emissione di *green bond* contiene maggiori informazioni sulle opportunità di investimento di valore (*Myers e Majluf (1984), Kang e Stulz (1996)*), il che riduce l'asimmetria informativa e porta all'effetto annuncio positivo. In particolare, gli emittenti di *green bond* indicano esplicitamente l'uso dei proventi nel prospetto informativo e mostrano i loro progetti ambientali in corso o futuri.

Tang & Zang, inoltre, evidenziano come il rendimento delle azioni aumenta in relazione all'emissione *green*. Un altro fattore di successo è l'impatto mediatico che questa tipologia di emissione ha sugli investitori; infatti, è evidente come quando un'impresa annuncia la propria emissione, questa ha un notevole aumento da parte della platea di nuovi possibili investitori che prestano attenzione allo sviluppo delle imprese in ambito di sostenibilità. I *green bond* per le aziende e gli enti non *corporate* che vogliono investire in progetti *green*, come impianti di energia rinnovabile, efficienza energetica e idrica, elettrificazione dei trasporti, *fuel switching*, bioenergia sono più convenienti dei tradizionali *bond*, perché in media, *coeteris paribus*, devono offrire agli investitori rendimenti inferiori. I relativi risparmi finanziari ottenuti dagli emittenti sembrano essere la conseguenza di una forte domanda di questi prodotti finanziari, che riflette l'interesse degli investitori disposti a finanziare progetti *green* (*Gianfrate, Peri*). La letteratura però sul tema dei rendimenti favorevoli per le aziende dei *green bond* risulta essere discorde in alcuni casi; infatti, sarebbe opportuno pensare che gli investitori rinuncino ad un rendimento maggiore per favorire lo sviluppo e la sensibilizzazione in temi di sostenibilità. Ma, ad esempio, i partecipanti che hanno risposto a un sondaggio del *California State Treasurer's Office* sui *green bond* hanno affermato all'unanimità che "le loro aziende non accetterebbero un rendimento inferiore per un *green bond*". Ciò è stato ulteriormente confermato da *Larcker e Watts (2020)* nelle loro interviste a diversi *trader*, gestori di portafoglio e banchieri d'investimento, che condividevano tutti questo sentimento. Altre interviste di alcuni studi a professionisti del settore, hanno dichiarato all'unanimità che non avrebbero investito in obbligazioni verdi se i rendimenti non fossero stati competitivi. Naturalmente, questo solleva la questione del perché non esiste un premio per i *green bond*. *Larcker e Watts (2020)* forniscono una discussione dettagliata a questa domanda e concludono che la spiegazione più probabile è che i progetti verdi sono sufficientemente redditizi da generare ritorni competitivi. Notano che "Invece, è molto più probabile che i prezzi delle attività siano una funzione dell'impatto di ESG e CSR sulla redditività e sul rischio futuri dell'impresa". Questa logica è coerente con l'ampia (e crescente) letteratura che mostra una relazione positiva tra ESG e *performance* e una relazione negativa tra ESG e rischio. I risultati di questo studio danno ulteriore supporto a questa

argomentazione, in quanto indicano che gli azionisti percepiscono un impegno (credibile) verso comportamenti eco-compatibili come un accrescimento di valore (*Flammer*). Un filone emergente della letteratura analizza la CSR o l'ESG dal punto di vista degli investitori istituzionali. *Dimson et al.* (2015) dimostrano che gli investitori istituzionali attivi che si impegnano in questioni ambientali o sociali traggono beneficio dall'azienda grazie al miglioramento della *performance* contabile e all'aumento della proprietà istituzionale. *Hoepner et al.* (2018) analizzano l'impegno degli investitori istituzionali nelle questioni ESG e scoprono che tale impegno può giovare all'azienda riducendo il rischio di ribasso. Inoltre, gli investitori con un orizzonte d'investimento più lungo preferiscono detenere aziende ad alto contenuto di ESG e si comportano con maggiore pazienza quando subiscono una perdita (*Starks et al.* (2018)). Altri studi, inoltre, hanno dimostrato che la responsabilità sociale d'impresa (CSR) esercita un impatto significativamente positivo sul valore dell'impresa e sulle performance finanziarie sia nel breve che nel lungo periodo. *Sharfman e Fernando* (2008), *El Ghoul et al.* (2011), *Goss e Roberts* (2011) e *Chava* (2014) dimostrano che la RSI e migliori *performance* ambientali, sociali e di *governance* (ESG) sono associate a un minor costo dei prestiti, a un minor costo del capitale, a un miglior *rating* del credito e a *performance* finanziarie superiori. Un ulteriore studio dimostra come indicano che le pratiche ambientali non solo influenzano la *performance* economica migliorando la *performance* ambientale dell'impresa, ma vi è anche un'influenza reciproca. La *performance* economica ha un'influenza positiva significativa sulla produzione verde e sulle pratiche di *Green Supply Chain Management*. I risultati rivelano una nuova prospettiva che deve essere incorporata nell'impostazione delle strategie aziendali. Quanto più elevati sono i risultati economici che un'impresa ottiene dalla gestione ambientale, tanto più le imprese dovrebbero reinvestire questo importo in iniziative ambientali. I processi verdi e la performance economica dell'azienda creano un ciclo di dipendenze e dovrebbero essere considerati congiuntamente per ottenere un maggiore successo, poiché ogni ciclo porta a un'amplificazione degli effetti e si traduce in una migliore performance economica. I manager e gli altri operatori non devono più ignorare la forza e gli effetti della gestione ambientale in tutte le sue sfaccettature. Le aziende non devono più considerare questi approcci come un ostacolo, ma devono invece sfruttare questi effetti per incrementare in modo sostanziale le prestazioni economiche. (De Giovanni, Gotschol, Vinzi, 2014).

Research Questions

La letteratura in materia di *green bond* sostiene degli approcci differenti, infatti se da una parte abbiamo un filone che ritiene che i *green bond* siano più rischiosi rispetto alle emissioni tradizionali *brown*, dovuto dal fatto che i progetti a cui vengono legate le emissioni siano più rischiosi sia dal punto di vista economico finanziario sia dal punto di vista delle progettualità da mettere in atto, dall'altra parte abbiamo un altro filone di studi che si lega al fatto che le emissioni *green* siano in grado di attirare un maggior numero di investitori i quali sono disposti a sacrificare il rendimento che le azioni tradizionali possono dare in cambio della *greenness*. L'emissione verde, quindi, può essere vista sia in senso positivo sia in senso negativo lo scopo di questo elaborato tramite lo sviluppo del caso studio è dimostrare come l'emissione di *green bond* per Acea, abbia portato un vantaggio sia dal punto di vista economico sia dal punto di vista operativo. L'emissione verde ha sicuramente degli aspetti positivi dati dal fatto che, per essere certificata come verde un'emissione deve subire numerose verifiche e rientrare in regole molto stringenti, questo fa sì che i *green bond* siano più sicuri per gli investitori ma sono anche presenti degli aspetti negativi, infatti, possiamo considerare che le obbligazioni verdi siano più rischiose per l'azienda poiché deve essere sottoposta a continui controlli esterni per poter garantire al meglio il successo dell'emissione. Lo scopo dell'elaborato è quindi analizzare quali sono stati gli aspetti positivi e negativi dell'emissione di *green bond*, e quali sono le azioni da intraprendere per minimizzare gli aspetti negativi massimizzando i vantaggi.

Metodologia

Per rispondere alla domanda di ricerca ho analizzato il *case study* di ACEA una delle prime aziende del settore energetico che riesce a finanziarsi tramite obbligazioni ad un tasso negativo. Per l'analisi del caso ho analizzato un'intervista al CFO di ACEA nel quale è stato analizzato tutto il percorso di quotazione di ACEA, ho analizzato inoltre il *Green Bond Allocation & Impact Report* della società nel quale espone tutti i progetti legati all'emissione. Inoltre, ho analizzato le informazioni presenti su sito *web* aziendale e i report relativi all'emissione green presenti nella sezione informativa finanziaria del sito. Ho analizzato inoltre, circa 25 *paper* e articoli scientifici in materia di Finanza Sostenibile e strategie di sostenibilità, vari *Report* sullo stato attuale del mercato dei *green bond* e della finanza sostenibile.

