

LUISS 

Dipartimento di  
Impresa e Management

Cattedra di Economia dei Mercati e degli Intermediari Finanziari

# Green Bond, la loro regolamentazione ed operatività

Prof. Alfredo Pallini

---

RELATORE

Andrea Anellucci – Matr. 263561

---

CANDIDATO

Anno Accademico 2022/2023

## INTRODUZIONE

### CAPITOLO 1 LA FINANZA SOSTENIBILE

- 1.1 Salvaguardia dell'ambiente, sviluppo sostenibile, finanza sostenibile
- 1.2 I Sustainable Development Goals (Agenda 2030) e il Paris Agreement
- 1.3 Interventi della Commissione Europea, del Governo Italiano e della Banca d'Italia

### CAPITOLO 2 I GREEN BOND: CENNI STORICI, DEFINIZIONE E TIPOLOGIE

- 2.1 Cenni storici
- 2.2 Definizione
- 2.3 Le tipologie

### CAPITOLO 3 UN QUADRO NORMATIVO IN COSTANTE EVOLUZIONE

- 3.1 I Green Bond Principles (ICMA)
  - 3.1.1 Le componenti fondamentali e la Green Bond Framework
  - 3.1.2 La revisione esterna
- 3.2 Il Climate Bond Standard and Certification Scheme
- 3.3 EU Green Bond Standard
- 3.4 Confronto tra i Green Bond Principles e gli EU Green Bond Standard

### CAPITOLO 4 L'OPERATIVITA' DEI GREEN BOND

- 4.1 Procedura di pre-emissione e di post-emissione
- 4.2 Il mercato dei Green Bond, il rapporto Debt Global State of the Market
  - 4.2.1 Il mercato dei green bond
  - 4.2.2 Regioni
  - 4.2.3 Tipi di emittenti
  - 4.2.4 Settori più interessati
  - 4.2.5 Valuta
  - 4.2.6 Durata
  - 4.2.7 Revisione esterna
  - 4.2.8 Previsioni per il 2023
- 4.3 Lo studio: "Do shareholders benefit from Green Bonds?"
- 4.4 I BTP Green
  - 4.4.1 Un esempio concreto: BTP Green 2045

CONCLUSIONI

SITOGRAFIA

BIBLIOGRAFIA

## INTRODUZIONE

Impatto ambientale, sviluppo sostenibile e finanza sostenibile sono tre temi di grande rilevanza, legati fra loro da un rapporto di consequenzialità ed interdipendenza. Questi tre temi sono oggi sempre più al centro delle decisioni aziendali e di investimento e questo rende pertanto necessario sviluppare modelli e parametri di monitoraggio e controllo sull'impatto che i cambiamenti climatici hanno sul modello di sviluppo economico, anche con l'impiego di strumenti finanziari che supportino in modo graduale, ma consistente questo cambiamento.

Ci si chiede se sia possibile ottenere un effetto positivo sulla società e sull'ambiente, senza sacrificare il rendimento finanziario di un investimento, applicare cioè il concetto di sviluppo sostenibile all'attività finanziaria con l'obiettivo di creare valore nel lungo periodo attraverso investimenti che non abbiano un impatto negativo sulle risorse naturali e sull'ambiente in generale.

Negli ultimi anni è cresciuta la sensibilità dell'opinione pubblica verso questi temi e lo dimostrano le numerose manifestazioni e proteste che si sono svolte in tutto il mondo a partire dai movimenti giovanili, ma con il coinvolgimento di cittadini di ogni età. Ciò ha spinto le istituzioni internazionali ed europee ad organizzare incontri e convegni per discutere del problema e prefigurare le misure necessarie per risolverlo.

Le Conferenze Annuali delle Parti (COP) sui problemi ambientali, iniziate con la COP 1 di Berlino del 1992 fino alla COP 27 di Sharm El-Sheikh del 2022, l'Agenda 2030 adottata dall'Assemblea Generale dell'Onu nel 2015, il Paris Agreement del 2015, il Piano di Azione per la Finanza Sostenibile della Commissione Europea del 2018, hanno fissato obiettivi volti al controllo delle temperature e delle emissioni inquinanti, riducendo l'utilizzo dell'energia fossile e aumentando quello delle fonti rinnovabili e, indicato date precise per il raggiungimento degli stessi. La salvaguardia dell'ambiente è, infatti, importante, sia per il benessere di tutte le persone, che per lo sviluppo del sistema economico-finanziario, che potrebbe risentire pesantemente di una crisi ambientale.

Ecco perché si parla ora di finanza sostenibile, ovvero di investimenti orientati ad avere non solo un ritorno finanziario per l'investitore, che resta l'obiettivo primario, ma anche benefici ambientali, sociali e di governance. Il successo dei prodotti sostenibili è imputabile al fatto che detti prodotti non sono rivolti solo alla nicchia di investitori "sensibili" alle tematiche ambientali, ma si trovano sempre più anche all'interno di portafogli tradizionali; sono pertanto stati creati nuovi strumenti finanziari "green", il cui mercato si sta sviluppando velocemente. In particolare i "Green Bond", uguali alle obbligazioni tradizionali, ma con la caratteristica di finanziare soltanto progetti che abbiano un impatto positivo sull'ambiente.

La tesi si articola in quattro capitoli.

Nel primo capitolo si affronta il tema della finanza sostenibile e del percorso storico, partendo dalle COP, i “Sustainable Development Goals” per arrivare al “Paris Agreement”, per spiegare l’introduzione di nuovi strumenti finanziari e in particolare dei “Green Bond”.

Nel secondo capitolo si definiscono i principi e le tipologie di Green Bond, con cenni storici inerenti alle prime emissioni e alla ricettività dei mercati.

Nel terzo capitolo viene affrontato il tema della complessità del quadro normativo che appare in costante evoluzione.

Nel quarto e ultimo capitolo viene esaminata la complessa procedura di emissione, mediante l’analisi delle sue singole fasi, il mercato di riferimento, gli enti emittenti, il mercato dei Green Bond, presentando un esempio concreto.

# CAPITOLO I

## LA FINANZA SOSTENIBILE

### **Paragrafo 1.1**

#### Salvaguardia dell'ambiente, sviluppo sostenibile, finanza sostenibile

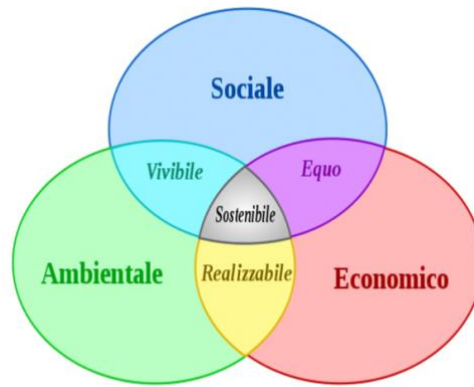
Per finanza sostenibile si intende un nuovo ramo della finanza che, sensibile alle tematiche ambientali, si rivolge a quegli investimenti (Sustainable and Responsible Investment “SRI”) che mirano non solo al profitto per l'investitore, ma anche alla salvaguardia dei fattori “ESG” (Environmental, Social and Governance).

Secondo quanto elaborato nel 2013 dal Gruppo di Lavoro del Forum per la Finanza Sostenibile, la definizione di investimento sostenibile e responsabile è la seguente: “l'investimento sostenibile responsabile è una strategia di investimento orientata al medio lungo periodo, che nella valutazione di imprese e istituzioni, integra l'analisi finanziaria con quella ambientale, sociale e di buon governo, al fine di creare valore per l'investitore e per la società nel suo complesso”.

Gli “ESG” entrano così nella gestione del portafoglio di investimento perché l'attenzione all'ambiente e il conseguente benessere degli uomini, è anche un fattore essenziale di stabilità del sistema finanziario, che risentirebbe pesantemente di una crisi ambientale, capace di compromettere il soddisfacimento dei bisogni sia della nostra generazione, che delle generazioni future.

La Commissione Mondiale per l'ambiente e lo sviluppo, istituita dall'Assemblea Generale dell'ONU, nel Rapporto Bruntland, pubblicato nel 1987, definisce lo sviluppo sostenibile come quello che “soddisfa i bisogni dell'attuale generazione, senza compromettere le capacità di quelle future di rispondere ai propri”.

Tra la finanza sostenibile e lo sviluppo sostenibile c'è uno stretto legame. Lo sviluppo economico è sostenibile se si realizza un vero equilibrio tra le sue componenti “ESG”.



Fonte: [https://it.wikipedia.org/wiki/Sviluppo\\_sostenibile](https://it.wikipedia.org/wiki/Sviluppo_sostenibile)

Quindi si avrà:

- sostenibilità ambientale se in ogni processo produttivo le risorse naturali utilizzate vengono reintegrate, minimizzando cambiamenti climatici, inquinamento dell'aria e dell'acqua, deforestazione; occorre cioè un equilibrio tra gli input di fonti naturali e il loro output, mantenendo la produttività e la funzionalità degli ecosistemi;
- sostenibilità sociale se lo sviluppo economico avviene nel pieno rispetto dei diritti umani e delle pari opportunità;
- sostenibilità economica se si riescono a porre in equilibrio i rischi di un investimento, evitando crisi aziendali, con i suoi ritorni, in base, non alle fluttuazioni giornaliere del mercato, ma con un orizzonte di lungo periodo, con effetti positivi sull'investitore e sulle generazioni future.

Sfera ambientale	Sfera sociale	Sfera governance
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Emissioni in atmosfera e cambiamenti climatici</li> <li>- Gestione delle risorse idriche</li> <li>- Protezione del suolo</li> <li>- Tutela della biodiversità</li> <li>- Utilizzo delle risorse naturali</li> <li>- Efficienza energetica e fonti rinnovabili</li> <li>- Gestione dei rifiuti</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Diritti umani</li> <li>- Sviluppo del capitale umano</li> <li>- Attrazione dei talenti</li> <li>- Pari opportunità e diversità</li> <li>- Salute e sicurezza</li> <li>- Gestione responsabile della catena di fornitura</li> <li>- Coinvolgimento e relazioni con la comunità</li> <li>- Sviluppo socio-economico</li> <li>- Filantropia</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Indipendenza</li> <li>- Remunerazione</li> <li>- Compliance</li> <li>- Corruzione</li> <li>- Diritti degli azionisti</li> <li>- Gestione del rischio</li> </ul>
Sfera etica		
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Produzione e commercio di alcolici</li> <li style="padding-left: 20px;">- Produzione di tabacco</li> <li style="padding-left: 20px;">- Produzione di armi</li> <li>- Sperimentazione sugli animali</li> <li>- Produzione e commercio di pellicce</li> <li style="padding-left: 20px;">- Gioco d'azzardo</li> <li style="padding-left: 20px;">- Pornografia</li> </ul>		

Fonte: [http://finanzasostenibile.it/wp-content/uploads/2016/09/Guida\\_Finanza\\_Sostenibile\\_2011.pdf](http://finanzasostenibile.it/wp-content/uploads/2016/09/Guida_Finanza_Sostenibile_2011.pdf)

La finanza sostenibile pone le considerazioni ambientali, sociali e di governance (ESG) al centro delle decisioni aziendali e di investimento. Si possono scoprire così nuove positive opportunità che, da un lato, generano valore economico, dall'altro rispettano l'ambiente. Quindi l'obiettivo diventa: continuare a crescere senza compromettere l'ambiente, anzi diventare il motore di sviluppo della nostra economia.

La finanza sostenibile, o etica in senso più largo, ha origini antiche essenzialmente legate a istanze religiose; dalla metà del 1900 essa ha avuto un notevole sviluppo, parallelamente a quello del movimento ambientalista.

Nel 2001, su iniziativa dei forum nazionali di Italia, Francia, Germania, Paesi Bassi e Regno Unito, con il sostegno della Commissione Europea, è stata costituita Eurosif, associazione paneuropea leader nella promozione degli investimenti sostenibili (SIF).

Le attività di Eurosif consistono nel contribuire in modo sostanziale alle politiche pubbliche, al fine di creare un mercato degli investimenti sostenibile e pienamente trasparente, attraverso una efficace regolamentazione e un'efficiente politica industriale, e nel condurre ricerche che consentano una migliore comprensione degli investimenti sostenibili. Essa opera come un partenariato tra i Forum nazionali con il sostegno diretto di una rete di oltre 400 organizzazioni con sede in Europa, che comprendono investitori istituzionali, gestori patrimoniali, servizi finanziari, fornitori di indici e società di ricerca e analisi ESG. Eurosif è anche un membro fondatore della Global Sustainable Investment Alliance (GSIA), l'alleanza dei più grandi SIF in tutto il mondo.

Il Forum Europeo per gli investimenti sostenibili e responsabili ha identificato sette strategie per investire responsabilmente:

1. Investimenti tematici: i fondi vengono investiti solo in aree specifiche come efficienza energetica, salute, energie rinnovabili.
2. Investimenti "Best in class": investire in società con una migliore performance "ESG".
3. Conformità alle norme e standard internazionali.
4. Esclusione: gli investitori escludono dai loro portafogli i settori ritenuti poco etici come tabacco, armi, OGM, energia nucleare.
5. Integrazione nell'analisi finanziaria delle istanze "ESG"
6. Engagement: gli investitori cercano di svolgere un ruolo attivo nelle scelte ambientali, sociali e di governance dell'azienda.
7. Impact investing: gli investimenti perseguono due obiettivi primari: generare rendimenti finanziari da un lato e creare un impatto ambientale e sociale positivo e misurabile dall'altro.



## **Paragrafo 1.2**

### I Sustainable Development Goals (Agenda 2030) e il Paris Agreement

Nel 1992, nell'ambito del Vertice della Terra tenuto a Rio de Janeiro, si istituisce la Convenzione Quadro delle Nazioni Unite sui Cambiamenti Climatici (UNFCCC) per cercare di risolvere problemi quali la povertà, la crescente disparità tra i Paesi industrializzati e Paesi in via di sviluppo, nonché le crescenti difficoltà negli ambiti sociali, economici ed ambientali, gettando le basi per uno sviluppo sostenibile a livello mondiale.

Da allora l'ONU organizza annualmente una Conferenza delle Parti dell'UNFCCC (COP), per affrontare i problemi climatici ed ambientali del pianeta, controllare le emissioni di gas serra, indurre i paesi industrializzati a perseguire i propri obiettivi, con il fine ultimo di raggiungere un compromesso tra crescita ed emissioni.