Caso ACEA

La storia di Acea

ACEA è un'azienda che si occupa della gestione e dello sviluppo di reti e servizi nel settore idrico energetico e ambientale. Nasce come AEM Azienda Elettrica Municipale, un'azienda al servizio della città di Roma con l'obiettivo di fornire l'energia per l'illuminazione pubblica e privata. Nel 1926 l'azienda prende il nome di AEG, Azienda elettrica del Governatorato di Roma, e in questo periodo ha una prima fase di espansione tramite la costruzione di due centrali per la produzione di energia elettrica. Con l'aumento della domanda l'azienda si espande e inizia a gestire anche il servizio idrico per la città di Roma. Nel dopoguerra ACEA inizia a espandersi sempre di più e riceve dal Comune di Roma l'incarico di ammodernare tutti gli impianti di illuminazione pubblica in vista delle Olimpiadi del 1960 per poi trasformarsi con il passare degli anni in un'azienda *leader* nazionale nel settore energetico e idrico. Successivamente Acea acquisisce la gestione anche della depurazione delle acque della città di Roma e di tutto il servizio idrico. Dal 19 luglio 1999 Acea si quota in borsa e negli anni 2000 espande il proprio *business* sia nel centro sud Italia che all'estero. L'azienda oggi è articolata in 7 principali *business*, tra i quali vi è quello del settore idrico nel quale è il primo operatore a livello nazionale e del settore relativo alle infrastrutture per la distribuzione e generazione dell'energia. Inoltre, si occupa di numerosi progetti per infrastrutture tecnologiche come quello relativo alla costruzione di una rete di comunicazione a banda ultra-larga nella città di Roma¹². Il settore in cui si trova ad operare l'azienda fa sì che sia particolarmente attenta ai temi di sostenibilità. In particolare, le sfide poste dal cambiamento climatico hanno impatti significativi su tutti gli ambiti della società. Acea nel Piano Industriale 2020-2024 mostra come gli strumenti di *Green Finance* siano fondamentali per supportare il raggiungimento di uno sviluppo sostenibile.

Il Green Financing Framework

Nel Piano Industriale Acea ritiene di dover allineare le proprie strategie di finanziamento con la *mission*, la strategia di sostenibilità e gli obiettivi, in particolare si propone di diversificare la base degli investitori puntando su investimenti in tecnologie e servizi a basse emissioni. Infine, uno degli obiettivi principali dell'azienda è quello di contribuire allo sviluppo del mercato della Finanza Sostenibile adottando elevati *standard* di *Green Finance*.

¹² La nostra storia, www.gruppo.aceait

Nel *Green Financing Framework* Acea descrive il suo approccio alla sostenibilità, in particolare evidenzia come la *governance* gioca un ruolo fondamentale nell'indirizzare il *business*, attraverso l'integrazione della sostenibilità tra i suoi principi, e nel generare crescita ed effetti positivi per tutti i suoi *stakeholder* e le comunità locali che serve. La strategia di Acea, quindi, sostiene l'integrazione della sostenibilità negli obiettivi industriali e di Governance. L'impatto che il proprio business ha sulla sostenibilità e sulle comunità è visto dall'azienda come un'opportunità di sviluppo, in particolare gli obiettivi strategici sostenibili, infatti, nel 2019 l'azienda è riuscita a raggiungere il 70% di energia prodotta derivante fonti rinnovabili e grazie all'efficientamento idrico ed energetico sono state risparmiate 1900 tonnellate di CO2. Una testimonianza del buon operato di Acea in materia di sostenibilità deriva dalla presenza di investitori ESG nel capitale sociale, che rappresenta il 4% del capitale sociale equivalente al 26% della base totale di investitori istituzionali¹³. Acea tramite il suo Piano Industriale 2020-2024 stima che le sue attività avranno impatto sul PIL italiano per circa 6 miliardi di euro mentre si prevede un impatto positivo sugli obiettivi degli *SDGs* relativi all'occupazione generando direttamente o indirettamente circa 21 mila posti di lavoro. Questo dimostra come Acea sia fortemente impegnata nei temi di sostenibilità e che al centro del proprio Piano Industriale non vi sia solamente una strategia di business incentrata al profitto ma vengono integrati perfettamente all'interno dei valori aziendali i temi che impattano sull'Agenda 2030. Il Piano Industriale 2020-2024 prevede una crescita significativa dal *business* dell'acqua, una forte crescita nella generazione di energia elettrica da fonti rinnovabili, nel *business* del fotovoltaico, e l'impegno nella mobilità elettrica. La transizione energetica e la decarbonizzazione si riflettono nell'acronimo *GRIDS* che sintetizza le leve di azione su cui si concentra il Piano Industriale di Acea e sul quale sono incentrati gli obiettivi relativi all'emissione verde:

- garantire una crescita continua (*Growth*);
- incrementare lo sviluppo delle fonti rinnovabili (*Renewables*);
- spingere sull'innovazione tecnologica anche nei processi industriali (*Innovation*);
- raggiungere obiettivi ambiziosi e superarli (*Delivery*);
- garantire un approccio che vede lo sviluppo sostenibile come pietra angolare (*Sustainability*).

La società in linea con gli obiettivi di sostenibilità 2020-2024, selezionati in base alla loro priorità e rilevanza per il Gruppo, ha deciso di istituire un *Green Financing Framework* che è parte fondamentale del processo di emissione. Gli strumenti di finanziamento verdi comprendono i *Green Bond* e i *Green Loans* emessi o contratti da Acea o da una qualsiasi delle sue controllate. Il *Green Financing*

¹³ *Acea Green Financing Framework*

Framework è fondamentale poiché in esso la società espone tutti i progetti e le modalità di utilizzo dei proventi che sono legati all'emissione. Questo come già sottolineato nella letteratura può essere considerato un punto di forza dell'emissione verde, poiché a differenza delle classiche emissioni “brown” in questo caso vengono espone dalla società tutte le progettualità e le modalità di utilizzo dei fondi, fornendo così un ulteriore garanzia per gli investitori che potranno ridurre così il rischio relativo ai loro investimenti. Per quanto riguarda la parte relativa all'uso dei proventi, nel *Green Financing Framework*, Acea evidenzia le principali sfide per la sostenibilità ambientale affrontate nel corso dell'anno le quali si inseriscono nel quadro delineato dall'Agenda 2030 e si concentrano su alcuni temi chiave, tra cui il clima, le risorse idriche, l'economia circolare e l'innovazione tecnologica applicata alla gestione delle infrastrutture. Per quanto riguarda i cambiamenti climatici, il Gruppo Acea sta intraprendendo iniziative volte da un lato al processo di adattamento a tali cambiamenti, ad esempio rendendo le infrastrutture più resilienti e incorporando l'analisi degli scenari critici nell'operatività, e dall'altro al processo di mitigazione attraverso la progressiva riduzione delle emissioni. I progetti verdi ammissibili di Acea sono suddivisi tra quattro assi di sviluppo verde allineati all'Agenda 2030 delle Nazioni Unite:

1. Gestione dell'acqua;
2. Efficienza energetica;
3. Economia circolare;
4. Energia verde.¹⁴

In particolare, il piano presentato dall'azienda si propone di effettuare investimenti che si riferiscono a 7 specifici obiettivi dell'Agenda 2030 dell'ONU (SDGs):

- l'obiettivo numero 8 relativo al lavoro e alla crescita economica in quanto si propone tramite i suoi progetti di incrementare il PIL e l'occupazione nel territorio in cui l'azienda si trova ad operare;
- l'obiettivo numero 6 relativo all'acqua pulita ed ai servizi igienico sanitari per il quale prevede di ridurre tramite i propri progetti le perdite della gestione idrica e la razionalizzazione dei sistemi depurativi;
- l'obiettivo numero 7 che prevede il miglioramento della qualità del servizio elettrico;
- gli obiettivi 9 e 10 che si riferiscono nell'implementazione di progetti in ottica di Smart City tramite l'installazione di colonnine elettriche e contatori digitali;

¹⁴ *Acea Green Financing Framework*

- l'obiettivo numero 12 per il quale sono previsti interventi per il trattamento dei rifiuti in ottica di economia circolare e la riduzione dei fanghi in uscita dai depuratori;
- l'obiettivo numero 13 per il quale sono previsti incrementi di produzione e utilizzo di energia derivante fonti rinnovabili.

Per quanto riguarda il processo di valutazione dei progetti legati all'emissione la società dall'emanazione del *Green Finance Framework* nel 2020, Acea ha istituito all'interno del proprio sistema di *governance* una procedura interna per la definizione di *best practice* per l'intero Gruppo nel mondo della finanza sostenibile, che comprende i processi di progettazione, pianificazione, esecuzione e monitoraggio di tutte le attività di finanza sostenibile del Gruppo. Inoltre, l'azienda ha costituito un *Green Finance Working Group* (GFWG), un tavolo interdipartimentale guidato dal *Chief Financial Officer* (CFO). Ne fanno parte rappresentanti dei dipartimenti *Finance*, *Sustainability Planning & Reporting* e *Planning & Control holding*, ognuno dei quali copre le responsabilità in base alle proprie competenze, e lavora con i rappresentanti delle sottodivisioni operative del Gruppo. Il GFWG è responsabile della creazione e dell'aggiornamento del suddetto *Green Finance Framework*, in linea con gli obiettivi di sostenibilità del Gruppo, e approfondisce i criteri di ammissibilità dei potenziali progetti verdi. Il processo iniziale di prima selezione e valutazione dei potenziali progetti *green* eleggibili è basato sulla valutazione di materialità effettuata dal Gruppo per i Piani di *Business* e di Sostenibilità di Acea, al fine di isolare e definire i temi e le questioni più rilevanti in gioco per l'intero Gruppo in termini di obiettivi di sostenibilità e relativi investimenti. Il processo è strutturato come segue:

1. Revisione e convalida della selezione dei progetti verdi ammissibili in conformità con le categorie di progetti verdi ammissibili definite nella sezione Utilizzo dei proventi del *Green Finance Framework*;
2. Monitoraggio del portafoglio di progetti verdi ammissibili durante la durata dell'operazione attraverso un *report* periodico interno tracciato e integrato per l'intero Gruppo, alimentato dagli strumenti e dai dati di *Enterprise Resource Planning*, per quanto riguarda l'allocazione finanziaria;
3. Se il dipartimento di Sostenibilità ritiene che un progetto ammissibile diventi oggetto di un'importante controversia ESG, il GFWG lo analizzerà e potrà decidere di escludere e sostituire tale Progetto Verde Ammissibile;

Nel *Green Financing Framework* la società espone inoltre le modalità di gestione dei proventi e si impegna a pubblicare annualmente un *report* nel quale vengono esposte le allocazioni e gli impatti dei

proventi in relazione a specifici *KPI* che la società ha legato a ciascuno dei propri progetti. In particolare, state create 13 schede sintetiche di progetto con i relativi indicatori economici e *KPI*. Acea inoltre ha assegnato esternamente la valutazione della sostenibilità dell'emissione e dei progetti in atto. Lo scopo è quello di valutare l'azienda sotto tre principali aspetti:

- La *performance* di sostenibilità di Acea, secondo *l'ISS ESG Corporate Rating*;
- Il *Green Financing Framework* di Acea - confrontato con i *Green Bond Principles (GBP)* dell'*International Capital Market Association (ICMA)* e i *Green Loan Principles (GLP)* della *Loan Market Association (LMA)*;
- I criteri di selezione delle categorie di progetti ammissibili - se i progetti contribuiscono positivamente agli *SDG* delle Nazioni Unite e la loro *performance* rispetto agli indicatori di performance chiave (*KPI*) di *ISS ESG*.

Secondo queste valutazioni Acea risulta essere tra le migliori società nel settore *Utilities* per l'impatto dei loro progetti in materia di sostenibilità. Questa certificazione esterna ha sicuramente aiutato l'azienda nel processo di emissione e diventare più appetibile sul mercato rispetto ai *competitor*.

Il Green Bond

Il processo di emissione da parte di Acea parte il 16 Dicembre 2020 quando il Cda, delibera un'emissione green nell'ambito del programma *Euro Medium Term Note*. Questo programma consente agli Emittenti di titoli obbligazionari di raccogliere risparmio a medio termine, con scadenza tipicamente compresa tra i 18 mesi ed i 3/5 anni, emessi e negoziati sul mercato europeo¹⁵. Tramite questa operazione Acea “vuole dare un segno concreto dell'impegno del Gruppo nel perseguimento degli obiettivi di sostenibilità e della strategia con cui vuole raggiungerli”. Durante gli anni la società notando una forte spinta del mercato verso lo sfruttamento della finanza sostenibile ha deciso di dotarsi di strutture e processi adeguati di sostenibilità per prepararsi correttamente all'emissione. Il processo di emissione di un'obbligazione verde, quindi, come dimostra questo caso, è un processo che richiede uno sforzo maggiore per le aziende poiché devono dotarsi di una struttura adatta che consenta di perseguire gli obiettivi strategici di sostenibilità associati all'emissione. Il 20 gennaio 2021 inizia la fase di emissione, quando i *bookrunner*, ovvero gli intermediari che si occupano di raccogliere tutte le richieste di acquisto e stimare una curva di domanda, selezionati hanno annunciato un *virtual roadshow* con investitori a reddito fisso per fornire un *credit update* e presentare il *Green Financing Framework*,

¹⁵ *Programma Euro Medium Term Notes (EMTN): nuovo trend nel mercato Italiano*, P.Dimonopoli

finalizzato al lancio di un'emissione *Green* inaugurale in due *tranche Long 4yr (Euro 300m "expected")* e *9.5yr (Eur 500m "expected")* nell'ambito del programma EMTN da 4 miliardi di euro. Il 21 gennaio successivo l'azienda dà il via al suo primo collocamento di green bond durante il quale riscontra subito un notevole interesse da parte degli investitori che confermano il *trend* del mercato che si sposta verso investimenti sostenibili. A seguito della forte domanda da parte degli investitori, per la *tranche long 4yr* e per la *tranche 9.5 yr* e ACEA ha rivisto con *books* aperti la *guidance* al ribasso rispetto le iniziali previsioni, in particolare:

- *La tranche long 4 yr* è stata ridotta a 45 basis points area oltre MS.
- *La tranche 9.5 yr* è stata diminuita a 70 basis points area oltre MS. Per tale titolo si è aumentato l'importo fino a € 600.000.000.

Le Obbligazioni emesse hanno un taglio unitario minimo di 100.000 euro. Le Obbligazioni con scadenza 2025 sono state collocate a un prezzo di emissione pari al 100,177%, che implica un rendimento negativo pari a -0,038%, che risulta essere il primo caso in Italia per emittenti *corporate*. Di seguito si riporta la tabella riepilogativa con tutte le informazioni fornite da Acea per le obbligazioni con scadenza 2025.

ISSUANCE n.1 (ISIN XS2292486771)					
Euro 300 million					
Issue Date	Maturity Date	Net proceeds (€ million)	Annual Coupon	Issue Price	Rating (Fitch/Moody's)
January, 28 th 2021	September, 28 th 2025	299,841	0%	100,177%	BBB+/Baa2

(Figura n°1, Obbligazioni con scadenza 2025)

Come possiamo notare le obbligazioni sono valutate con un determinato *Rating*, in particolare il rating è attribuito dalle principali agenzie in materia, *Moody's* e *Fitch*. L'agenzia *Moody's* ha confermato nel 2020 il rating Baa2 stabile, questo riflette e da un segno positivo ai progetti e ai risultati raggiunti durante il periodo di emissione. *Fitch*, invece nell'ultima valutazione del 2021, ha confermato per Acea il *Long-Term Issuer Default Rating (IDR)* a 'BBB+'.

È stato inoltre confermato il *Long-Term Senior Unsecured Rating* a 'BBB+'. Questo giudizio riflette la focalizzazione della strategia del Gruppo su *business* regolati, il buon andamento delle *performance* operative e il buon livello di liquidità disponibile. Tali fattori riescono a compensare l'aumento

dell'indebitamento legato ai programmi di investimento in innovazione e sostenibilità previsti dal Piano Industriale 2020-2024. Le Obbligazioni 2030 invece sono state collocate a un prezzo di emissione pari al 98,292%, che implica un rendimento pari a 0,434%.

ISSUANCE n.2 (ISIN XS2292487076)					
Euro 600 million					
Issue Date	Maturity Date	Net proceeds (€ million)	Annual Coupon	Issue Price	Rating (Fitch/Moody's)
January, 28th 2021	July, 28th 2030	588,372	0,25%	98,292%	BBB+/Baa2

(Figura n°2, Obbligazioni con scadenza 2030)

Il Report dell'emissione

Nel mese di marzo 2022 Acea emette un primo Report in relazione ai progetti, agli obiettivi e ai fondi allocati.