La prima COP si è svolta a Berlino nel 1995, ma solo nel 1997 la COP3 di Kyoto ha approvato il cosiddetto "Protocollo di Kyoto", che prevedeva politiche industriali atte a ridurre le emissioni di gas serra, documento tuttavia rimasto inattuato fino al febbraio del 2005 a causa della mancata ratifica dei Paesi maggiormente responsabili delle emissioni.

Nel 2007 si è svolta la COP13 a Bali, nella quale sono stati coinvolti anche i Paesi in via di sviluppo per tentare di raggiungere un accordo globale, che avrebbe dovuto essere ratificato nel 2009 con la COP15 di Copenaghen; tuttavia non sono stati assunti accordi vincolanti.

Anche con la COP18 del 2012 di Doha sono stati prodotti diversi documenti: in uno di questi si prevedeva un prolungamento dell'Accordo di Kyoto, ma l'assenza di Stati Uniti e Canada ha compromesso ogni risultato.

Il 2015 è stato l'anno determinante per la definizione delle politiche internazionali e l'individuazione degli obiettivi dello sviluppo sostenibile, con l'adozione da parte dell'Assemblea Generale dell'ONU dell'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile, sottoscritta dai governi di 193 Paesi membri delle Nazioni Unite. L'Agenda 2030 ha previsto 17 "Sustainable Development Goals" (SDG), ovvero obiettivi per lo sviluppo sostenibile da raggiungere in ambito ambientale, economico, sociale e istituzionale entro il 2030.

Gli obiettivi fissati coinvolgono tutti i paesi e tutte le componenti della società: imprese private, settore pubblico, società civile, operatori culturali e dell'informazione, con lo scopo di definire una strategia di sviluppo sostenibile, i cui risultati sono valutati annualmente in sede ONU. Ogni quattro anni, inoltre, si svolge un dibattito sull'attuazione dell'Agenda 2030, sempre in sede di Assemblea Generale dell'ONU, alla presenza dei Capi di Stato e di Governo. La prima verifica è stata quella del settembre 2019.

Al punto 18. della Risoluzione adottata dall'Assemblea Generale dell'Onu il 25 settembre 2015, vengono annunciati i 17 obiettivi:

“18. Annunciamo oggi 17 nuovi Obiettivi per lo Sviluppo Sostenibile con 169 traguardi ad essi associati, che sono interconnessi e indivisibili. È la prima volta che i leader mondiali si impegnano in uno sforzo e in un’azione comune attraverso un’agenda politica così vasta e universale. Ci stiamo incamminando verso lo sviluppo sostenibile, dedicandoci al perseguimento della crescita globale e a una cooperazione vantaggiosa che si tradurrebbe in maggiori profitti per tutti i paesi e per tutto il mondo. Ribadiamo che tutti gli stati possono, e devono, esercitare liberamente la totale e permanente sovranità sulle proprie ricchezze, risorse naturali e attività economiche. Applicheremo l’Agenda affinché tutti possano trarne i benefici, per le generazioni di oggi e per quelle del futuro. Così facendo, ribadiamo il nostro impegno rispetto al diritto internazionale e sottolineiamo che l’Agenda deve essere applicata in modo tale che sia in linea con i diritti e i doveri degli stati sanciti dal diritto internazionale.”

I 17 obiettivi sono i seguenti:

1. Sconfiggere la povertà
2. Sconfiggere la fame
3. Salute e benessere
4. Istruzione di qualità
5. Parità di genere
6. Acqua pulita e servizi igienico-sanitari
7. Energia pulita e accessibile
8. Lavoro dignitoso e crescita economica
9. Imprese, innovazione e infrastrutture
10. Ridurre le disuguaglianze
11. Città e comunità sostenibili
12. Consumo e produzione responsabili
13. Lotta contro il cambiamento climatico
14. Vita sott’acqua
15. Vita sulla Terra
16. Pace, giustizia e istituzioni solide
17. Partnership per gli obiettivi

Illustrazione grafica dei 17 obiettivi.



Fonte: <https://unric.org/it/agenda-2030/>

La Risoluzione individua le cinque aree di importanza cruciale per l'umanità e il pianeta, in base alle quali sono stati individuati gli obiettivi ed i traguardi per i successivi 15 anni.

Queste aree di intervento corrispondono alle "5P dello sviluppo sostenibile" e si riferiscono alle tre dimensioni fondamentali dello sviluppo sostenibile, ovvero crescita economica, inclusione sociale e tutela dell'ambiente.

*"Persone: siamo determinati a porre fine alla povertà e alla fame, in tutte le loro forme e dimensioni, e ad assicurare che tutti gli esseri umani possano realizzare il proprio potenziale con dignità ed uguaglianza in un ambiente sano.*

*Pianeta: siamo determinati a proteggere il pianeta dalla degradazione, attraverso un consumo ed una produzione consapevoli, gestendo le sue risorse naturali in maniera sostenibile e adottando misure urgenti riguardo il cambiamento climatico, in modo che esso possa soddisfare i bisogni delle generazioni presenti e di quelle future.*

*Prosperità: siamo determinati ad assicurare che tutti gli esseri umani possano godere di vite prosperose e soddisfacenti e che il progresso economico, sociale e tecnologico avvenga in armonia con la natura.*

*Pace: siamo determinati a promuovere società pacifiche, giuste ed inclusive che siano libere dalla paura e dalla violenza. Non ci può essere sviluppo sostenibile senza pace, né la pace senza sviluppo sostenibile.*

*Partnership: siamo determinati a mobilitare i mezzi necessari per implementare questa Agenda attraverso una Collaborazione Globale per lo sviluppo Sostenibile, basata su uno spirito di rafforzata solidarietà globale, concentrato in particolare sui bisogni dei più poveri e dei più vulnerabili e con la partecipazione di tutti i paesi, di tutte le parti in causa e di tutte le persone.”*

Illustrazione grafica delle 5P dello sviluppo sostenibile.



Fonte: <https://www.ingenio-web.it/24111-che-cosa-e-lagenda-2030-per-lo-sviluppo-sostenibile>

A seguito della COP 21 tenutasi a Parigi nel 2015 con l'obiettivo di arrivare ad un accordo vincolante ed universale sul clima, è stato firmato il 22 aprile del 2016, in occasione della "Giornata Mondiale della Terra" nella sede ONU di New York, da 195 paesi, il cosiddetto accordo di Parigi.

L'accordo è entrato in vigore il 4 novembre del 2016, dopo la ratifica da parte di almeno 55 Paesi rappresentanti almeno il 55% delle emissioni di gas serra, come previsto dall'accordo stesso.

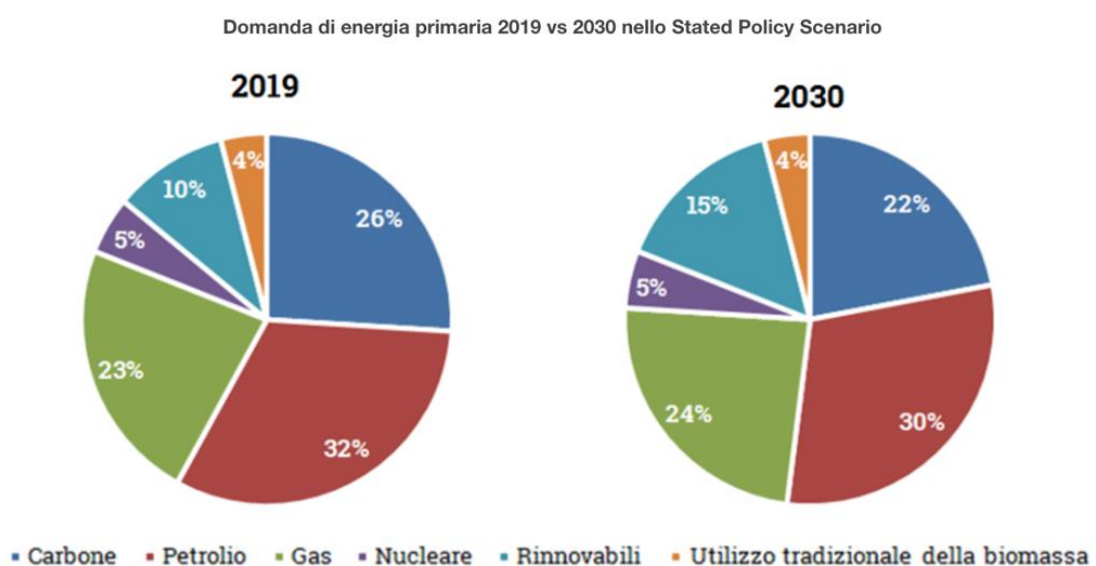
I 5 punti cardine dell'Accordo sono:

1. Obiettivo 2°C: i Paesi firmatari devono contenere il riscaldamento globale entro 2°C dai livelli preindustriali, ed entro 1,5°C, se possibile.

2. Impegno dei governi: ogni paese deve stabilire obiettivi di riduzione dei gas serra ed attuarli
3. Verifiche: ogni 5 anni, a partire dal 2023, gli impegni presi saranno verificati.
4. Aiuti per i Paesi più poveri: i Paesi più ricchi dovranno finanziare i Paesi più poveri con un fondo (Green Climate Fund) di almeno \$100 mld entro il 2020. L'Italia contribuirà con \$50 mln.
5. Adesione anche dei maggiori produttori di gas serra, come gli USA e la Cina che in passato avevano rifiutato di aderire al Protocollo di Kyoto, per non ostacolare la crescita economica. Queste importanti novità hanno avuto un impatto rilevante sugli investimenti mondiali nelle fonti fossili, che sono in calo e su quelli nelle fonti rinnovabili, nel risparmio energetico e nella mobilità sostenibile.

Secondo l'Agenzia Internazionale per l'Energia (IEA) per azzerare le emissioni nette nel 2050 occorre una riduzione drastica degli investimenti nelle fonti fossili (petrolio, gas e carbone) ed un'accelerazione sulle energie rinnovabili, soprattutto solare ed eolico. Nel 2050, almeno due terzi dell'energia globale dovrà essere prodotto da fonti rinnovabili. I combustibili fossili, da cui oggi deriva l'80% dell'energia globale, nel 2050 dovrebbero rappresentare solo il 20%. La IEA prevede per il 2030 una riduzione della domanda di petrolio dal 32% al 30%, e un aumento dell'utilizzo del gas dal 23% al 24%. La ripresa sarà trainata dalle energie rinnovabili (solare ed eolico) che nel 2030 copriranno il 15% dei consumi energetici.

L'Unione Europea, con l'applicazione del Green Deal, dovrebbe garantire un consumo di fonti rinnovabili pari al 40% entro il 2030. I Paesi in via di sviluppo o di recente industrializzazione faranno registrare una crescita della domanda di petrolio e gas, mentre le fonti rinnovabili cresceranno solo di poco.



Fonte: OECD/IEA 2020, World Energy Outlook, IEA Publishing. Licence: [www.iea.org/t&c](http://www.iea.org/t&c)

L'Accordo di Parigi, presentato dal presidente della COP 21 Laurent Fabius, come “giusto, durevole, dinamico, equilibrato, giuridicamente vincolante”, in realtà ha subito notevoli critiche da parte di molti scienziati, che lo hanno invece considerato inconcludente, senza efficacia e addirittura “ridicolo”.

Le principali critiche sono:

- pericolo del cambiamento climatico: un piano di verifiche quinquennali è ritenuto insufficiente per arrivare all'obiettivo prefissato di stare sotto i 2°C di riscaldamento globale;
- assenza di un obiettivo temporale per l'azzeramento delle emissioni e per la decarbonizzazione dell'economia;
- assenza di controllo delle quote di emissioni da parte di organismi internazionali; i singoli Paesi forniranno una autocertificazione;
- assenza di modalità, criteri e vincoli con cui saranno stanziati i fondi annuali di \$100 mld da parte dei Paesi industrializzati.

Secondo gli scienziati le previsioni della COP21 sarebbero facilmente aggirabili e non vincolanti; tuttavia, dopo l'Accordo di Parigi sembra essersi chiusa l'era del petrolio e delle altre fonti fossili.

La COP21 è un punto di partenza e soprattutto è il massimo che si è potuto ottenere in quel momento storico.

Il meteorologo Luca Mercalli sintetizza così: “è come un'aspirina, non basta a curare le malattie climatiche” ma è utile per sensibilizzare la collettività e creare una cultura ambientale.

Nel 2021 la COP26 di Glasgow ha varato le linee guida per alcune misure previste dall'Accordo di Parigi, ma non ancora attuate ed ha fissato alcuni obiettivi vincolanti:

- obiettivo minimo di decarbonizzazione per tutti gli Stati: - 45% di Co2 nel 2030 rispetto al 2010, e - 100% nel 2050;
- contenimento dell'aumento delle temperature non oltre 1,5°C;
- modalità di rendicontazione circa la riduzione delle emissioni.

La COP27 di Sharm El-Sheikh del 2022 si è conclusa con un rilancio della cooperazione internazionale ma con scarsi impegni per quanto concerne il tema della decarbonizzazione.

Sono state prese due decisioni importanti:

- adozione del fondo “Loss&Damage”, che rappresenta una copertura finanziaria nei confronti dei paesi più poveri e vulnerabili contro perdite e danni causati da calamità meteorologiche; i Paesi si sono impegnati ad istituire un Comitato volto a fissare le regole di tale accordo, tra cui l'ammontare totale del fondo, le quote di partecipazione dei singoli Stati in forma di credito e l'indicazione di quali Paesi potranno beneficiare di tali fondi, il documento finale sarà presentato alla COP28 che si terrà nel novembre 2023 a Dubai.

Il messaggio più importante che arriva dalla COP27 è la richiesta dei Paesi Europei di includere nei paesi industrializzati la Cina, che diventa così Stato finanziatore della finanza sostenibile e non più Paese in via di sviluppo ricevente aiuti.

- riforma del sistema finanziario globale per allinearlo alle esigenze di un pianeta caratterizzato dalla crisi climatica.

La COP27 però non ha fatto progressi significativi sugli obiettivi di riduzione delle emissioni lasciando immutati quelli fissati a Glasgow.

### **Paragrafo 1.3**

#### Interventi della Commissione Europea, del Governo Italiano e della Banca d'Italia

All'Unione Europea compete la stipula di accordi internazionali volti a salvaguardare e migliorare la qualità dell'ambiente, proteggere la salute umana, utilizzare in modo accorto e razionale le risorse naturali, attuare misure per combattere i cambiamenti climatici.