	TOTAL	TOTAL	TOTAL
Green Finance Framework axes	2019 (M€)	2020 (M€)	2019 - 2020 (M€)
Water Management - total categories	61.22	76.21	137.43
Energy Efficiency - total categories	44,07	67,05	111,12
Circular Economy - total categories	77.85	48.29	126.14
Green Energy - total categories	54,91	55,54	110,45
Total	238,05	247,09	485,14

(Figura n°3, Allocazione risorse 2019-2020)

Dalla tabella si può notare come Acea alla fine del 2020 ha allocato 485,14 milioni di euro, suddivisi tra il 2019 (238,05 milioni) e il 2020 (247,09 milioni). I progetti che sono stati finanziati in questi primi anni dall'emissione sono relativi alla gestione delle risorse idriche (137,43 milioni) all'efficienza energetica (111,12 milioni) all'economia circolare (126,14 milio) e all'energia *green* (110,45 milioni). Si evidenzia che la maggior parte delle risorse sia stata destinata alla gestione delle risorse idriche, in

quanto *business* principale dell'azienda, e alla definizione di progetti di economia circolare, questo si dirige verso i nuovi *trend* strategici che si spostano da un'economia *Brown*, verso un'economia circolare.

Gestione delle risorse idriche

La gestione sostenibile delle risorse idriche è uno dei principali obiettivi del Gruppo ACEA. Ciò implica un forte impegno su tutta la catena del valore dei servizi idrici e su molti altri temi. All'interno di questi, particolare rilevanza assume il contenimento delle perdite idriche, affrontato dal Gruppo con un approccio condiviso. La distrettualizzazione della rete, i misuratori di portata e pressione, i sensori, il controllo telematico, i contatori intelligenti per ottenere dati più precisi e le azioni contro i comportamenti abusivi contribuiscono al contenimento delle perdite fisiche e commerciali. I dati qualitativi e quantitativi dettagliati raccolti telematicamente dal sistema centrale grazie a sensori e contatori, collegati all'infrastruttura, consentono di ottimizzare le condizioni dell'infrastruttura. Gli obiettivi definiti dall'azienda nel *Green Financing Framework* con il quale è stata presentata agli investitori l'emissione propongono di ridurre del 20% la perdita di risorse idriche nella rete. Nel *Report* fornito agli investitori per monitorare lo stato di realizzazione dei progetti legati all'emissione Acea come riportato nella seguente:

KPI	UOM	2020
% Reduction of water volume lost (over 2019)	%	5
Flow and pressure meters installed during the year	n.	354
Reclaimed water network during the year	km	136,2
Districted water network during the year	km	7.000

(Figura n°4, KPI Riduzione perdite idriche)

Possiamo notare come per monitorare lo stato dei lavori Acea ha deciso di creare degli specifici KPI, particolare attenzione è data al primo dei KPI ovvero quello relativo alla percentuale di riduzione del volume delle perdite d'acqua, che si attesta al 5%, questo è di fondamentale importanza per gli investitori in quanto consente di capire come l'azienda stia operando nella direzione giusta poiché in linea con l'obiettivo del 2024 di ridurre del 20% le perdite nella rete idrica locale.

Efficienza energetica

Per quanto riguarda i progetti di gestione dell'efficienza energetica Acea è profondamente concentrata e impegnata nel miglioramento delle reti di distribuzione elettrica del territorio di competenza. L'azienda ha programmato interventi di cambio tensione e interventi di sostituzione dei trasformatori di media/bassa tensione con componenti finalizzati alla riduzione delle perdite, che contribuiranno alla diminuzione delle perdite tecniche di energia sulla rete elettrica. Gli interventi di efficienza energetica mirano a ridurre i consumi di energia elettrica necessari per la gestione dei processi, con conseguenti risparmi che potranno essere convertiti in emissioni di CO2 evitate. Inoltre, ulteriori progetti sono destinati alla resilienza e all'efficienza della rete di distribuzione mettendo in atto diverse azioni che riguardano la manutenzione, lo sviluppo e l'ammodernamento fisico della rete, la connettività e il controllo telematico delle infrastrutture.

KPI	UOM	2020
Saved electricity/Distributed electricity (**)	MWh/ MWh	1.770/ 9.070.469
Averted emissions (**)	tCO ₂	637
TOE saved	TOE	331

(Figura n°5, KPI gestione energetica)

Dalla tabella possiamo notare come i KPI che Acea ha deciso di legare ai progetti di gestione dell'energia elettrica si rifanno principalmente alle emissioni che si riescono ad evitare mediante la realizzazione dei progetti del Piano Industriale. Sempre nell'ambito dei progetti di efficienza energetica l'azienda sta applicando innovazioni tecnologiche per la gestione dei contatori, sostituendo tutti i vecchi contatori elettrici con contatori di ultima generazione che permettono una migliore gestione energetica per i consumatori. Acea, inoltre, ha intrapreso il percorso di produzione di energia elettrica da fonti rinnovabili, in particolare da fonte fotovoltaica, grazie all'acquisizione e alla realizzazione di nuovi impianti.

Mobilità sostenibile

Ulteriori progetti sono stati dedicati allo sviluppo della mobilità sostenibile. Acea ha dedicato una controllata del gruppo proprio allo sviluppo di progetti in ambito di innovazioni sostenibili, in particolare, alla progressiva installazione di colonnine di ricarica elettrica per veicoli elettrici che forniscono energia verde certificata. Acea ha inoltre sviluppato una piattaforma multifunzionale con la tecnologia *BOMTS (Banking Operation Maintenance Telematics Security)* che consente di erogare diverse tipologie di servizi di trasporto elettrico: dal controllo dell'infrastruttura di ricarica ai pagamenti, dall'erogazione di servizi informativi alla videosorveglianza e altre applicazioni calibrate sulle esigenze dei clienti, siano essi retail o grandi aziende. Inoltre, per sostenere una maggiore mobilità sostenibile per i propri dipendenti Acea ha deciso di sostituire i propri veicoli, utilizzati per gli interventi in loco, con veicoli elettrici per i loro dipendenti e sta costruendo nuove colonnine di ricarica all'interno delle loro sedi operative.

Efficienza e modernizzazione nel settore della depurazione

Acea, è tra i più importanti attori del sistema idrico integrato e leader nazionale del settore per consumatori serviti, negli ultimi anni anche attraverso l'utilizzo dei fondi ottenuti tramite l'emissione verde ha avviato diverse iniziative che convergono verso l'efficienza e la modernizzazione del settore della depurazione delle acque. In particolare, sono stati sviluppati alcuni progetti di rilevante impatto. Tra questi, la definizione di un "Piano fanghi" che prevede interventi strutturali volti ad aumentare la potenza dei depuratori di medio-grandi dimensioni e a ridurre la quantità di fanghi complessivamente prodotti, inoltre, è stato definito un piano di razionalizzazione degli impianti di depurazione, individuati attraverso lo studio del territorio sia dal punto di vista urbanistico che geomorfologico. Questa attività continuerà ad essere svolta attraverso il potenziamento dei piccoli impianti esistenti o, quando possibile, attraverso l'accentramento del processo di trattamento depurativo in impianti più grandi, con la relativa dismissione degli impianti più piccoli. Infine, diverse attività di efficienza energetica hanno contribuito alla modernizzazione del settore depurativo, individuate con un'analisi approfondita dei consumi energetici degli impianti e dei relativi comparti. Dalla tabella con i KPI che Acea fornisce all'interno del report per il monitoraggio dei progetti legati all'emissione notiamo come la percentuale di capacità di purificazione delle acque sia aumentata a fronte di una riduzione degli impianti, questo risulta essere molto importante in quanto come già detto in precedenza si va a migliorare la qualità della vita delle popolazioni interessate riducendo lo spazio destinato a questa tipologia di impianti.