Il Consiglio della UE del 20 giugno del 2017 ha ribadito l'impegno per una completa attuazione dell'Agenda 2030 e dell'Accordo di Parigi per lo sviluppo sostenibile nelle sue tre dimensioni (economica, sociale e ambientale), invitando la Commissione, presieduta da Ursula von der Leyen, ad individuare una strategia di attuazione con tempi, obiettivi e provvedimenti concreti. Da qui è nata la proposta del Green Deal Europeo che *“trasformerà l'Unione Europea in una società giusta e prospera, con un'economia di mercato moderna e dove le emissioni di gas serra saranno azzerate e la crescita sarà sganciata dall'utilizzo delle risorse naturali”*.

Il Green Deal Europeo rappresenta quindi un programma avanzato volto al raggiungimento di tre obiettivi fondamentali:

1. rendere l'Europa il primo continente a impatto climatico zero entro il 2050;
2. garantire che la crescita economica sia sostenibile, evitando cioè lo sfruttamento delle risorse senza reintegrarle;
3. evitare perdite di posti di lavoro e ridurre le disuguaglianze sociali.

Gli strumenti per attuare questo progetto che coinvolge tutti i settori sono:

- investimenti in tecnologie ecosostenibili;
- sostegno all'innovazione nei settori industriali, creando mercati per tecnologie e prodotti “puliti”;
- sostenibilità dei trasporti con una riduzione delle emissioni delle auto entro il 2030, fino ad azzerare le emissioni delle auto nuove entro il 2035;
- riduzione degli sprechi favorendo l'efficientamento energetico degli edifici;

- raggiungimento dell'efficienza energetica per ridurre le emissioni di gas serra del 55% entro il 2030 e aumentare al 40% la quota relativa alle fonti rinnovabili;
- collaborazione con i partner internazionali per raggiungere entro le date prestabilite la neutralità climatica.

Si tratta cioè di una strategia complessa, formata da misure legislative, soprattutto Direttive e Regolamenti, vincolanti per gli Stati Nazionali e politiche di investimenti per i successivi 30 anni, che coinvolgono la Commissione, il Parlamento ed il Consiglio.

I finanziamenti verranno dal settore pubblico e da quello privato.

Tra il 2019 ed il 2020 la UE ha istituito una Piattaforma per la finanza sostenibile, ovvero un gruppo di lavoro formato da esperti selezionati in base alle competenze sui temi ambientali, finanza sostenibile, diritti umani e sociali, con funzioni di consulenza tecnica relativa a:

- scelta dei criteri tecnici di screening per la Tassonomia e applicabilità dei criteri
- inclusione di altri obiettivi di sostenibilità, in particolare relativi alla dimensione sociale
- monitoraggio dei flussi di capitale verso investimenti sostenibili
- supporto generale alla Commissione sulla politica finanziaria sostenibile.

La Tassonomia delle attività sostenibili introdotta dal Regolamento UE 2020/852 è un risultato essenziale perché fornisce i criteri per catalogare un investimento come ecosostenibile.

I criteri di screening tecnico, cioè le soglie di prestazione rispetto ad alcuni obiettivi ambientali, permettono di individuare quali attività economiche e finanziarie possano essere considerate sostenibili (ESG).

Con il Regolamento UE 2019/2088 (Sustainable Finance Disclosure Regulation, SFDR) sulla trasparenza delle informazioni di sostenibilità si risponde all'esigenza di incrementare la trasparenza con informazioni più rigorose e dettagliate sulle caratteristiche dei prodotti e dei servizi finanziari. La nuova normativa rappresenta un punto di svolta per gli investimenti sostenibili che da una sostanziale autoregolamentazione passano ad un contesto dove tutti gli operatori del risparmio gestito dovranno informare gli investitori in modo dettagliato.

Con il Regolamento 2018/1999 la UE ha istituito un sistema di Governance dell'energia per pianificare le politiche degli Stati Membri rispetto agli obiettivi di riduzione delle emissioni ed incremento dell'efficienza energetica. Sono previsti piani nazionali integrati per l'energia ed il clima (PNIEC) decennali, a partire dal 2021-2030 con relazioni intermedie nazionali.

Nel gennaio 2021 il governo italiano ha trasmesso alla Commissione Europea il proprio PNIEC, allegato al DEF 2022. Nella Relazione viene evidenziato il raggiungimento degli obiettivi per i settori ETS, cioè quelli che prevedono nei processi produttivi emissioni di anidride carbonica (CO<sub>2</sub>), ossido di azoto (N<sub>2</sub>O) e perfluorocarburi (PFC), per i quali è prevista una riduzione



delle emissioni del 61% e per quelli no-ETS per i quali la riduzione è del 39%. Nel documento viene anche sottolineato che gli obiettivi indicati risultano ormai superati dalle nuove decisioni della UE. Comunque, il governo italiano, per rimanere in linea con gli obiettivi del Green Deal relativi all'efficienza energetica, alla mobilità sostenibile e alle quote di energia prodotte da fonti rinnovabili, nel preparare il PNRR (Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza) ha destinato circa €70 mld proprio alla Rivoluzione Verde e Transizione Ecologica.

Nel luglio del 2021 la Commissione Europea ha preparato un pacchetto di proposte legislative per raggiungere entro il 2050 la neutralità climatica mantenendo, però, l'obiettivo intermedio di riduzione del 55% delle emissioni di gas serra entro il 2030.

Il Governo italiano ha previsto l'aggiornamento del PNIEC, ma anche una serie di interventi di coordinamento e con il Decreto-legge 22/2021 ha istituito il CITE (Comitato Interministeriale per la Transizione Ecologica) per l'approvazione del Piano per la Transizione Ecologica (PTE). Varie altre misure sono contenute nelle Leggi di Bilancio. In quella del 2020 è prevista l'istituzione di un Fondo per il rilancio degli investimenti pubblici, con la dotazione di €20,8 mld, per il periodo 2020-2034, finalizzati alla decarbonizzazione, alla riduzione delle emissioni, al risparmio energetico, a progetti innovativi e sostenibili di imprese anche private.

È prevista l'emissione di Titoli di Stato "green" anche per la ricostituzione del Green Climate Fund e l'istituzione del Centro di Studi e Ricerca Internazionale sui cambiamenti climatici, con sede a Venezia.

La Legge di Bilancio 2021 prevede una ripartizione diversa dei proventi delle aste delle quote di emissione di gas serra destinate al Fondo per la Transizione Energetica nel settore industriale, prevedendone l'utilizzo anche per la riconversione occupazionale nei territori di ubicazione delle centrali a carbone.

La Legge di Bilancio 2022 ha istituito il "Fondo Italiano per il Clima presso il Ministero per la Transizione Ecologica" (MITE) destinato al finanziamento di soggetti privati e pubblici per interventi sul clima e sulla tutela ambientale previsti da accordi internazionali.

Per gli anni dal 2022 al 2026 la dotazione è di €840 mln per ogni anno e di €40 mln a partire dal 2027.

Nel luglio del 2021 la Banca d'Italia ha presentato la "Carta degli Investimenti Sostenibili", che ingloba principi ed obiettivi già indicati dalle Nazioni Unite nell'Agenda 2030 e dall'Accordo di Parigi del 2030 sul clima, in cui sono indicati i principi e criteri da seguire per una gestione sostenibile degli investimenti finanziari.

La Carta si riferisce a quelle attività finanziarie di competenza esclusiva della Banca d'Italia e cioè investimenti del proprio portafoglio finanziario e delle riserve valutarie, ma non ai portafogli di politica monetaria la cui responsabilità compete alla BCE. Principale obiettivo della Carta è quello di indurre le imprese a realizzare investimenti sostenibili per l'ambiente,

ovvero che garantiscano sostenibilità sia gli aspetti ambientali, ma anche per quelli sociali e gestionali. La carta, oltre ad individuare i criteri di esclusione: il mancato rispetto dei diritti fondamentali del lavoro (libertà sindacale, lavoro minorile, discriminazioni nelle assunzioni) e dei trattati internazionali relativi alle armi biologiche e chimiche, stabilisce procedure di comunicazione periodica di risultati da parte degli operatori finanziari. In questo modo si contribuisce alla diffusione della cultura della finanza sostenibile non solo nel sistema finanziario ma anche tra tutti i cittadini.

## CAPITOLO II

### **I GREEN BOND: CENNI STORICI, DEFINIZIONE E TIPOLOGIE**

#### **Paragrafo 2.1**

##### Cenni storici

La nascita dei green bond risale al 2007, quando la Banca Europea degli Investimenti (BEI) ha emesso la prima obbligazione verde, il Climate Awareness Bond, per un valore di €600 mln. Aldo Romani, attualmente capo del Funding Sostenibilità della BEI, può essere considerato l'inventore dei green bond.

Nel 2008 anche la Banca Mondiale ha posto sul mercato la sua prima obbligazione verde, creando così un forte legame tra questo nuovo strumento finanziario e i progetti sul clima. L'emissione della Banca Mondiale è conseguente alla pubblicazione di una relazione sul cambiamento climatico dell'Agenzia dell'ONU (2007), che ha affermato come il riscaldamento globale sia stato una conseguenza diretta dell'azione umana. Questa conclusione, congiuntamente all'aumento delle catastrofi naturali, aveva motivato un gruppo di fondi pensione svedesi a ricercare nuove possibilità di impiego dei risparmi. I contatti di questo gruppo con la SEB (Skandinaviska Enskilda Banken), hanno stimolato la SEB stessa ad individuare le possibili azioni da intraprendere, sfruttando anche la conoscenza approfondita sugli investimenti in progetti ambientali della Banca Mondiale. Quest'ultima aveva, infatti, già finanziato progetti ambientali ed era in grado di verificare l'impatto dei suoi progetti. Si trattava perciò di trovare il modo di assicurare i potenziali investitori sulla certezza che i progetti che sostenevano avrebbero avuto un impatto positivo sull'ambiente.

A tal fine fu coinvolto il CICERO (Centre for International Climate and Environmental Research), un centro di ricerca interdisciplinare sul clima con sede ad Oslo, in grado di valutare le conseguenze positive che un progetto avrebbe avuto sull'ambiente. Dopo una serie notevole di contatti tra i fondi pensione, la Banca Mondiale, la SEB e CICERO, alla fine del novembre del 2008, la Banca Mondiale ha emesso la sua prima obbligazione verde. Da allora si è utilizzato un nuovo modello di collaborazione tra investitori, banche, agenzie di sviluppo e ricercatori, richiamando l'attenzione sulle sfide del cambiamento climatico e sulla possibilità per gli investitori di sostenere i progetti ambientali con investimenti anche sicuri, senza rinunciare ai rendimenti finanziari.

Per vari anni le sole emittenti dei green bond sono state le banche sovranazionali; nel 2013 ci sono state emissioni da parte di aziende e banche private, che hanno avuto notevole successo perché apparivano come investimenti e socialmente e ambientalmente responsabili. Il mercato

dei green bond è poi decollato nel 2015, con \$45 miliardi di emissioni, quando 195 Nazioni hanno firmato l'Accordo di Parigi e l'Agenda 2030. Nel 2016 le emissioni di green bond sono quasi raddoppiate rispetto al 2015, con emissioni per un valore di \$80 miliardi.

Questa crescita è anche legata alla sempre maggiore attenzione delle istituzioni sovranazionali al tema della sostenibilità ambientale: tutte le principali Banche di Sviluppo (Banca Mondiale, International Finance Corporation, European Bank for Reconstruction and Development, European Investment Bank, Asian Development Bank, African Development Bank) hanno rinnovato annualmente il loro impegno con nuovi piani di emissione di green bond. Il 2017 è stato un anno record con emissioni per circa \$125 miliardi.

In Italia il primo green bond è stato emesso nel 2014 da Hera S.P.A, un'azienda multiservizi emiliana, si tratta di un'obbligazione verde, decennale, per un importo pari a €500mln. I progetti sottostanti avevano l'obiettivo di sostenere la produzione di energia non fossile, aumentando l'efficienza energetica degli impianti di trattamento dei rifiuti. Detta obbligazione, i cui sottoscrittori erano per circa il 75% non residenti in Italia, ha registrato sottoscrizioni tre volte superiori all'ammontare offerto. Il direttore centrale dell'amministrazione Finanza e Controllo del Gruppo Hera, Luca Moroni, in un'intervista al Corriere Romagna del 17 maggio 2022, ha chiarito: “avevamo chiaro l'importanza del ruolo della finanza per favorire uno sviluppo sostenibile, da questa intuizione nasce la nostra decisione di puntare sulle emissioni di un green bond il primo emesso fino a quel momento da una società italiana, una scelta che si è rivelata vincente a livello internazionale infatti è ormai noto come buoni risultati economici e finanziari siano legati a doppio filo a un approccio sostenibile di fare impresa soprattutto nella gestione dei servizi di pubblica utilità. Nel caso del Gruppo Hera S.P.A in particolare, la sostenibilità è pienamente integrata e trasversale alle nostre attività e rappresenta un asset strategico a tutti gli effetti, alla crescita di Hera si accompagna infatti la creazione di valore per le comunità e i territori serviti, che rappresentano a loro volta elementi prioritari per definire le politiche finanziarie di investimento. Per questo nel 2019 abbiamo emesso una seconda obbligazione verde che ha registrato sottoscrizioni 7 volte superiori all'ammontare offerto”.

In Italia subito dopo Hera si sono avute altre emissioni da parte di aziende come Enel, CDP (Cassa Depositi e Prestiti) e Ferrovie dello Stato.

Quello dei green bond è un mercato in forte crescita ed a favorire la sua credibilità e la sua liquidità hanno contribuito in maniera significativa le emissioni pubbliche da parte di governi e istituzioni.

A ottobre 2021 l'Unione Europea ha emesso il suo primo green bond per finanziare i progetti di sviluppo verde all'interno del Recovery Fund. Si è trattato della più grande emissione mai effettuata per un'obbligazione verde, €12 mld che ha ricevuto richieste ben superiori alle aspettative. La straordinaria performance conferma il successo di questi titoli, che diventano

sempre più popolari perché i progetti che vengono finanziati sono, non solo a favore dell'ambiente, ma soprattutto ben identificabili e rendicontabili.

## **Paragrafo 2.2**

### Definizione

I green bond, parimenti alle obbligazioni tradizionali, rappresentano dei titoli di debito (per il soggetto che li emette) e titoli di credito (per il soggetto che li acquista), sono cioè una forma di finanziamento per gli enti pubblici e privati.

Le obbligazioni presentano diverse caratteristiche, tra cui la duration, l'ammontare della cedola, la scadenza, la rischiosità, ma tutte perseguono lo stesso scopo, ovvero la raccolta di liquidità per finanziare l'attività dell'impresa.