KPI	UOM	2020
Sludge reduction		
Total sludge (solid and liquid)	t	77.934
Reduction with respect to base year (2019)	%	-21,3
Rationalisation of purifying plants		
Percentage increase of the purifying capacity with respect to base year (2019)	%	3,7
Dismissed-centralised plants	n.	7
AE interested in the centralisation of purifiers	AE	15.730
Energy efficiency interventions		
Averted emissions thanks to energy savings in the purifying compartment (**)	tCO ₂	399,6

(Figura n°6, KPI efficientamento del settore della depurazione)

Un altro progetto molto importante nel Piano Industriale legato all'emissione di Acea è quello relativo alla produzione di biometano; infatti, la società ha previsto numerosi progetti di ampliamento e potenziamento per la produzione di questa tipologia di combustibile che hanno come obiettivo la riduzione delle emissioni e di conseguenza vantaggi sull'ambiente e per le comunità locali. Tra i progetti di economia circolare, inoltre, Acea ha costituito un sistema integrato di gestione dei rifiuti e due impianti finalizzati alla creazione specifica di compost, dove è anche possibile raccogliere energia elettrica e termica nelle sezioni di digestione anaerobica, grazie a specifici investimenti realizzati e in corso di realizzazione. La matrice organica che entra nella sezione di digestione anaerobica, infatti, viene degradata biologicamente e produce così biogas, captato per produrre energia rinnovabile al 100% per il mercato. Acea punta a consolidare il proprio posizionamento nel settore dell'economia circolare dove rappresenta uno dei maggiori *player* nazionali, rafforzando il proprio *core business* come la termovalorizzazione *waste to energy* (WtE) e il compostaggio, sviluppando la catena del valore del *waste to material* (WtM) per la plastica e la carta, attraverso l'acquisizione di impianti di selezione e trattamento dei materiali, e con un focus particolare nel settore della categoria dei rifiuti speciali. Tutto ciò comporta diverse sinergie tra le attività del Gruppo, come ad esempio la chiusura del ciclo di economia circolare dei rifiuti idrici (fanghi) anche attraverso la termovalorizzazione e la realizzazione di impianti di recupero delle ceneri provenienti dallo stesso processo di termovalorizzazione.

KPI	UOM	2020
Overall waste treatment capacity in the year	t	1.905.360
Treated waste for the year	t	1.449.110
Compost produced/waste sent to composting plants	%	8,45%
Secondary raw materials out of treatment plants/Waste coming in plants	t/t	147.542 / 184.182

(Figura n°7, KPI trattamento rifiuti)

Dalla precedente tabella possiamo notare come la capacità di trattamento dei rifiuti annui è di circa 2 milioni di tonnellate che sono trattati quasi totalmente nel corso dell'anno un altro dato molto importante è il dato relativo ai *secondary raw material* ovvero quelle materie che arrivano nell'impianto di trattamento come rifiuti e vengono trasformate in nuova materia prima, la capacità di trasformazione dell'azienda ha una percentuale molto elevata e riesce a convertire quasi la totalità dei rifiuti in nuova materia prima. Tra le iniziative che promuovono l'economia circolare, inoltre, Acea ha sviluppato e marchiato un sistema intelligente dotato di tecnologia IoT e sensori di movimento per il compostaggio a chilometro zero. Le attività di ricerca e sviluppo hanno portato Acea alla realizzazione di un prototipo di *Smart Comp Unit*, che costituirà la base della nuova versione *Acea Smart Comp 2.0*. La compostiera *SmartComp* è un impianto di piccole dimensioni che, attraverso un processo completamente automatizzato, in 90 giorni trasforma i rifiuti organici in compost certificato di qualità, igienizzato e privo di batteri patogeni, pronto per essere utilizzato come fertilizzante e ammendante. Il trattamento locale dei rifiuti organici è pensato per chi produce grandi quantità di rifiuti: mercati, centri commerciali, aeroporti, stazioni, mense, ecc. *Acea SmartComp* permette di trattare i rifiuti in loco e quindi di evitarne il trasporto, riducendone i costi e le relative emissioni. Questo progetto si allinea anche con gli obiettivi strategici di Acea per la trasformazione delle città in cui si trova ad operare in vere e proprie *smart city*.

Discussion

Per rispondere alle domande di ricerca è stata condotta un'analisi sul caso studio di Acea, in particolare viene analizzato il processo che ha accompagnato la società all'emissione. Vengono inoltre, analizzati tutti i progetti che la società ha deciso di mettere in atto per poter accompagnare al meglio l'emissione verde. L'obiettivo è stato quello di sostenere la tesi per cui le obbligazioni verdi siano più favorevoli alle società emittenti rispetto alle classiche emissioni *brown*. L'analisi del caso ha dimostrato come sia sicuramente vantaggioso per le aziende scegliere di perseguire un'emissione verde, anche se nella maggior parte dei casi questo consegue un aumento sostanziale dei costi per la stessa, a causa delle progettualità che devono essere implementate dalle aziende, soprattutto quelle che operano in settori che sono altamente impattanti sull'ambiente come nel caso di Acea. Nel caso analizzato possiamo notare come Acea sia riuscita ad ottenere un *pricing* per la propria emissione molto competitivo. Andando ad analizzare i fattori che hanno portato a questo vantaggio competitivo per la società sicuramente possiamo considerare le tempistiche con le quali l'azienda ha deciso di entrare nel mercato attraverso questa emissione. Infatti, il periodo nel quale sono state emesse queste obbligazioni è stato segnato dalla pandemia da COVID-19 che sicuramente ha influenzato numerose aziende a ritirare le proprie emissioni in programma a causa di una forte contrazione del mercato obbligazionario. Un altro fattore che si può apprendere è che questa contingenza ha influenzato notevolmente le scelte degli investitori; infatti, si è notato uno spostamento in investimenti ritenuti sostenibili i quali considerano anche temi legati alla salute e all'ambiente, che prima rappresentavano una parte marginale del mercato. Uno dei primi fattori da considerare per poter mitigare gli aspetti negativi ed avere un miglior accesso al mercato dei capitali per un'emissione verde è sicuramente la tempistica di emissione; infatti, essere una delle prime aziende (*First mover Advantage*) a decidere di perseguire un'emissione verde può portare ad avere un notevole vantaggio competitivo rispetto ai *competitor*. Analizzando poi i progetti che l'azienda ha deciso di implementare attraverso l'utilizzo dei proventi di questa emissione, notiamo come ci sia un vero e proprio cambiamento a livello strategico della società, infatti, l'obiettivo attraverso il piano industriale e al *green financing framework* presentato dalla società nel momento dell'emissione è cambiare radicalmente la propria modalità operativa. Si punta, infatti, principalmente a progetti che riducono gli sprechi, e impattano positivamente sulle comunità locali come la riduzione delle perdite idriche o la riduzione degli spazi occupati finora da infrastrutture dedicate alla depurazione che hanno sicuramente un impatto negativo sul territorio. Uno dei pilastri fondamentali che ha accompagnato il piano industriale dell'azienda e quindi la realizzazione delle progettualità da implementare con l'utilizzo dei fondi è stato quello di avere più impatto possibile sugli obiettivi dell'Agenda 2030. L'insieme delle progettualità legato alle tempistiche con le quali l'azienda ha deciso di procedere con l'emissione ha fatto sì che questa avesse un enorme successo, ricevendo richieste dagli investitori istituzionali superiori a sette volte l'offerta. La presentazione del *green financing framework* come

evidenziato nella letteratura non è un obbligo legislativo della società emittente ma, come per l'adesione volontaria alle norme europee per l'emissione dei *green bond* (EUGBS), rappresenta una maggiore sicurezza e una riduzione sostanziale del rischio per gli investitori che quindi sono disposti ad investire con tassi più bassi rispetto ai tradizionali tassi di mercato. Possiamo concludere dall'analisi effettuata che le emissioni verdi possono essere sicuramente più rischiose rispetto alle tradizionali emissioni per via degli obiettivi prefissati e del livello di incertezza che caratterizza le progettualità le quali si discostano notevolmente dalle classiche e che si dirigono verso una nuova direzione, ma effettuando un attento studio e ponendo obiettivi intermedi prefissati questo rischio può essere mitigato da parte delle aziende e favorire quindi l'investimento da parte di *stakeholder* che, come evidenziato in precedenza, anche a seguito della pandemia da COVID-19 stanno spostando i propri investimenti in attività caratterizzate principalmente dai temi della sostenibilità. Inoltre, se in passato poteva esserci il problema del *greenwashing*, ovvero quella tipologia di strategia che poneva i temi dell'ambientalismo e della sostenibilità solamente per distogliere l'attenzione dalle attività che realmente le aziende stavano mettendo in atto, ora questo fenomeno viene notevolmente attenuato grazie alle nuove regolamentazioni, e soprattutto grazie alle aziende che decidono di dotarsi di certificazioni di terzi come nel caso studio analizzato. Queste certificazioni legati ai *report* che le aziende devono emettere periodicamente quando vengono emesse obbligazioni di questo tipo possono rappresentare per gli investitori un aspetto di ancor maggiore sicurezza, da qui deriva anche il prezzo competitivo che le emissioni verdi riescono a garantire alle aziende. Infatti, come si nota anche per il caso studio analizzato le emissioni di *green bond* garantiscono sicuramente dei tassi vantaggiosi alle aziende emittenti, ma allo stesso tempo dimostrano un bassissimo livello di rischio per gli investitori e una sostanziale riduzione dell'asimmetria informativa che si crea tra chi investe e la società emittente. In quanto essi si trovano coinvolti nel processo di investimento non solamente nelle fasi iniziali ma anche nelle fasi successive quando vengono effettuate le analisi degli obiettivi socio-ambientali prefissati. La società analizzata nel caso, all'interno dei report emessi periodicamente collaborando con l'ente terzo, evidenzia i risultati in corso e lo stato di avanzamento delle progettualità attraverso l'utilizzo di determinati KPI che la stessa ha appositamente associato e identificato. L'utilizzo di KPI per il monitoraggio delle progettualità e degli impatti che queste hanno, è sicuramente un mezzo tramite il quale la società comunica agli investitori con maggiore facilità e capacità di lettura, rappresentando quindi, una riduzione del rischio e dell'asimmetria informativa tra società e investitore, la quale si riflette direttamente sul prezzo di emissione, consentendo alla società di emettere a tassi inferiori rispetto alle aziende che invece decidono di effettuare emissioni *brown* o anche emissioni verdi ma senza aderire al EUGBS e che quindi sono soggette a un maggior rischio di *greenwashing*. Ulteriore fattore positivo che caratterizza le emissioni verdi è quello relativo al "premio reputazionale" che queste garantiscono sia alle società emittente sia agli investitori. Infatti, come si evidenzia anche dall'analisi della letteratura, l'emissione di *green bond* e le conseguenti attività legate ad essa garantiscono per le società un impatto positivo verso tutti gli *stakeholder* coinvolti rappresentati non solamente dagli