Per essere definita green un'obbligazione deve rispettare una serie di criteri.

Prima di tutto, alla base di un green bond, deve esserci un progetto legato alla sostenibilità ambientale da finanziare, i proventi devono essere quindi vincolati solo al progetto selezionato e si deve adottare un sistema di tracciamento, per verificare che il denaro sia realmente impiegato per quel progetto. A tal fine l'utilizzo dei proventi viene rendicontato su base annua ed è necessario un revisore esterno che certifichi i documenti di rendicontazione. Quindi la differenza sostanziale tra i green bond e le obbligazioni tradizionali risiede nella "use of proceeds", ovvero nella destinazione della liquidità raccolta: i green possono finanziare solo progetti che avranno un impatto positivo sull'ambiente, rientrando pertanto nella categoria di c.d. obbligazioni sociali.

Il sottoscrittore dell'obbligazione verde, infatti, è molto legato al tema sottostante al green bond e quindi vuole avere la certezza che i propri risparmi saranno effettivamente impiegati per lo scopo indicato.

I green bond rappresentano perciò degli strumenti finanziari, ideati per finanziare quelle attività delle imprese che hanno lo scopo di perseguire la sostenibilità ambientale, ossia iniziative legate al controllo e alla prevenzione dell'inquinamento, al trattamento dell'acqua e dei rifiuti, all'efficientamento energetico e all'adattamento ai cambiamenti climatici, quindi tutte quelle attività legate alla green economy che perseguono gli obiettivi di sviluppo sostenibile dell'ONU, dell'Agenda 2030 di Parigi sul clima e delle COP sul clima.

La transizione ecologica richiede la trasformazione in senso green, quindi i green bond sono emissioni obbligazionarie perfette per progetti sostenibili su larga scala, che permettono agli enti pubblici e privati di garantirsi un ingente ammontare di capitale e danno la possibilità alle aziende di aiutare e proteggere l'ambiente dai cambiamenti climatici in corso.

## Paragrafo 2.3

### Le tipologie

Secondo la definizione dell'ICMA (International Capital Market Association): “i green bond sono qualsiasi tipo di strumento obbligazionario i cui proventi vengono impiegati esclusivamente per finanziare o rifinanziare in tutto o in parte nuovi e/o preesistenti progetti ambientali e che, in ogni caso, sono allineati con le quattro componenti fondamentali dei green bond principles”.

L'ICMA distingue quattro diverse tipologie di green bond; tipologie addizionali potranno emergere con lo sviluppo del mercato e queste saranno incorporate negli aggiornamenti annuali riguardanti i green bond principles (GBP).

1. Green Bond con Utilizzo dei Proventi di tipo Standard (Standard Green Use of Proceed Bond): obbligazione standard emessa direttamente dall'emittente del tipo “recourse-to-the-issuer” che sia coerente con i GBP. Il capitale raccolto deve essere accreditato in un conto o trasferito nel portafoglio dall'emittente e con un documento che ne attesti l'effettivo utilizzo. La clausola “recourse-to-the-issuer” significa che l'investitore ha la possibilità di agire legalmente contro l'emittente per ottenere eventualmente il capitale spettante. Inoltre, all'investitore deve essere fornito un report sui flussi di cassa generati dal progetto finanziato. Il rischio è egualmente diviso tra l'investitore e l'emittente. Questa tipologia di green bond è per lo più emessa da istituzioni internazionali come la BEI o da società private o pubbliche o banche.
2. Green Bond sui Ricavi (Green Revenue Bond): un titolo di debito del tipo “non-recourse-to-the-issuer” conforme ai GBP in cui l'esposizione creditizia all'interno del titolo è imputabile ai flussi di cassa provenienti e garantiti da ricavi, commissioni, tasse ecc. ed il cui utilizzo dei proventi è legato a progetti ambientali correlati o non correlati a tali flussi. La clausola “non-recourse-to-the-issuer” significa che l'investitore non ha la possibilità di agire legalmente contro l'emittente per ottenere eventualmente il capitale spettante. Questa tipologia di green bond viene in genere emessa da Governi e Comuni.
3. Green Bond di Progetto (Green Project Bond): un bond emesso per finanziare uno o più progetti green per i quali l'investitore ha un'esposizione diretta al rischio del progetto potendo o meno rivalersi e fare il ricorso all'emittente e che sia comunque in linea con i GBP. L'investitore si assume tutto il rischio e, volendo, ha la possibilità di agire legalmente contro l'emittente per ottenere eventualmente il capitale spettante. La società emittente di questa tipologia di green bond è una SPV (Special Purpose Vehicle) cioè una società specializzata nella cartolarizzazione, che rilascia perciò in cambio dei titoli ricevuti da soggetti terzi una somma di denaro, la SPV emette e negozia nel mercato i green bond per disporre della liquidità necessaria.

4. Green Bond Cartolarizzato (Green Securitised Bond): obbligazioni a garanzia di uno o più progetti green specifici, includendo ma non limitandosi ad:
- obbligazioni garantite, cosiddette “covered bonds”, ossia titoli di credito emessi da una banca o da un istituto di credito ipotecario, garantiti da alcune attività di misura tale da coprire gli eventuali crediti in caso di rischio di insolvenza, in realtà il rischio è molto basso e possiedono un’elevata liquidità.
  - ABS (Asset Backed Security), esso è un titolo garantito da un insieme di attività come prestiti, leasing, royalty.
  - MBS (Mortgage Backed Security), esso è un investimento formato da un pacchetto di mutui acquistati dalle banche che li hanno emessi.

La prima fonte di rimborso deriva generalmente dai flussi finanziari derivanti dalle attività sottostanti. L’operazione di cartolarizzazione dei titoli avviene in seguito ad una richiesta da parte di terzi.

Un’altra possibile differenziazione fatta dall’ICMA riguarda green bond labelled (etichettati) ed un-labelled (non etichettati).

L’emittente di un green bond deve dichiarare che l’obbligazione è considerata benefica per l’ambiente e che rispetta i quattro principi dei GBP. In questo caso l’obbligazione è detta labelled.

Quando invece è emessa da una società che, per sua natura, è a favore della sostenibilità ambientale, come ad esempio una società che produce energia rinnovabile, allora l’obbligazione è chiaramente “green”, ma non è ufficialmente un green bond e viene definita unlabelled.

L’etichetta green non è l’unica utilizzata per queste obbligazioni, possono essere usate anche altre etichette idonee quali: climate-awareness, renewable-energy, energy efficiency, environmental, ESG, SDG and sustainability.

L’ICMA inoltre, ha previsto ulteriori chiarimenti come risulta dalle quattro note contenute all’interno dei Green Bond Principles, di seguito riportate.

#### Nota 1

È riconosciuto che esiste un mercato di obbligazione relative all’ambiente, al clima o ad altri temi, in alcuni casi definite “pure play”, emesse da organizzazioni che sono principalmente coinvolte in attività sostenibili ma che non seguono le quattro componenti fondamentali dei Green Bond Principles. In questi casi gli investitori avranno bisogno di essere puntualmente informati. Tali organizzazioni sono incoraggiate ad adottare, ove possibile, le migliori pratiche pertinenti dei GBP (ad es. il reporting) per tali obbligazioni ambientali, climatiche o altrimenti tematiche esistenti e ad allineare le emissioni future ai GBP.

#### Nota 2

Si riconosce l’esistenza di un mercato di obbligazioni con temi sostenibili che finanziano una combinazione di progetti verdi e sociali, compresi quelli legati agli obiettivi di sviluppo sostenibile (“SDGs”). Queste obbligazioni

possono essere emesse da organizzazioni che sono principalmente o interamente coinvolte in attività sostenibili, ma le loro obbligazioni potrebbero non allinearsi alle quattro componenti fondamentali.

In tali casi gli investitori dovranno essere informati di conseguenza. Questi enti emittenti sono incoraggiati ad adottare le migliori pratiche pertinenti dei GBP.

È disponibile una mappatura che mira fornire un ampio quadro di riferimento per gli emittenti, gli investitori e gli operatori di mercato che possono così valutare gli obiettivi di finanziamento di un determinato green bond.

#### Nota 3

È riconosciuto che una serie di titoli sono stati indicati con il termine “blue bonds” per simulare l’importanza della sostenibilità nell’utilizzo delle risorse marine e delle attività economiche ad esse connesse. I “blue bonds” si allineano con le quattro componenti fondamentali dei GBP e sono perciò anche green bonds.

#### Nota 4

Si riconosce che gli emittenti potrebbero voler allineare le proprie obbligazioni verdi sia ai GBP che ad altre linee guida. Questo approccio rimane a discrezione degli emittenti e non è né raccomandato né scoraggiato.



## CAPITOLO III

### UN QUADRO NORMATIVO IN COSTANTE EVOLUZIONE

#### **Paragrafo 3.1**

##### I Green Bond Principles (ICMA)

I Green Bond Principles, emessi per la prima volta nel 2014 dall'International Capital Market Association (ICMA), un'organizzazione di autoregolamentazione e associazione di categoria per i partecipanti al mercato dei capitali, rappresentano delle linee guida di natura collaborativa e consultiva, basati sui contributi dei membri, degli osservatori dei Principi dei Green Bond e dei Principi dei Social Bond e degli stakeholders, coordinati dal Comitato Esecutivo e aggiornati solitamente una volta l'anno con lo scopo di tener conto dello sviluppo e crescita del mercato mondiale dei green bond.

Sono linee guida non vincolanti, volte ad incentivare la trasparenza, la divulgazione e la trasmissione di informazioni con lo scopo ultimo di tutelare i sottoscrittori delle obbligazioni verdi dal rischio di pratiche di "greenwashing", rappresentate da politiche aziendali ingannevoli circa i fini ambientali del progetto presentato. Essi forniscono agli emittenti indicazioni riguardanti le componenti essenziali di un green bond, assistono gli investitori fornendo le informazioni necessarie per una corretta valutazione dell'impatto ambientale degli investimenti ed aiutano i sottoscrittori dei titoli fornendo tutte le informazioni utili per le loro scelte. Non costituiscono né un'offerta di acquisto o di vendita di titoli, né una consulenza specifica di nessun tipo (fiscale, legale, ambientale, contabile o regolamentare) sui Green Bond o altri titoli. I GBP non creano alcun diritto né responsabilità in capo a nessun soggetto pubblico o privato, gli emittenti, infatti, li adottano in modo volontario e sono i soli responsabili per le decisioni relative all'emissione dei green bond. I sottoscrittori non sono responsabili del mancato rispetto degli impegni da parte degli emittenti o relativamente all'utilizzo dei proventi. Per questo in caso di conflitto dei Principi dei Green Bond con leggi, statuti e regolamenti, questi ultimi, prevalgono.

I Green Bond Principles rappresentano, quindi, un quadro regolamentare volontario, con l'obiettivo di promuovere il ruolo che i mercati dei capitali di debito possono svolgere per finanziare lo sviluppo verso la sostenibilità ambientale e sociale. Supportando l'integrità del mercato e delineando le migliori pratiche per le emissioni di obbligazioni a fini ambientali e sociali promuovono la trasparenza e l'informazione. Essi, inoltre, sensibilizzano i partecipanti ai mercati finanziari sull'importanza degli impatti ambientali e sociali con l'obiettivo di attrarre

maggiori capitali a sostegno dello sviluppo sostenibile e di facilitare il monitoraggio dei fondi investiti, con una migliore comprensione del loro impatto.

### **Paragrafo 3.1.1**

#### Le componenti fondamentali e la Green Bond Framework

Le componenti fondamentali dei Green Bond Principles sono quattro:

1. Utilizzo dei proventi
2. Processo di valutazione e selezione del progetto
3. Gestione dei proventi
4. Attività di reporting

Le principali raccomandazioni per una maggiore trasparenza sono:

- i. Quadri di riferimento per le obbligazioni verdi
- ii. Relazioni esterne

Il punto focale di un green bond è costituito dall'utilizzo dei proventi per un progetto adeguatamente descritto nella documentazione legale del titolo. I progetti che si qualificano come progetti verdi dovrebbero fornire chiari benefici ambientali, che devono essere valutati e possibilmente quantificati dagli emittenti.

Nel caso in cui tutti o parte dei proventi siano utilizzati per il rifinanziamento di progetti già presentati, l'emittente dovrebbe fornire una stima della quota destinata al finanziamento, rispetto al rifinanziamento e dovrebbe specificare quali progetti possono essere rifinanziati e il periodo di ammortamento stimato per il rifinanziamento del progetto verde associato.

I Green Bond Principles riconoscono diverse categorie generali di progetti verdi che aiutano ad affrontare le questioni ambientali come la mitigazione del cambiamento climatico, l'adattamento al cambiamento climatico, la conservazione della biodiversità e la prevenzione e il controllo dell'inquinamento.

L'elenco di categorie di progetti di seguito indicate, rappresenta i tipi più comuni previsti nel mercato dei green bond:

- energia rinnovabile (include la produzione, la trasmissione, gli elettrodomestici e i profitti);
- efficienza energetica (ad esempio in edifici nuovi o rinnovati, lo stoccaggio di energia, il teleriscaldamento, le reti elettriche intelligenti, gli elettrodomestici e i prodotti);
- prevenzione e controllo dell'inquinamento (comprende la riduzione delle emissioni atmosferiche, il controllo dei gas a effetto serra, la bonifica del suolo, prevenzione dei rifiuti, riduzione dei rifiuti, riciclo dei rifiuti termovalorizzazione con efficienza energetica e di emissioni);

- gestione ambientalmente sostenibile delle risorse naturali e utilizzo del territorio (include l'agricoltura ambientalmente sostenibile; l'allevamento animale ambientalmente sostenibile; produzione agricola intelligente come, ad esempio, la produzione biologica delle colture o l'irrigazione a goccia; pesca e acquacoltura ambientalmente sostenibili, silvicoltura ambientalmente sostenibile, che include il rimboschimento e la preservazione o il ripristino del paesaggio naturale);
- conservazione della biodiversità terrestre e marina (include la protezione degli ambienti costieri, marini e di spartiacque);
- trasporto pulito (ad esempio i trasporti elettrici, ibridi, pubblici, su rotaie, non motorizzati o multimodali, le infrastrutture per veicoli ad energia pulita e la riduzione delle emissioni nocive);
- gestione sostenibile delle acque e delle acque reflue (include infrastruttura sostenibile per acqua potabile e/o pulita, trattamento delle acque reflue, sistemi di drenaggio urbano sostenibile e correzione del corso dell'acqua e altre forme di mitigazione del rischio di inondazioni);
- adattamento al cambiamento climatico (include i sistemi informativi di supporto quali il monitoraggio e i sistemi d'allerta);
- prodotti, tecnologie di produzione e processi eco efficienti e/o di economia circolare (come sviluppo e introduzione di prodotti a minor impatto ambientale, con un marchio di qualità ecologica o una certificazione di sostenibilità ambientale, efficienza dell'uso delle risorse utilizzate per gli imballaggi e la distribuzione);
- edilizia ecologica che rispetta standard o certificati regionali, nazionali e internazionali.

I Green Bond Principles si limitano ad indicare una serie di categorie generiche, senza dichiarare quali siano più importanti, quali tecnologie siano da scegliere, senza indicare agli emittenti quali si possano considerare più “green”.

Esistono però molti Enti che creano una vera e propria classificazione ed una mappatura tra le singole categorie per garantire la comparabilità, queste classificazioni però sono ancora in fase di sviluppo.

La seconda componente relativa al processo di valutazione e selezione dei progetti prevede che l'emittente debba comunicare in modo chiaro e fornire una documentazione agli investitori riguardante:

- gli obiettivi ambientali che il progetto vuole perseguire;
- le categorie dei progetti ambientali esistenti in cui il progetto si identifica, come ad esempio sull'energia rinnovabile, sull'adattamento al cambiamento climatico, sulla prevenzione e controllo dell'inquinamento;

- i requisiti di eleggibilità dei progetti presentati, inclusi, ove possibile, i criteri di esclusione volti all'indicazione e la gestione dei potenziali rischi che potrebbero derivare dai progetti sull'impatto ambientale e/o sociale.

Tutte queste informazioni, secondo l'ICMA, sono da indicare dall'emittente stesso nell'ambito di obiettivi, strategia, politica e/o dei processi in riferimento alla sostenibilità ambientale. Per assicurare un'elevata trasparenza è necessario integrare la valutazione dell'emittente con una revisione esterna, svolta da una istituzione che abbia competenze in ambito ambientale.

La terza componente è la gestione dei proventi netti derivanti dai green bond.

Essi dovrebbero essere accreditati in un sotto-conto o in ogni caso devono risultare tracciati e documentati.

L'emittente deve essere in grado di individuare, in modo chiaro, il valore di questi proventi rispetto alle altre fonti e informare gli investitori anche sul collocamento temporaneo degli stessi, qualora non siano ancora destinati ad un progetto specifico. I Green Bond Principles consigliano all'emittente di far intervenire un revisore contabile o un soggetto terzo per verificare il collocamento dei fondi e cioè dei proventi dei green bond.

La quarta componente è l'attività di reporting, essenziale perché risponde al principio considerato fondamentale di trasparenza nelle informazioni.

Le informazioni riguardanti l'uso dei proventi devono essere aggiornate e controllate annualmente e tempestivamente, in particolare in caso di cambiamenti intervenuti nella realizzazione del progetto.

Nel report è necessario inserire un elenco dei progetti nei quali sono stati collocati i proventi del green bond, una descrizione dei progetti e degli importi ad essi assegnati e, possibilmente, l'impatto ambientale atteso dalla realizzazione di detti progetti. Qualora accordi di riservatezza o considerazioni di mercato limitino il dettaglio delle informazioni, l'ICMA raccomanda almeno di comunicare tali informazioni in termini generici, facendo riferimento ad un portafoglio aggregato, chiarendo le percentuali di assegnazione per le categorie di progetti che ne fanno parte.

Proprio perché la trasparenza è considerata un elemento essenziale, è consigliato l'utilizzo di indicatori di performance qualitativi e, se possibile, indicatori di performance quantitativi (es. capacità energetica, emissioni di gas serra ridotte o evitate, numero di persone che avranno accesso all'energia pulita, riduzione all'uso di acqua). Per alcune categorie, quali l'efficienza energetica, l'energia rinnovabile, il consumo dell'acqua, la gestione dei rifiuti esistono già delle linee guida predisposte dall'ICMA non vincolanti, ma utili ad ottenere un modello di reporting

in linea con i Green Bond Principles. Naturalmente vengono sempre incoraggiate iniziative aggiuntive per migliorare il reporting sull'impatto ambientale e/o sociale che il progetto genera.

I Green Bond Principles pur non essendo linee guida vincolanti, hanno lo scopo di creare un modello di reporting armonizzato, di facile lettura volto a migliorare la valutazione comparativa da parte dell'investitore tra progetti che hanno un diverso emittente ma che appartengono alla stessa categoria.

#### Green Bond Framework

Gli emittenti dovrebbero chiarire l'allineamento dei loro Green Bond con le quattro componenti fondamentali dei Green Bond Principles) in un Green Bond Framework o nella documentazione legale allegata, che dovrebbero essere disponibili per gli investitori. È raccomandato agli emittenti di riassumere, nel loro Green Bond Framework, le informazioni relative alla strategia generale di sostenibilità dell'emittente, ciò può includere riferimenti ai cinque obiettivi ambientali di alto livello dei GBP (mitigazione dei cambiamenti climatici, adattamento ai cambiamenti climatici, conservazione delle risorse naturali, conservazione della biodiversità, prevenzione e controllo dell'inquinamento).

Gli emittenti sono inoltre incoraggiati a divulgare qualsiasi tassonomia, standard "green" o certificazioni a cui si fa riferimento nella selezione dei progetti. Nel comunicare le strategie di transizione allineate agli obiettivi dell'Accordo di Parigi sul clima, gli emittenti sono incoraggiati ad utilizzare le linee guida del Climate Transition Finance Handbook.

### **Paragrafo 3.1.2**

#### La revisione esterna

Per raggiungere un elevato grado di trasparenza l'ICMA raccomanda agli emittenti di nominare uno o più revisori esterni che confermino il rispetto delle quattro componenti fondamentali. Gli emittenti possono ricorrere alla revisione esterna nel contesto dell'emissione secondo diversi livelli e tipologie di revisione fornite dal mercato. È possibile richiedere una consulenza relativa a particolari tematiche, come la redazione dell'informativa sui green bond o il reporting, in questo caso si tratta di servizi di supporto che prevedono una collaborazione con l'emittente e quindi non si tratta di revisioni esterne indipendenti. Le revisioni raccomandate dall'ICMA per raggiungere l'elevato grado di trasparenza previsto devono invece essere assolutamente indipendenti, cioè non comportare la collaborazione con l'emittente.

Queste revisioni esterne indipendenti possono avere scopi e quadri di riferimento diversi, possono riguardare una singola emissione di green bond o le procedure.

I fornitori di questo servizio offrono una o più tipologie di servizio:

- Second Party Opinion: essa generalmente riguarda la valutazione della conformità ai Green Bond Principles degli obiettivi generali, delle strategie, delle procedure dell'emittente ed un'analisi delle caratteristiche ambientali dei progetti. L'istituzione che emette la second party opinion deve possedere competenze in ambito ambientale e soprattutto essere indipendente rispetto all'emittente e al consulente dell'emittente.
- Verifica: l'emittente può richiedere una verifica indipendente relativa ai processi commerciali oppure a criteri di tipo ambientale. Essa può riguardare l'allineamento con standard interni o esterni o richieste fatte dall'emittente stesso rispetto al metodo di tracciabilità nell'uso dei proventi, all'allocazione dei fondi, alla dichiarazione di impatto ambientale, alla conformità di reporting.
- Certificazione: soggetti terzi qualificati e accreditati possono verificare la coerenza con i criteri di certificazione relativi all'utilizzo dei proventi.
- Scoring/Rating dei Green Bond: l'emittente può far valutare i propri green bond o il quadro di riferimento degli stessi da terzi qualificati e cioè da ricercatori specializzati o agenzie di rating sulla base di un metodo di scoring/rating predefinito.

Il risultato dell'analisi svolta può includere un approfondimento sui dati legati alla performance ambientale, sul procedimento legato ai GBP o ad un diverso parametro di riferimento.

Una revisione esterna può essere anche parziale, relativa cioè solo ad alcuni aspetti del green bond, ma deve essere però accertata la conformità con tutte le quattro componenti fondamentali. Inoltre, la pubblicazione delle revisioni può incontrare delle restrizioni dovute ai requisiti di riservatezza aziendale. L'ICMA raccomanda la pubblicazione delle revisioni esterne utilizzando il modello relativo. Ai revisori esterni si raccomanda di rilevare la propria qualifica, le proprie competenze e l'ambito e lo scopo della revisione condotta. Non è però previsto dall'ICMA l'obbligo dei revisori esterni di registrarsi presso un Ente apposito di controllo e vigilanza. Le linee guida volontarie per i revisori esterni hanno lo scopo di fornire informazioni e trasparenza sui processi di revisione per gli emittenti, i sottoscrittori, gli investitori e altri stakeholders.

## **Paragrafo 3.2**

### Il Climate Bond Standard and Certification Scheme

La Climate Bonds Initiative è un'organizzazione internazionale senza scopo di lucro dedicata a mobilitare il mercato obbligazionario globale verso soluzioni che facilitino la transizione ad un'economia a basse emissioni che alterano il clima. È stata fondata nel 2010 ed il suo scopo è di mobilitare gli investitori, l'industria ed i governi per evitare pericolosi cambiamenti climatici

e raggiungere gli obiettivi dell'Accordo di Parigi. Il Climate Bond Standard and Certification Scheme fa parte dell'iniziativa volta ad identificare investimenti a bassa emissione di carbonio e contrastare le pratiche di "green washing". Esso è stato presentato nel 2014 e funge da adattatore universale in tutte le giurisdizioni, infatti, incorpora i principi dei green bond, è in linea con l'EU Green Bond Standard e le linee guida e le regole dei mercati asiatici e delle altre nazioni.

Esso è stato sviluppato sulla base di una consultazione pubblica, sulle recensioni dei principali stakeholders e con il supporto di esperti del mercato dei green bond.

Questo standard viene aggiornato regolarmente per tener conto dell'evoluzione del mercato.

Le caratteristiche principali includono:

- pieno allineamento con i Green Bond Principles, la proposta di Green Bond standard dell'UE e le linee guida delle altre nazioni
- requisiti obbligatori per l'utilizzo dei proventi, la selezione dei progetti e delle attività, la gestione dei proventi e la rendicontazione
- criteri settoriali per determinare le credenziali a basse emissioni di carbonio
- un quadro di garanzia con verificatori indipendenti e procedure coerenti
- certificazione rilasciata dal Climate Bond Standard Board
- verifica indipendente obbligatoria della certificazione e rendicontazione annuale per la durata dell'investimento

Per gli investitori la certificazione rappresenta uno strumento di screening che etichetta le obbligazioni come Certificate Climate Bond. Per gli emittenti essa rappresenta un'iniziativa volontaria, che consente di dimostrare al mercato che le loro obbligazioni soddisfano gli standard di "best practice" per la gestione dei proventi e la trasparenza.

Le componenti chiave del Climate bond Standard and Certification Scheme sono:

- climate bonds taxonomy: essa costituisce la base della metodologia del Climate Bonds green bond database ed è utilizzata per valutare l'allineamento climatico di tutti i green bond certificati o non da inserire nel database che sarà utilizzato dagli analisti e da altri operatori del mercato;
- criteri di ammissibilità settoriali: essi assicurano che i progetti e le risorse siano coerenti con gli obiettivi dell'Accordo sul clima di Parigi sul clima ed in grado di assicurare una transizione verso un futuro di basse emissioni di carbonio;
- gruppi di lavoro tecnici e gruppi di lavoro industriali: essi forniscono le competenze necessarie per lo sviluppo dei criteri di ammissibilità settoriali;
- Climate Bonds Standard Board: ha il compito della governance, della supervisione dello standard e del processo di certificazione;

- verificatori approvati: essi forniscono la garanzia che le obbligazioni abbiano soddisfatto i requisiti dello standard.

Il processo di certificazione è suddiviso in due procedure, una di verifica e l'altra di garanzia, le quali avvengono una ante emissione e l'altra post. I requisiti prima dell'emissione riguardano gli emittenti che richiedono la certificazione prima dell'emissione. I requisiti dopo l'emissione riguardano gli emittenti che richiedono una certificazione continua dopo l'emissione. Gli emittenti possono richiedere la certificazione in qualsiasi momento finché il titolo è in circolazione. Le verifiche sono condotte da revisori indipendenti.

Le varie misure che l'emittente deve adottare sono:

1. prendere contatto con il segretariato dei titoli climatici;
2. preparare un quadro per le obbligazioni verdi;
3. incaricare un verificatore autorizzato di effettuare la verifica prima del rilascio;
4. i documenti pronti devono essere sottoposti al Segretariato del Climate Bond per la revisione e l'approvazione da parte del Climate Bonds Standard Board;
5. se la certificazione è approvata sarà inviato un certificato ed una lettera formale, che permetterà all'emittente di etichettare il titolo mediante la certificazione rilasciata;
6. l'emittente dopo aver pagato una commissione effettua l'emissione;
7. entro 24 mesi dal rilascio viene incaricato il revisore per la verifica successiva al rilascio;
8. vengono presentate relazioni per garantire la conformità per tutta la durata dell'obbligazione.

Ogni anno gli emittenti per mantenere la certificazione devono fare segnalazioni sull'allocazione, sull'ammissibilità e sull'impatto:

- la segnalazione di allocazione deve confermare l'utilizzo dei proventi per progetti e attività in linea con la tassonomia ed è obbligatoria per tutti gli strumenti di debito certificati;
- la segnalazione di ammissibilità conferma le caratteristiche dei progetti e attività ed è obbligatoria per tutti gli strumenti di debito certificati;
- la segnalazione dell'impatto consiste nel pubblicare indicatori che riflettono l'impatto previsto o quello effettivo dei progetti e attività ammissibili, essa non è obbligatoria.

Le segnalazioni possono essere incluse in un'unica relazione annuale finché il titolo rimane in circolazione.

L'intero processo fino al rilascio della certificazione può richiedere da due settimane a due mesi.

L'emissione dei BTP green del 2021 ha vinto il premio "Sovereign Green Market Pioneer", assegnato dalla Climate Bonds Initiative, che riconosce il lavoro svolto da istituzioni finanziarie e governative che si sono distinte nel settore della finanza sostenibile e nella lotta al cambiamento climatico. L'Italia ha ricevuto questo premio poiché ha contribuito allo sviluppo del mercato della finanza sostenibile con la prima emissione del marzo 2021 di BTP green da



€8,5 mld seguita poi da una riapertura per €5 mld nel mese di ottobre dello stesso anno. I proventi sono stati utilizzati per diversi settori, tra i quali l'efficienza energetica, la riduzione dell'inquinamento, l'economia circolare e la protezione della diversità ambientale e biologica.