investitori, ma anche dai consumatori, garantendo un incremento anche a livello di fatturato. Dall'analisi del caso e dalle caratteristiche della società emittente possiamo notare come non solamente le aziende che hanno modelli di *business* sostenibili si possono avvicinare all'emissione *green*. Questo tema è al centro di molti dibattiti tra i legislatori e nella letteratura, si vuole permettere anche alle aziende che effettuano attività impattanti sull'ambiente di avvicinarsi all'emissione verde, infatti, al momento alcune società sono impossibilitate, a causa della loro tipologia di *business*, come le aziende petrolifere, di effettuare operazioni di finanza sostenibile. Ma tra le aziende che operano in settori impattanti abbiamo anche aziende che nonostante la propria attività svolgono un ruolo fondamentale per la transizione ecologica, come ad esempio le aziende che estraggono i minerali per poter alimentare e costruire veicoli elettrici possono, le quali si trovano ad avere notevoli difficoltà proprio per le caratteristiche del *business* a emettere *green bond*. Il caso dimostra che se un'azienda decide di modificare la tipologia di *business*, operando in maniera sostenibile e in linea con i principi della sostenibilità può garantirsi un'emissione di *green bond* per poter finanziare il cambiamento delle sue modalità operative. Acea, infatti, nonostante il proprio *business* che ha impatti diretti sull'ambiente è riuscita positivamente nell'emissione di obbligazioni verdi, grazie a una serie di progetti che mettono in risalto anche verso gli investitori le intenzioni di cambiare le proprie modalità operative. Lo studio si posiziona quindi tra i due filoni di studio analizzati nella letteratura, poiché si ritiene che le emissioni e l'utilizzo di *green bond* sono sicuramente più rischiose rispetto alle tradizionali emissioni per via del fenomeno del *greenwashing* e degli obiettivi prefissati spesso molto difficili da raggiungere ma, questo rischio viene notevolmente ridotto fino a rappresentare un vantaggio, attirando un numero maggiore di investitore che decidono di rinunciare a parte del loro profitto, a volta anche investendo in tassi negativi come nel caso studio analizzato, per poter detenere nel loro portafoglio obbligazioni verdi, quando le aziende, decidono di sostenere l'emissione associandola a determinate progettualità che vengono espone nel *Green Financing Framework*, inoltre, l'adozione di KPI garantisce un monitoraggio facilmente comprensibile e continuo per gli investitori. Nel caso viene presentata una modalità operativa che è stata attuata attraverso un cambio sostanziale nella *governance* della società per la definizione delle *best practice*, che comprende i processi di progettazione, pianificazione, esecuzione e monitoraggio di tutte le attività legate all'emissione. Infatti, come dichiarato dal responsabile finanziario di Acea, per poter sostenere al meglio l'emissione negli anni precedenti si è prima studiato il mercato che figurava in forte crescita e successivamente si è modificata la struttura societaria per poter sfruttare al meglio i fondi raccolti tramite l'emissione verde. In particolare, viene creato un gruppo di lavoro che include i principali responsabili di tutte le aree, con il compito di selezionare le progettualità e garantire l'aggiornamento del *Green Financing Framework*. Il gruppo di lavoro inoltre ha la facoltà di escludere un progetto qualora questo si discosti dagli obiettivi di sostenibilità dell'azienda. Il CFO della società analizzata ci fa notare come le operazioni di finanza sostenibile sono un segnale diretto al mercato di come l'azienda voglia cambiare la propria modalità operativa volta al perseguimento di obiettivi strategici e di sostenibilità.

Si può concludere che quindi le emissioni verdi per poter avere maggior successo necessitano di uno sforzo interdipartimentale che non comprende solamente l'area finanziaria ma viene integrato all'interno di tutto il sistema societario, lo sforzo e gli svantaggi dovuti all'applicazione con maggior rigore di tutte le attività legate all'emissione sono compensati dalla percezione che gli investitori hanno poi della società che porta ad avere un vantaggio in termini di tasso di emissione e quindi un vantaggio economico diretto per la società. L'attuazione delle progettualità legata ai temi di sostenibilità e alla riduzione degli sprechi può portare un ulteriore vantaggio in termini di costi della produzione in quanto questi progetti necessitano sicuramente di uno sforzo economico iniziale notevole, che viene coperto tramite l'emissione verde, ma successivamente porta alla società un vantaggio in termini di gestione e riduzione degli sprechi in fase di produzione.

Conclusioni

In questo elaborato si sono analizzati i vantaggi e gli svantaggi che un'emissione di *green bond* e le strategie di sostenibilità possono apportare alle imprese, si è inoltre analizzato come è possibile per le imprese mitigare i possibili svantaggi che tali operazioni possono portare. Dalla letteratura sono emersi due diversi filoni di studio nel primo si ritiene che le obbligazioni verdi siano più rischiose per via delle caratteristiche dei progetti e della difficoltà del raggiungimento degli obiettivi mentre un secondo filone ritiene che queste siano più redditizie per le società in quanto gli investitori sacrificano una parte del loro profitto in cambio della *greenness* dei titoli. Lo studio si pone al centro dei due filoni, infatti si ritiene che le emissioni di *green bond* portano alla società emittente una serie di obblighi e pratiche operative da effettuare che rendono più complesso il processo di emissione, ma analizzando il caso studio si evince come l'adozione su base volontaria alle regolamentazioni europee, che in questo campo non obbligano gli emittenti ma lasciano spazio alla libertà di applicazione alle società, e la presentazione di report periodici tramite i quali le società stesse comunicano i propri risultati possono ridurre l'asimmetria informativa che si viene a creare tra investitori e società emittente, rendendo l'emissione più sicura dal punto di vista del rischio per gli investitori e molto conveniente per le società che riescono a reperire il capitale a tassi vantaggiosi. Si evidenzia inoltre, come la società analizzata durante il caso studio abbia incentrato la propria emissione in progetti, che vanno a modificare integralmente la strategia aziendale, poiché essendo Acea un'azienda operante in un settore che ha un forte impatto a livello ambientale la sua business strategy non era allineata con gli obiettivi di sostenibilità. Prendendo in considerazione quindi la possibilità di effettuare un'emissione *green* l'azienda ha dovuto operare in un quasi totale cambio di modalità di pensiero e di struttura del proprio business. Questo però non ha avuto impatti negativi per quanto riguarda le performance finanziarie e operative; infatti, grazie all'emissione con tassi fortemente favorevoli rispetto ai tassi del mercato la società ha potuto finanziare una serie di progetti la pongono in prima linea nelle scelte strategiche sostenibili. Lo studio dimostra inoltre, come una società può sfruttare questa fase storica del mercato per poter investire in progetti di sostenibilità. Notiamo, come emerge anche dallo studio della letteratura in materia, che sono principalmente le aziende che decidono per prime di perseguire queste strategie ad avere un maggior vantaggio da questa tipologia di emissione; infatti, il rendimento delle aziende *follower* risulta essere sempre minore rispetto all'azienda che per prima decide di intraprendere questa tipologia di strategia in un determinato settore. Analizzando le tendenze del mercato, è possibile prevedere che con il passare del tempo, le imprese si sposteranno per la quasi totalità da strategie *brown*, ovvero quelle strategie che non considerano fondamentali all'interno del *business* i temi riguardanti la sostenibilità, alle strategie *green*. A questo punto le aziende che decidono di perseguire questa tipologia di *business* non avranno più un vantaggio competitivo o reputazionale all'interno del mercato da sfruttare ma saranno solamente parte di un sistema che pone l'attenzione non solamente a temi che riguardano le *performance*