### **Paragrafo 3.3**

#### EU Green Bond Standard

Negli ultimi anni le istituzioni europee sono intervenute su diversi fronti con l'obiettivo di rendere l'economia dell'Europa più sostenibile sotto il profilo ambientale e sociale.

Il più influenzato è stato il settore finanziario, con i provvedimenti volti a massimizzare la trasparenza dei mercati e l'integrazione dei criteri ambientali, sociali e di governance (ESG) nei prodotti e nei processi di investimento. Questo impegno della UE è dimostrato dai numerosi interventi che hanno portato ad uno sviluppo significativo della finanza sostenibile: crescenti sono le masse gestite secondo strategie di investimento sostenibile e crescente è il numero di operatori che nelle scelte di investimento utilizzano i criteri ESG. Dopo la sottoscrizione dell'Accordo di Parigi sul clima l'Unione Europea ha posto il tema della sostenibilità ambientale e sociale al centro delle proprie politiche. Il Piano di Azione del 2018 per finanziare la crescita sostenibile ha avuto ancora più importanza dopo il lancio del Green Deal Europeo, con cui la UE si è impegnata ad azzerare le emissioni dei gas serra entro il 2050 e del Next Generation Eu, un pacchetto di misure introdotto nel 2020 per sostenere la ripresa post pandemia in base ad un modello di crescita a ridotto impatto ambientale. Inoltre, a luglio del 2021, la Commissione ha pubblicato la Renewed Sustainable Finance Strategy, la quale individua sei ambiti di intervento:

1. ampliare l'attuale assetto legislativo sulla finanza sostenibile per facilitare l'accesso a finanziamenti e investimenti in ottica di transazione ecologica;
2. rendere la finanza sostenibile e più inclusiva nei confronti di PMI e consumatori, fornendo loro strumenti e incentivi adeguati ad accedere a fondi e finanziamenti per la transizione;
3. rafforzare la resilienza del sistema economico e finanziario nei confronti dei rischi legati ai fattori di sostenibilità;
4. garantire l'integrità del sistema finanziario dell'UE e monitorarne la transizione ordinata verso la sostenibilità;
5. aumentare il contributo del settore finanziario alla sostenibilità;
6. promuovere iniziative e forum internazionali sui temi della finanza sostenibile e sostenere i paesi partner dell'UE nei processi di transizione verso un modello di sviluppo sostenibile.

Per rendere effettivamente efficace la finanza sostenibile si ha la necessità di dati affidabili, di qualità e condivisi. Quindi il mercato finanziario deve:

- introdurre definizioni e classificazioni condivise sugli strumenti della sostenibilità dei processi finanziari;
- incrementare la trasparenza con informazioni più rigorose e dettagliate sulle caratteristiche di sostenibilità delle politiche di investimenti;
- aumentare qualità, quantità e comparabilità dei dati sui rischi ambientali e sociali e sugli impatti che le varie attività hanno sull'ambiente.

Le istituzioni europee sono intervenute con importanti provvedimenti come il Regolamento sulla Tassonomia europea delle attività economiche eco-compatibili, il Regolamento sulla trasparenza delle informazioni di sostenibilità e soprattutto con la proposta dell'European Green Bond Standard. La Tassonomia delle attività economiche eco-compatibili è stata introdotta nel giugno del 2020 con l'adozione del Regolamento UE 2020/852. Essa è una classificazione che esplicita per ciascuna attività economica i criteri tecnici in base ai quali contribuisce agli obiettivi ambientali dell'Unione Europea. Gli obiettivi sono sei:

1. mitigazione del cambiamento climatico
2. adattamento al cambiamento climatico
3. uso sostenibile e protezione delle risorse idriche marine
4. transizione verso l'economia circolare con riferimento anche a riduzione e riciclo dei rifiuti
5. prevenzione e controllo dell'inquinamento
6. protezione della biodiversità e della salute degli ecosistemi

Per essere eco compatibile un'attività deve:

- i. contribuire positivamente almeno a uno dei sei obiettivi;
- ii. non produrre impatti negativi su nessun altro obiettivo;
- iii. essere svolta nel rispetto di garanzie sociali minime.

I criteri tecnici di screening per i primi due obiettivi cioè la mitigazione e l'adattamento al cambiamento climatico sono già indicati, mentre per gli altri quattro si è dovuto attendere l'inizio del 2023.

Nel luglio del 2021 è stato adottato un atto che indica i contenuti, le tempistiche e le modalità con cui le imprese devono pubblicare informazioni sull'allineamento della loro attività alla tassonomia.

Nel 2019 la UE ha emanato il Regolamento UE 2019/2088 sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari introducendo requisiti di disclosure sui rischi e impatti di sostenibilità delle politiche di investimento e dei prodotti nei mercati finanziari. L'obiettivo è di incrementare la trasparenza e contrastare il "green washing".

L'importanza del provvedimento sta nell'introduzione di una definizione normativa di investimento sostenibile e di norme comuni sulla divulgazione nei prodotti finanziari di informazioni sui temi di sostenibilità. Gli operatori finanziari dovranno quindi raccogliere e

comunicare dati precisi su come vengono considerati i fattori ESG nelle decisioni di investimento e a livello di singolo prodotto finanziario collocato sui mercati dell'Unione Europea.

A partire dal 30 dicembre 2022 i prodotti sono stati accompagnati anche da informazioni sugli impatti negativi delle politiche di investimento sui fattori di sostenibilità.

Lo scopo del regolamento è quello di fare chiarezza sui prodotti definiti e venduti come "sostenibili".

Secondo gli articoli 5 e 6 del Regolamento sulla Tassonomia i prodotti finanziari che investono in attività che hanno obiettivi ambientali, dovranno fornire informazioni sulla percentuale di allineamento degli investimenti alla tassonomia. Il quadro normativo europeo è in continua evoluzione, infatti, una nuova Direttiva europea sulla rendicontazione di sostenibilità (CRSD- Corporate Sustainability Reporting Directive) è volta ad incrementare quantità, qualità e compatibilità sulle informazioni di sostenibilità delle imprese a disposizione degli operatori finanziari. Inoltre, è stato ampliato il perimetro di applicazione, infatti tutte le imprese di grandi dimensioni, sia quotate che non, con più di 250 dipendenti e tutte le PMI quotate nei mercati europei, dovranno rispettare le regole indicate dalla direttiva; in questo modo le imprese che devono redigere una rendicontazione di sostenibilità passeranno da 11.000 a quasi 50.000. Inoltre, i dati dovranno essere riportati sulla base di standard comuni di reporting che saranno sviluppati dall'EFRAG (European Financial Reporting Advisory Group). Essi seguiranno il principio della doppia materialità ossia le imprese dovranno comunicare sia i rischi ESG a cui sono esposte sia gli impatti negativi delle attività aziendali sui fattori di sostenibilità.

La Commissione Europea, nel Regolamento UE 2019/2089, ha inoltre individuato due tipologie di benchmark climatici:

1. benchmark di transizione climatica (climate transition benchmark): hanno lo scopo di selezionare i titoli che hanno come scopo una riduzione delle emissioni degli emittenti;
2. benchmark allineati all'Accordo di Parigi (Paris-aligned benchmark): hanno lo scopo di costruire portafogli con all'interno titoli in linea con uno scenario di aumento delle temperature media globale non superiore a 1,5°C.

Con lo scopo di creare un nuovo standard di riferimento per le obbligazioni verdi con cui confrontare e, idealmente, a cui allineare gli altri standard di mercato la Commissione Europea, nel luglio del 2021, ha emanato il Regolamento che delinea l'European Green Bond Standard. Lo Standard Europeo per i Green Bond è uno standard volontario con lo scopo di aumentare lo sviluppo del mercato dei green bond. La definizione di questo standard rientra nel Piano di Azione della Commissione sul finanziamento della crescita sostenibile per il 2018 e rappresenta una parte del Green Deal Europeo. Si basa sulle raccomandazioni del gruppo di esperti tecnici sulla finanza sostenibile (TEG), composto da 35 esperti in materia di finanza sostenibile

provenienti dalla società civile, dal mondo accademico e finanziario, da organismi pubblici europei ed internazionali costituito dalla Commissione Europea.

Il TEG ha la funzione di supportare la Commissione ed attuare l'Action Plan approvato nel 2018 attraverso studi su:

- tassonomia SRI: cioè un sistema unico di classificazione delle attività economiche “sostenibili” che riguardano essenzialmente i temi della mitigazione e dell'adattamento al cambiamento climatico;
- miglioramento delle linee guida sulla rendicontazione delle attività legate al cambiamento climatico da parte di banche, assicurazioni ed altre imprese di grandi dimensioni;
- criteri comuni per la costruzione di benchmark low-carbon e positive-carbon impact: ossia individuazione dei parametri di riferimento affidabili per ridurre il rischio di pratiche di “green-washing” aumentando la trasparenza del mercato;
- green bond standards: ossia una certificazione europea per le obbligazioni verdi.

Il TEG ha iniziato a svolgere il mandato nel luglio 2018 con la formazione di sottogruppi relativi alla tassonomia, SRI, benchmark e green bond standard. Nel marzo 2019 il Technical Expert Group ha pubblicato gli EU Green Bond Standard. Si tratta di un modello standard che gli emittenti devono seguire strutturato in modo da essere accessibile ed applicabile ovunque così come i Green Bond Principles dell'ICMA. A differenza degli standard ICMA focalizzati sul processo di emissione gli EU Green Bond Standard guardano soprattutto ai progetti a cui sono destinati i proventi dell'emissione, con l'obiettivo di supportare gli investitori nell'individuazione dei progetti più meritevoli, aumentare la qualità degli strumenti e fissare standard per la revisione esterna. I requisiti fondamentali sono:

1. i capitali raccolti devono essere interamente destinati a progetti in linea con la tassonomia;
2. piena trasparenza e comunicazione dettagliata sulle modalità di destinazione dei capitali;
3. controllo ad opera di un revisore esterno per garantire il rispetto del regolamento e l'allineamento dei progetti alla tassonomia;
4. i revisori esterni devono essere inseriti in un apposito registro tenuto dall'ESMA (Autorità Europea degli strumenti finanziari e dei mercati).

Il Regolamento EUGB chiarisce a quali soggetti si rivolge, esso include tutti gli emittenti di obbligazioni verdi, sia del settore pubblico che privato, le imprese finanziarie, le società non finanziarie residenti o non all'interno dell'Unione Europea che intendano volontariamente utilizzare la qualifica di “European green bonds” nell'ambito delle proprie emissioni di obbligazioni verdi.

La Commissione Europea ha evidenziato che esiste uno stretto legame tra il Regolamento

EUGB e il Regolamento EU 2020/852 sulla Tassonomia poiché indicando un'ampia gamma di attività economiche prevede numerosi usi potenziali dello strumento green bond.

Punto cardine del regolamento è che i fondi raccolti dall'emissione dovranno essere interamente assegnati al finanziamento o al rifinanziamento di progetti conformi ai criteri di tassonomia, i quali devono essere soddisfatti al momento dell'emissione o entro un periodo di tempo fissato (dai 5 ai 10 anni). Quest'ultima previsione rappresenta un elemento di flessibilità notevole ed utile agli emittenti che possono utilizzare i proventi dell'emissione per il finanziamento di attività economiche che non soddisfano immediatamente gli standard tecnici sulla tassonomia, ma lo faranno entro un determinato periodo di tempo. In caso di modifica dei criteri di screening tecnico della tassonomia dell'UE dopo l'emissione delle obbligazioni "green", la clausola "grand-fathering" permette agli emittenti di avvalersi di criteri preesistenti per altri 5 anni.

Poiché gli attuali standard di mercato non assicurano un'adeguata trasparenza, il regolamento EUGB prevede invece dettagliati requisiti di reporting per gli emittenti, che sono tenuti a predisporre una scheda informativa redatta secondo il modello indicato da pubblicare sul sito web dell'emittente, in essa devono essere chiaramente indicate le modalità di utilizzo dei proventi e le attività finanziate. Ogni anno gli emittenti sono tenuti a redigere un report sull'allocazione dei proventi ed una relazione sull'impatto ambientale dell'uso dei proventi delle obbligazioni "green". Nel prospetto di presentazione dovrà essere chiaramente indicato che i titoli sono emessi in conformità al Regolamento EUGB.

Le disposizioni relative ai green bond europei risultano in gran parte allineati con i principi e gli standard indicati dall'ICMA, ma il livello di dettaglio richiesto nella presentazione del green bond da parte degli emittenti è notevole perché risulta essenziale per il Regolamento EUGB la lotta al "green washing". Quest'ultimo aspetto però crea alcune perplessità dovute all'eccessivo ampliamento dei prospetti richiesti.

Gli emittenti hanno anche l'obbligo di sottoporre la documentazione ad una revisione esterna e alla conseguente certificazione sulla conformità della documentazione con il Regolamento ed i criteri di tassonomia. L'emittente è tenuto inoltre a fornire una revisione post-emissione per certificare che l'allocazione dei proventi sia in conformità rispetto alla tassonomia e quanto indicato all'interno della scheda informativa. Naturalmente il revisore esterno per assicurare che le informazioni rimangano costantemente aggiornate deve riesaminare ogni anno le relazioni sull'assegnazione dei proventi.

Data l'importanza della revisione esterna il Regolamento EUGB richiede che i revisori siano registrati presso l'ESMA che dovrà pubblicare sul proprio sito l'elenco di tutti i revisori esterni regolarmente registrati e di quelli a cui è temporaneamente vietato svolgere tale attività o la cui registrazione sia stata revocata.

Per il Regolamento EUGB proposto dalla Commissione Europea il 6 luglio 2021, la fase negoziale finale ha richiesto, prima dell'approvazione definitiva un lungo ed acceso dibattito perché diversi erano i punti controversi.

In seguito alla pubblicazione effettuata a luglio 2021 da parte della Commissione Europea, il testo è stato sottoposto ai negoziati interistituzionali per l'adozione.

Il 5 novembre del 2021 la BCE ha espresso il suo parere sulla proposta dell'EU Green Bond Standard.

La progettazione di uno "standard obbligatorio" avrebbe un impatto positivo sul mercato, perché la norma creerebbe certezza per gli investitori e rappresenterebbe un passo importante verso l'unione dei mercati dei capitali.

L'EU Green Bond Standard dovrebbe diventare, perciò, un punto di riferimento con l'obiettivo di sostenere la transizione verso un'economia a bassa emissione di carbonio, promuovendo nel contempo la leadership dell'Unione Europea nella finanza sostenibile. In caso di modifica dei criteri di screening tecnico della tassonomia dell'UE dopo l'emissione delle obbligazioni gli emittenti possono avvalersi di criteri preesistenti (clausola grand-fathering); il Regolamento presentato prevede un periodo di 5 anni, secondo la BCE dovrebbe durare per tutta la vita del titolo.

Il 30 novembre del 2021 in sede di commissione per i problemi economici e monetari del Parlamento Europeo, il relatore Paul Tang ha pubblicato una Relazione con emendamenti alla proposta della Commissione UE, sostanzialmente rispecchiando i suggerimenti contenuti nel parere pubblicato dalla BCE il 5 novembre del 2021.

I punti chiave della Relazione sono i seguenti:

1. rafforzamento dei requisiti di trasparenza:
  - i. adozione di piani di transazione per raggiungere zero emissioni entro il 2050
  - ii. gli eventuali effetti negativi degli investimenti sostenibili devono essere comunicati in maniera trasparente
  - iii. norme contro l'elusione fiscale
2. esclusione del gas naturale e dell'energia nucleare dall'utilizzo dei proventi
3. estensione dell'ambito di applicazione dell'EUGB a tutti i tipi di obbligazione sostenibili, quindi non solo ai green bond; lo standard proposto (compresi tutti i requisiti di informativa) dovrebbe essere adottato anche per l'emissione di social, sustainability e sustainability-linked bonds.
4. rafforzamento delle norme per garantire l'indipendenza dei revisori
5. applicazione dell'EU Green Bond Standard a tutti gli organismi e le istituzioni dell'Unione Europea

6. istituzione del regime obbligatorio tra il 2025 ed il 2028 (la scadenza e gli aspetti pratici devono essere dettagliati nella relazione di revisione della Commissione UE entro il dicembre del 2023)  
Il Consiglio ha concordato la sua posizione l'8 aprile 2022 e la Commissione per i problemi economici e monetari del Parlamento Europeo ha votato la propria versione il 16 maggio 2022. Il voto positivo del Parlamento in seduta plenaria si è svolto il 28 febbraio 2023.

### **Paragrafo 3.4**

#### Confronto tra i Green Bond Principles e gli EU Green Bond Standard

Secondo l'ordinaria procedura legislativa dell'Unione Europea, dopo l'adozione ad opera della Commissione della proposta di regolamento dell'EU Green Bond Standard, essa deve essere presentata al Parlamento Europeo e al Consiglio per l'approvazione. Ciò naturalmente comporta la possibilità di modifiche del Regolamento in senso più restrittivo o più espansivo e cambiamenti notevoli rispetto alla proposta stessa. L'ICMA, già a luglio, aveva espresso molte perplessità sulla proposta di Regolamento degli euro green bond standard presentata dalla Commissione. Secondo l'ICMA, infatti, l'allineamento obbligatorio alla tassonomia della Comunità Europea, la piena trasparenza con il ricorso a revisori esterni obbligati anche alla registrazione presso l'ESMA potrebbero ostacolare l'adozione e metterebbero in pericolo la natura inclusiva e volontaria del mercato europeo delle obbligazioni sostenibili. Inserendo elementi di obbligatorietà, senza avanzare qualche forma di incentivo per controbilanciare il costo aggiuntivo e le responsabilità richieste agli emittenti, si potrebbero avere impatti negativi sul mercato delle obbligazioni sostenibili e spingere gli emittenti a rivolgersi ad altri mercati o ad altre fonti di finanziamento. La contrazione del mercato dei green bond metterebbe in pericolo la leadership della UE in questo mercato.

Nel novembre del 2021, in sede di discussione nel Parlamento Europeo, il relatore Paul Tang ha avanzato proposte che comportano un cambiamento notevole rispetto al testo del Regolamento presentato dalla Commissione. Vengono infatti aggiunti nuovi requisiti di obbligatorietà per tutti i green bond sostenibili emessi fra il 2025 ed il 2028, viene allargato il concetto di green bond anche ai temi della sostenibilità e a quelli sociali e viene chiesta l'esclusione dal finanziamento per i progetti relativi alla produzione di gas ed energia nucleare. Quest'ultimo elemento contrasta anche con l'inclusione di gas e nucleare nella tassonomia europea già presentata.

Secondo l'ICMA, quindi, l'aumento dei costi e la potenziale responsabilità per gli emittenti causata da queste nuove proposte emerse nel Parlamento Europeo, avrebbero un notevole impatto negativo sul mercato europeo dei green bond.

Document/ Action/Matter	ICMA Green Bond Principles (GBP)	TEG's recommendation <sup>1)</sup>	EU Green Bond Standard (EU GBS)
<b>Framework</b>	Green Bond Framework (GBF) è una «raccomandazione chiave» per una <u>maggior trasparenza</u> ai sensi della versione GBP 2021	Publicazione <b>obbligatoria</b> di un Green Bond Framework (GBF), <u>prima o al momento dell'emissione</u>	<u>La terminologia è cambiata in un "factsheet"</u> che dovrebbe essere pubblicato prima dell'emissione. La struttura del factsheet proposto nell' <u>Allegato I è strutturalmente diversa dal GBF attualmente utilizzato</u> dagli emittenti sul mercato

<b>Uso dei proventi (UoP) - Allineamento tassonomico</b>	<p><u>Nella versione 2021</u> dei GBP nell'ambito del secondo pilastro sul processo di valutazione e selezione dei progetti <u>è stata introdotta la raccomandazione sulla divulgazione volontaria dell'allineamento tassonomico ufficiale e/o di mercato</u></p> <p>Ai sensi dei GBP, gli emittenti dovrebbero inoltre <u>comunicare informazioni complementari sui processi attraverso i quali si identificano e gestiscono i rischi sociali e ambientali</u> percepiti associati ai progetti pertinenti. Gli emittenti sono inoltre incoraggiati a <u>predisporre un processo per individuare fattori di mitigazione dei rischi materiali noti di impatti sociali e/o ambientali negativi</u> derivanti dal progetto in questione</p>	<p><b>Allineamento tassonomico obbligatorio</b> con eccezioni raccomandate per:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>I. casi specifici in cui il TSC può non essere direttamente applicabile e</li> <li>II. in cui i TSC non sono ancora stati sviluppati</li> </ol>	<p><b>L'allineamento obbligatorio</b> è mantenuto, ma <u>la raccomandazione del TEG sulle eccezioni non è inclusa</u>. Sembra che le attività per le quali <u>i criteri di screening tecnico (TSC) non sono ancora stati sviluppati non possano essere incluse in un green bond europeo (EuGB)</u>. Inoltre, <u>non vi sarà alcuna flessibilità per le eccezioni basate sulla localizzazione o sulla natura innovativa dei progetti</u></p> <p>Ci sono anche disposizioni specifiche sulla tassonomia-allineamento dell'uso dei proventi, che includono i seguenti:</p> <p><b>Possibilità di soddisfare i criteri di tassonomia con un piano di allineamento tassonomico</b> (che descrive le azioni e le spese pianificate) entro <b>5 anni</b> dall'emissione (o 10, se giustificato con caratteristiche specifiche)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>La determinazione dell'allineamento tassonomico</b> delle immobilizzazioni, degli investimenti in conto capitale, degli opex ammissibili, delle spese/attività sovrane quotate e del patrimonio netto (Art.5) <b>sarà basata sui criteri di tassonomia al momento dell'emissione dell'EuGB</b>, mentre, per il debito (ad esempio, i prestiti) <u>si baserà sul momento della creazione del debito</u></li> </ul>
--	--	--	--

Document/ Action/Matter	ICMA Green Bond Principles (GBP)	TEG's recommendation <sup>1)</sup>	EU Green Bond Standard (EU GBS)
<b>Uso dei proventi - UoP ammissibile</b>	<p>I Progetti Verdi includono <u>attività, investimenti e altre spese correlate e di supporto come R&amp;S</u> che possono riguardare più di una categoria e/o obiettivi ambientali</p> <p>GBP si riferisce a "i <b>proventi netti</b> del Green Bond, o un importo pari a questi proventi netti"</p>	<p>Utilizzo ammissibile dei proventi:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>i. Attività materiali e attività finanziarie;</li> <li>ii. Capex e opex selezionati (con un periodo di riferimento di 3 anni)</li> <li>iii. Investimenti, spese e sovvenzioni pubblici pertinenti (per i sovrani)</li> </ol> <p>Si riferisce a "un importo equivalente ai <b>proventi netti</b>"</p>	<p>L'uso ammissibile dei proventi:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>i. Capitale fisso</li> <li>ii. Capex</li> <li>iii. Opex - con una limitazione di 3 anni di lookback;</li> <li>iv. Attività finanziarie (cioè, debito e capitale) che possono finanziare solo (i); (ii); e (iii) di cui sopra, ma non altre attività finanziarie, tranne quando tali attività finanziarie finanziano altre attività finanziarie con il ricavo attribuito a</li> </ol>



			immobilizzazioni, investimenti e opex ammissibili (come definito nella proposta di regolamento) <b>I proventi dovrebbero essere assegnati senza detrarre i costi</b>
<b>Reporting (Allocazion)</b>	Gli emittenti dovrebbero mettere prontamente a disposizione informazioni aggiornate sull'uso dei proventi <b><u>da rinnovare annualmente fino alla completa allocazione</u></b> e tempestivamente in caso di sviluppi significativi	(Almeno) <b>relazioni annuali fino alla completa allocazione</b> sono state raccomandate dal TEG	<b>Il requisito della relazione annuale</b> di assegnazione è mantenuto e si baserà su un modello di cui all' <u>Allegato II</u> , Art. 9(6) limita il periodo in cui dovrebbe essere presentata la relazione finale di assegnazione, che può rivelarsi impraticabile
<b>Reporting (Impatto)</b>	I GBP raccomandano l'uso di <u>indicatori qualitativi di performance e di misure quantitative di performance e la divulgazione della metodologia fondamentale sottostante</u> . Gli emittenti dovrebbero fare riferimento e adottare il <u>quadro armonizzato per le segnalazioni d'impatto</u>	(Almeno) <b>una volta durante la vita dell'obbligazione e dopo l'allocazione completa</b> dei proventi	<b>La raccomandazione del TEG è mantenuta senza modifiche</b> ; l'allegato III fornirà un modello per la comunicazione degli impatti
<b>Revisione Esterne (Pre-emissione)</b>	La revisione prima dell'emissione del GBF è una "raccomandazione chiave" per una <u>maggiore trasparenza</u>	Revisione esterna <b>obbligatoria</b> (prima o al momento dell'emissione) sul GBF	<b>Requisito mantenuto</b> come riesame esterno prima dell'emissione del "Factsheet" mentre gli elementi del riesame sono riportati nell'Allegato IV
<b>Revisione Esterne (Post-emissione)</b>	La revisione post-emissione della gestione dei proventi da parte degli emittenti (ad esempio, monitoraggio interno) e l'assegnazione dei fondi ai progetti ammissibili è una <u>raccomandazione chiave</u>	Riesame <b>obbligatorio</b> dopo l'emissione della relazione finale sull'assegnazione	La <b>raccomandazione del TEG</b> viene mantenuta; tuttavia, le banche che utilizzano un'allocazione basata sul portafoglio devono ottenere un riesame successivo all'emissione su ciascuna relazione di allocazione. Inoltre, l'Art. 9(6) limita il periodo in cui la relazione post-emissione sull'assegnazione finale deve essere presentata e resa pubblica, il che può rivelarsi impraticabile

Fonte: Rielaborazione personale.

## CAPITOLO IV

### L'OPERATIVITA' DEI GREEN BOND

#### **Paragrafo 4.1**

##### Procedura di pre-emissione e di post-emissione

Il 10 giugno 2021, l'ICMA ha rilasciato il primo aggiornamento dal 2018 i suoi Green Bond Principles.

##### Fase pre-emissione

#### 1. Utilizzo dei proventi

Le principali categorie ESG identificate dall'ICMA che potrebbero essere collegate a progetti green.

#### 2. Processo di valutazione e selezione dei progetti.

La società che detiene i nuovi debiti ESG dovrebbe comunicare chiaramente ai creditori:

- i. i suoi obiettivi di sostenibilità ambientale e/o sociale;
- ii. il processo mediante il quale l'emittente determina come i progetti selezionati rientrano nelle categorie di progetti ESG ammissibili;
- iii. i relativi criteri di ammissibilità applicati per identificare e gestire i potenziali rischi ambientali e/o sociali, potenzialmente associati ai progetti.

#### 3. Gestione dei proventi

I proventi netti del debito ESG dovrebbero essere monitorati dalla società in modo appropriato e fintanto che il debito è in essere, il saldo dei proventi monitorati dovrebbe essere periodicamente adeguato alle allocazioni dei progetti green realizzati in quel periodo. Le linee guida raccomandano che la gestione dei proventi di una società sia revisionata da una terza parte indipendente, per verificare il metodo di tracciamento interno e l'allocazione dei fondi generati dai proventi

#### 4. Reporting

Le società dovrebbero rendere e tenere prontamente a disposizione le informazioni aggiornate sull'uso dei proventi, da rinnovare annualmente fino all'assegnazione completa e, se necessario, successivamente in caso di sviluppi rilevanti. Le linee guida raccomandano l'uso di indicatori

qualitativi di performance e, ove possibile, di misure quantitative di performance (ad es. volume di acqua risparmiata, energia rinnovabile prodotta, riduzione del materiale pericoloso utilizzato, numero di posti di lavoro creati ecc.) e la comunicazione della metodologia fondamentale utilizzata nella determinazione quantitativa. Le società dovrebbero riferire tempestivamente in caso di sviluppo rilevanti

## 5. Documenti da presentare

- Quadro del debito verde e sostenibile (raccomandazione chiave per l'ICMA):

esso riassume l'allineamento dell'emittente con gli standard internazionali (in particolare ICMA e tassonomia UE). Il documento descrive il posizionamento e la strategia ESG dell'azienda.

Include informazioni sulle possibili categorie ammissibili (secondo i principi del debito verde) che comprendono i progetti finanziati, nonché le politiche interne ESG della società e le relazioni con il mercato. Il quadro si riferisce a tutti i debiti contratti in un formato ESG. Di solito è redatto con il supporto di una banca d'investimento che agisce come Green Structuring Advisor. La tempistica prevista è di 4/6 settimane.