economiche ma anche quelle ambientali e sostenibili. Questo cambiamento potrebbe in parte essere dovuto alla nuova cultura che si sta affermando e in parte alle imprese che saranno obbligate a intraprendere alcune scelte poiché la regolamentazione in materia di sostenibilità ambientale si fa sempre più stringente e impone di perseguire determinate scelte a livello strategico e operativo. Un'ulteriore spinta al cambiamento deriva dagli *stakeholder* che non guardano più solamente alla redditività del proprio investimento ma anche al suo impatto sostenibile. La nuova modalità operativa delle imprese influenzerà di conseguenza anche la finanza poiché, come dichiarato anche dal CFO dell'azienda analizzata nel caso studio, si può configurare uno scenario in cui la finanza sostenibile si sostituirà alla finanza classica la quale è spinta principalmente da ragioni di tipo economico. A questo punto il valore di un'emissione di *green bond* che oggi si configura come vantaggiosa per le società che decidono di effettuarla, come analizzato per il caso di ACEA, potrebbe non essere redditiva tanto quanto lo è per le imprese che sono pioniere e riescono a sfruttare un vantaggio che può essere paragonato a un vantaggio *First Mover* ovvero quella tipologia di vantaggio che le imprese riescono ad acquisire rispetto al mercato in quanto sono le prime ad effettuare determinate scelte strategiche. Questa analisi porta anche a poter ipotizzare dei possibili nuovi *trend* di studio che andranno ad analizzare il mercato della finanza verde, per poter verificare se, i vantaggi dell'adozione di strategie sostenibili sostenuti da strumenti finanziari verdi possa essere tanto vantaggioso quanto lo è ora per le aziende che per prime stanno attuando questo cambiamento.

Bibliografia

Bachelet, Becchetti & Manfredonia,-The Green Bonds Premium Puzzle: The Role of Issuer Characteristics and Third-Party Verification (2019);

Bouri, Saeed, Tran-Hedging Strategies of Green Assets against Dirty Energy Assets, (2020);

Braga, Grass, Semmler-De-risking of green investments through a green bond market – Empirics and a dynamic model, Journal of Economics Dynamics and Control, (2021);

Brambilla-Perché la finanza sostenibile è indispensabile: tassonomia UE e prospettive future (2022);

Bussi-La Ue alza il tiro, nuove regole per la finanza sostenibile, Il Sole 24 Ore (2021);

Bussi-La filiera raddoppia gli investimenti in sostenibilità, Il Sole 24 Ore (2022);

Cos'è il piano di sostenibilità e come attuarlo in poche mosse? Wolters Kluwer. (2021);

Cosa significa greenium per chi investe in Green Bond, Lyxoreft.com (2021);

Daubanes, Mitali & Rochet-Why Do Firms Issue Green Bonds?, MIT Center for Energy and Environmental Policy Research (2022);

De Chiara-Stakeholder engagement per strategie di sostenibilità (2015);

De Giovanni, Gotschol, Vinzi-Is environmental management an economically sustainable business?, Journal of Environmental Management, 73-82 (2014)

De Giovanni-Do internal and external environmental management contribute to the triple bottom line?, International Journal of Operations and Product Management (2012);

De Giovanni, Vinzi- Covariance versus component-based estimations of performance in green supply chain management, International Journal of Production Economics, 907-916 (2012);

De Giovanni, Cariola- Process innovation through industry 4.0 technologies, lean practices and green supply chains, Research in transportation Economics (2021);

Del Giudice-La finanza sostenibile (2019);

Finanza verde: regole, opportunità e rischi, Università Cattolica del Sacro Cuore (2020);

Flammer-Corporate green bonds, Journal of Financial Economics, 499-516 (2021);

Gianfrate, Peri-The green advantage: Exploring the convenience of issuing green bonds, Journal of Cleaner Production, 127-135 (2019);

Green Bond Allocation Impact, Acea (2022)

Maino-Costs and benefits associated with green bonds, Oxford Institute for Energy Studies (2022);

Maino-The Role, Opportunities and Challenges of Green Bonds, Oxford Institute for Energy Studies (2022);

Reboredo-Green bond and financial markets: Co-movement, diversification and price spillover effects, Energy Economics, 38-50 (2018);

Romano-Finanza sostenibile, gli standard di Bruxelles per i green bond, Il Sole 24 Ore (2021);

Sgambato-La sostenibilità fa crescere del 7,6% il fatturato, Il Sole 24 Ore (2021);

Tang, Zhang-Do shareholders benefit from green bonds, Journal of Corporate Finance, (2020);

Venturi-La sostenibilità integrale è un passaggio obbligato, Il Sole 24 Ore (2022);

Zerbib-The effect of pro-environmental preferences on bond prices: Evidence from green bonds, Journal of Banking and Finance, 39-60 (2019);

Riassunto dell'elaborato

I temi legati alla sostenibilità sono sempre più al centro delle scelte strategiche delle imprese. In questo elaborato si è voluto analizzare l'impatto che queste scelte hanno sul *business* aziendale e come queste possano finanziarsi attraverso l'emissione di *green bond*. Dalla letteratura analizzata si evidenzia come il processo che deve essere messo in atto è un processo di trasformazione che vuole superare la tentazione di promuovere una visione di sostenibilità fredda rispetto alla comunità, che spesso effettua strategie di ottimizzazione dei processi produttivi dimenticandosi di stimolare la reciprocità e il capitale sociale. Risulta necessario quindi, intraprendere una prospettiva di sostenibilità integrale che sia capace di valorizzare le risorse e allo stesso tempo di porre come priorità il "potenziamento della comunità" (Venturi, 2022). Notiamo inoltre, che le aziende che decidono di perseguire strategie di sostenibilità sono "premiare" dai consumatori, risulta infatti che nel 2020 il fatturato delle aziende che perseguono strategie di sostenibilità è aumentato di circa il 7,6% (Sgambato, 2021). La scelta di perseguire strategie di sostenibilità, quindi, non deve essere perseguita soltanto "superficialmente" ma deve essere incorporata nel concetto aziendale attraverso la pianificazione e l'attuazione di piani di sostenibilità grazie ai quali l'azienda riesce a comunicare ai propri *stakeholder* la propria strategia, gli obiettivi, le modalità e i relativi tempi di realizzazione. Il cambiamento di strategie di un'impresa verso il concetto di sostenibilità comporta a una ridefinizione di tutte le attività che caratterizzano il ciclo di un'impresa. Vengono modificati non solo gli aspetti superficiali ma il cambiamento coinvolge anche i processi decisionali e il modo in cui l'impresa lavora (De Chiara, 2021). L'aspetto sul quale si è focalizzata la *review* della letteratura è quello relativo alla finanza etica e sostenibile ovvero tutte quelle strategie di investimento che sia direttamente sia indirettamente associano al ritorno economico un ritorno socialmente utile. Uno dei principali strumenti della finanza sostenibile, tra i quali si può notare un eccesso di domanda nel mercato, sono i *Green Bond*, ovvero l'insieme di strumenti finanziari pubblici (come il PNRR) e privati, che pongono le scelte Ambientali Sociali e di *Governance* (ESG) al centro delle decisioni aziendali e di investimento e che diventano *driver* di scelta da parte degli investitori. Per quanto riguarda questi strumenti sono emersi dall'analisi della letteratura due principali filoni di pensiero in particolare, un primo filone di studi ritiene che i *green bond* siano più rischiosi rispetto alle emissioni tradizionali poiché gli obiettivi prefissati sono spesso più difficili da raggiungere e spesso hanno un elevato livello di incertezza. Questi, quindi, necessitano di più garanzie e certificazioni per essere paragonati a livello di rischiosità alle emissioni tradizionali (Ehlers,

2014). Altri però ritengono che i *green bond* abbiano una maggiore capacità di attirare investitori che sono disposti a sacrificare una parte del rendimento in cambio della *greenness* dell'emissione che potrebbe portare a uno sconto sulla cedola dei *green bond* rispetto alle obbligazioni tradizionali (Roe *et al*, 200). In seguito all'analisi della letteratura si è voluto analizzare il caso studio di Acea, nota azienda che si occupa della gestione e dello sviluppo di reti e servizi nel settore idrico energetico e ambientale. Il settore in cui si trova ad operare l'azienda fa sì che sia particolarmente attenta ai temi di sostenibilità. In particolare, le sfide poste dal cambiamento climatico hanno impatti significativi su tutti gli ambiti della società. Acea nel Piano Industriale 2020-2024 mostra come gli strumenti di *Green Finance* siano fondamentali per supportare il raggiungimento di uno sviluppo sostenibile. In particolare, nel Piano Industriale Acea ritiene di dover allineare le proprie strategie di finanziamento con la *mission*, la strategia di sostenibilità e gli obiettivi, in particolare si propone di diversificare la base degli investitori puntando su investimenti in tecnologie e servizi a basse emissioni. Infine, uno degli obiettivi principali dell'azienda è quello di contribuire allo sviluppo del mercato della Finanza Sostenibile adottando elevati *standard* di *Green Finance*. Il Piano Industriale 2020-2024 prevede una crescita significativa dal *business* dell'acqua, una forte crescita nella generazione di energia elettrica da fonti rinnovabili, nel *business* del fotovoltaico, e l'impegno nella mobilità elettrica. La transizione energetica e la decarbonizzazione si riflettono nell'acronimo *GRIDS* che sintetizza le leve di azione su cui si concentra il Piano Industriale di Acea e sul quale sono incentrati gli obiettivi relativi all'emissione verde:

- garantire una crescita continua (*Growth*);
- incrementare lo sviluppo delle fonti rinnovabili (*Renewables*);
- spingere sull'innovazione tecnologica anche nei processi industriali (*Innovation*);
- raggiungere obiettivi ambiziosi e superarli (*Delivery*);
- garantire un approccio che vede lo sviluppo sostenibile come pietra angolare (*Sustainability*).

In particolare, il piano presentato dall'azienda si propone di effettuare investimenti che si riferiscono a 7 specifici obiettivi dell'Agenda 2030 dell'ONU (SDGs):

- l'obiettivo numero 8 relativo al lavoro e alla crescita economica in quanto si propone tramite i suoi progetti di incrementare il PIL e l'occupazione nel territorio in cui l'azienda si trova ad operare;

- l'obiettivo numero 6 relativo all'acqua pulita ed ai servizi igienico sanitari per il quale prevede di ridurre tramite i propri progetti le perdite della gestione idrica e la razionalizzazione dei sistemi depurativi;
- l'obiettivo numero 7 che prevede il miglioramento della qualità del servizio elettrico;
- gli obiettivi 9 e 10 che si riferiscono nell'implementazione di progetti in ottica di Smart City tramite l'installazione di colonnine elettriche e contatori digitali;
- l'obiettivo numero 12 per il quale sono previsti interventi per il trattamento dei rifiuti in ottica di economia circolare e la riduzione dei fanghi in uscita dai depuratori;
- l'obiettivo numero 13 per il quale sono previsti incrementi di produzione e utilizzo di energia derivante fonti rinnovabili.

Il processo di emissione da parte di Acea parte il 16 Dicembre 2020 quando il Cda, delibera un'emissione green nell'ambito del programma *Euro Medium Term Note*. Tramite questa operazione Acea “vuole dare un segno concreto dell'impegno del Gruppo nel perseguimento degli obiettivi di sostenibilità e della strategia con cui vuole raggiungerli”. Le Obbligazioni con scadenza 2025 sono state collocate a un prezzo di emissione pari al 100,177%, che implica un rendimento negativo pari a -0,038%, che risulta essere il primo caso in Italia per emittenti *corporate*. Nel mese di marzo 2022 Acea emette un primo Report in relazione ai progetti, agli obiettivi e ai fondi allocati. I progetti che sono stati finanziati in questi primi anni dall'emissione sono relativi alla gestione delle risorse idriche (137,43 milioni) all'efficienza energetica (111,12 milioni) all'economia circolare (126,14 milio) e all'energia *green* (110,45 milioni). Si evidenzia che la maggior parte delle risorse sia stata destinata alla gestione delle risorse idriche, in quanto *business* principale dell'azienda, e alla definizione di progetti di economia circolare, questo si dirige verso i nuovi *trend* strategici che si spostano da un'economia *Brown*, verso un'economia circolare. L'analisi del caso ha dimostrato come sia sicuramente vantaggioso per le aziende scegliere di perseguire un'emissione verde, anche se nella maggior parte dei casi questo consegue un aumento sostanziale dei costi per la stessa, a causa delle progettualità che devono essere implementate dalle aziende, soprattutto quelle che operano in settori che sono altamente impattanti sull'ambiente come nel caso di Acea. Andando ad analizzare i fattori che hanno portato un significativo vantaggio competitivo per la società sicuramente possiamo considerare le tempistiche con le quali l'azienda ha deciso di entrare nel mercato attraverso questa emissione. Infatti, essere una delle prime aziende (*First mover Advantage*) a decidere di perseguire un'emissione verde può portare ad avere un notevole

vantaggio competitivo rispetto ai *competitor*. Analizzando poi i progetti che l'azienda ha deciso di implementare attraverso l'utilizzo dei proventi di questa emissione, notiamo come ci sia un vero e proprio cambiamento a livello strategico della società, infatti, l'obiettivo attraverso il piano industriale e al *green financing framework* presentato dalla società nel momento dell'emissione è cambiare radicalmente la propria modalità operativa. Possiamo concludere dall'analisi effettuata che le emissioni verdi possono essere sicuramente più rischiose rispetto alle tradizionali emissioni per via degli obiettivi prefissati e del livello di incertezza che caratterizza le progettualità le quali si discostano notevolmente dalle classiche e che si dirigono verso una nuova direzione, ma effettuando un attento studio e ponendo obiettivi intermedi prefissati questo rischio può essere mitigato da parte delle aziende e favorire quindi l'investimento da parte di *stakeholder*. Inoltre, se in passato poteva esserci il problema del *greenwashing*, ovvero quella tipologia di strategia che poneva i temi dell'ambientalismo e della sostenibilità solamente per distogliere l'attenzione dalle attività che realmente le aziende stavano mettendo in atto, ora questo fenomeno viene notevolmente attenuato grazie alle nuove regolamentazioni, e soprattutto grazie alle aziende che decidono di dotarsi di certificazioni di terzi come nel caso studio analizzato. La società ha deciso di emettere report periodici collaborando con l'ente terzo certificatore nel quale vengono evidenziati i risultati in corso e lo stato di avanzamento delle progettualità attraverso l'utilizzo di determinati KPI che la stessa ha appositamente associato e identificato. L'utilizzo di KPI per il monitoraggio delle progettualità e degli impatti che queste hanno, è sicuramente un mezzo tramite il quale la società comunica agli investitori con maggiore facilità e capacità di lettura, rappresentando quindi, una riduzione del rischio e dell'asimmetria informativa tra società e investitore. Lo studio si posiziona quindi tra i due filoni di studio analizzati nella letteratura, poiché si ritiene che le emissioni e l'utilizzo di *green bond* sono sicuramente più rischiose rispetto alle tradizionali emissioni per via del fenomeno del *greenwashing* e degli obiettivi prefissati spesso molto difficili da raggiungere ma, questo rischio viene notevolmente ridotto fino a rappresentare un vantaggio, attirando un numero maggiore di investitore che decidono di rinunciare a parte del loro profitto, a volta anche investendo in tassi negativi come nel caso studio analizzato, per poter detenere nel loro portafoglio obbligazioni verdi, quando le aziende, decidono di sostenere l'emissione associandola a determinate progettualità che vengono esposte nel *Green Financing Framework*, inoltre, l'adozione di KPI garantisce un monitoraggio facilmente comprensibile e continuo per gli investitori. Infine, vengono individuati dei possibili nuovi *trend* di studio che andranno ad analizzare il mercato della finanza verde, per poter verificare se, i vantaggi dell'adozione di strategie sostenibili sostenuti

da strumenti finanziari verdi possa essere tanto vantaggioso quanto lo è ora per le aziende che per prime stanno attuando questo cambiamento.