Il documento è generalmente composto dalle seguenti sezioni:

- i. introduzione
- ii. utilizzazione dei proventi
- iii. valutazione e selezione dei progetti
- iv. gestione dei proventi
- v. relazioni e monitoraggio
- vi. verifica esterna

- Parere di seconda parte (SPO-Second Party Opinion) (raccomandazione chiave per l'ICMA):  
esso è redatto da un revisore esterno che garantisce che i progetti finanziati e i relativi indicatori chiave di performance siano in linea con le migliori pratiche del mercato. Esso rappresenta un parere indipendente che fornisce una seconda valutazione delle principali sezioni del quadro verificandone la coerenza con i principi internazionali. La tempistica prevista è di 4 settimane.

- Informativa sul prospetto e sui termini definitivi (obbligatoria)

Il prospetto deve includere alcune modifiche specifiche sui:

- i. fattore di rischio
- ii. utilizzo dei proventi
- iii. condizioni definitive

La tempistica è solitamente in linea con quella della documentazione standard.

## Fase post-emissione

1. Relazione annuale sulle dotazioni, da produrre fino alla loro completa assegnazione, incentrata principalmente sulla conferma dell'allineamento alle norme internazionali e sulle informazioni aggiornate sull'uso dei proventi e sul loro impatto (ad es. ripartizione dei proventi per progetti, studi di casi di progetti selezionati, ecc.)
2. Oltre alle relazioni annuali, la società dovrebbe riferire tempestivamente agli investitori in caso di sviluppi significativi.

## 2021 Aggiornamento dell'ICMA

Il Quadro del debito verde e sostenibile e il Parere di seconda parte sono definiti esplicitamente come “raccomandazioni chiave”, non obbligatorie, nonostante siano prassi di mercato volte ad aumentare la trasparenza.

- Raccomandazione di una maggiore trasparenza per le strategie di sostenibilità a livello di emittenti, gli impegni e il loro legame con i progetti selezionati.
- Incoraggiamento a fornire informazioni sul grado di allineamento alle tassonomie ufficiali o di mercato (ad es. la tassonomia dell'UE).
- Promozione della trasparenza dei processi di emissioni per identificare e gestire i rischi sociali e/o ambientali percepiti e conosciuti in linea con il principio DNSH (Do Not Significant Harm) Della tassonomia UE.

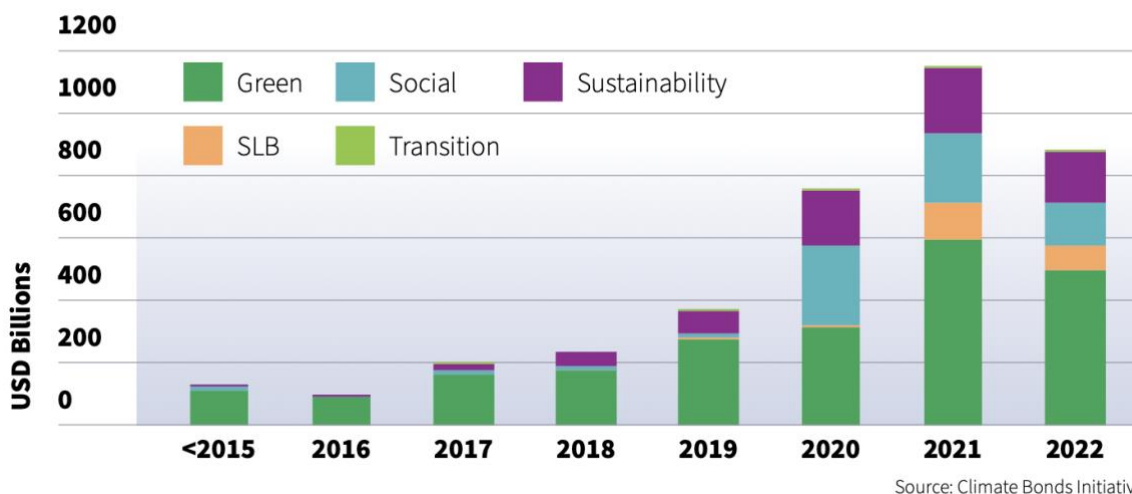
## Paragrafo 4.2

### Il mercato dei green bond, il rapporto *Debt Global State of the Market*

Il Climate Bonds Initiative ogni anno presenta il rapporto *Debt Global State of the Market*, che illustra in dettaglio le dimensioni dei mercati delle obbligazioni verdi e di altre obbligazioni etichettate in modo sostenibile. Nell'edizione del 2022 il rapporto include l'analisi dei mercati verdi, sociali e della sostenibilità (GSS), più le obbligazioni legate alla sostenibilità (SLB) e le obbligazioni di transizione.

Nel 2022, i Climate Bond hanno attratto \$858,5 miliardi di nuovi volumi GSS (Green, Social e Sustainability Bond), con una riduzione del 24% rispetto al 2021. Al loro interno, i green bond incidono per il 58% del totale, \$487,1 miliardi, rappresentando ancora la maggiore componente delle emissioni dei GSS.

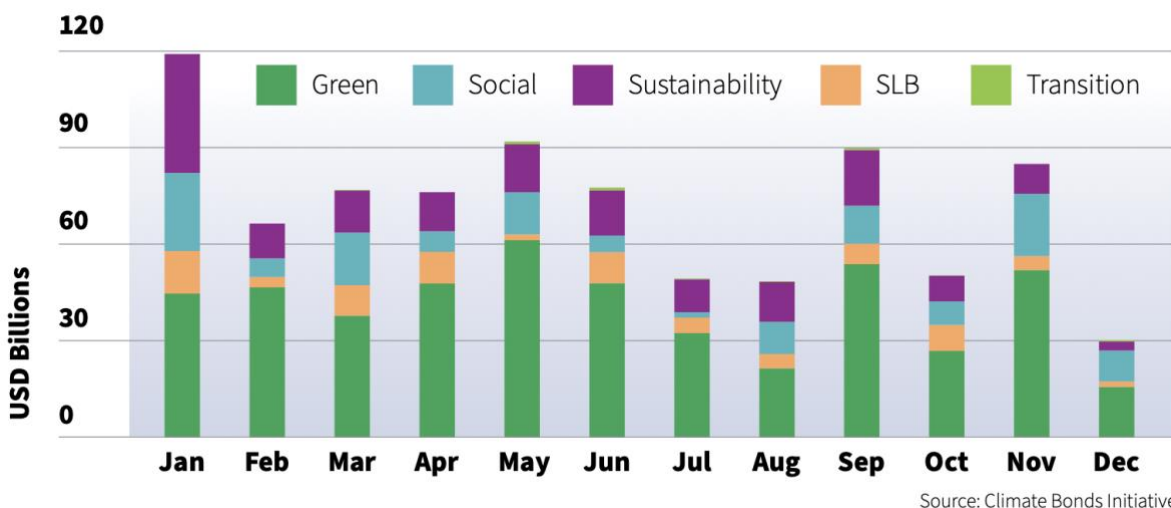
## GSS+ volumes reached USD858.5bn in 2022



Nel rapporto vengono fatte le previsioni sulle tendenze principali che domineranno il mercato dei GSS nel 2023, e cioè l’adattamento e la resilienza ai cambiamenti climatici, la possibilità degli emittenti sovrani di indirizzare i flussi di capitale verso spese rispettose del clima, lo sviluppo di tassonomie efficaci, le obbligazioni verdi come veicolo di finanziamento che promuova la decarbonizzazione e lo sviluppo di standard per attuare strategie di transizione chiare.

Nel corso del 2022 il Climate Bonds Initiative ha registrato un debito a tema GSS per un ammontare di \$858,5 miliardi. Secondo i dati della Climate Bonds Initiative, il mese di gennaio è risultato essere il mese con un volume di emissione GSS superiore a tutti gli altri, con volumi GSS pari a \$119 miliardi. L’invasione russa dell’Ucraina ha causato un aumento dei prezzi dell’energia, che ha portato ad una maggiore inflazione. Le aspettative e le conseguenze degli aumenti dei tassi di interesse hanno colpito rapidamente il mercato del debito e l’emissione in tutte le categorie è diminuita nel 2022.

## January was the strongest month in 2022



## **Paragrafo 4.2.1**

### Il mercato dei Green Bond

Nel 2022 è stato registrato il primo calo di emissioni delle obbligazioni verdi dopo un decennio, si sono raggiunte emissioni per un valore di \$487,1 miliardi, registrando un 16% in meno rispetto al 2021.

L'etichetta verde però ha continuato a dominare le emissioni tematiche globali di debito, chiudendo l'anno con il 56% dei volumi GSS e portando il totale cumulativo del segmento a \$2.2 trilioni.

Molti Paesi si sono impegnati ad utilizzare parte della loro spesa fiscale per accelerare la transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio.

Diversi Stati Membri dell'Unione Europea hanno continuato ad emettere green bond, la Francia è stato lo Stato ad emettere più obbligazioni per il sesto anno consecutivo.

I nuovi entrati all'interno del Sovereign Green Bond Club sono stati l'Austria, il Canada, la Danimarca, la Nuova Zelanda, Singapore e la Svizzera.

La crisi energetica globale ha alimentato le politiche relative alle energie rinnovabili delle più importanti economie del mondo, più capitali sono destinati ad aumentare la capacità di energia rinnovabile e le tecnologie nascenti, come l'idrogeno verde.

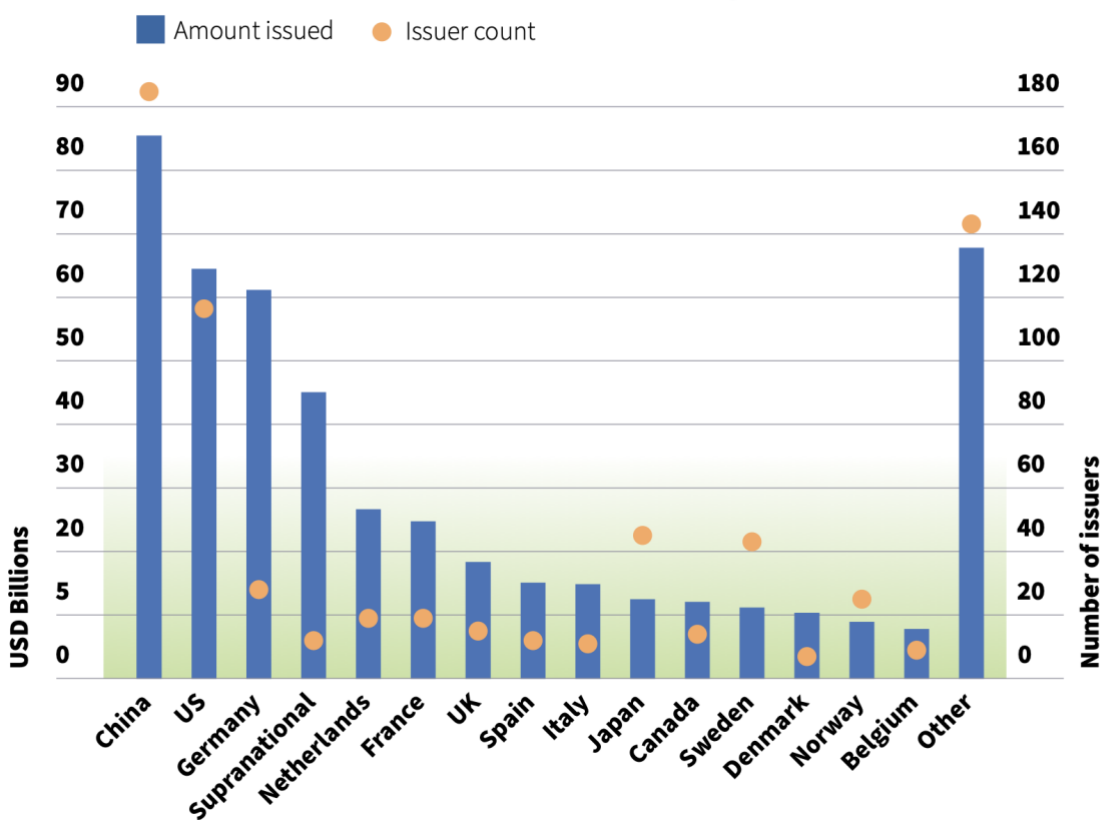
Il mercato obbligazionario green è stato influenzato dalle turbolenze del mercato globale per il 2022, in modo tale che l'emissione è stata inferiore rispetto all'anno precedente.

Per quanto riguarda la divulgazione, il raggiungimento di un adeguato livello di rigore in un mercato in rapida evoluzione è rimasta una sfida fondamentale del 2022.

## Paragrafo 4.2.2

### Le Regioni

#### China surpassed the USA as the main source of green debt in 2022



Source: Climate Bonds Initiative

Esaminando i volumi di emissioni delle varie aree geografiche, il rapporto *Debt Global State of the Market* rileva che:

- Il 67% del volume di green bond è provenuto dai mercati sviluppati, mentre il 23% dai Paesi emergenti, solo il 9% è stato emesso da emittenti sovranazionali.
- L'Europa ha confermato la sua posizione di leader dato che quasi la metà dei volumi di obbligazioni verdi del 2022, pari a \$228,6 miliardi è provenuto dal continente europeo. Nella regione, la crescita è stata spinta da emittenti di tipo corporate, finanziario e sovrano.
- L'Asia-Pacifico è diventata la seconda regione più prolifica per le obbligazioni verdi, raggiungendo alla fine dell'anno 2022, un totale cumulativo di \$512,7 miliardi. La Cina ed il Giappone hanno generato il 66,1% del volume cumulativo della regione.
- Il Nord America, invece, è sceso di un posto (al terzo) con un volume complessivo di obbligazioni verdi pari a \$434,2 miliardi. La cifra annuale del 2022 di \$76,6 miliardi ha fatto registrare una diminuzione del 26,3% rispetto all'anno precedente causata dalle forti tensioni politico economiche verificatesi nel Continente Europeo.

- Nella regione dell’America Latina e dei Caraibi (LAC) i volumi sono diminuiti rispetto al 2021, raggiungendo un volume di \$3,1 miliardi
- L’Africa, infine, ha emesso soltanto \$0,3 miliardi, portando l’emissione cumulativa a \$4,7 miliardi.
- Gli emittenti sovranazionali, si sono posizionati al quarto posto, raggiungendo alla fine del 2022 un totale cumulativo di \$165,8 miliardi. I volumi del 2022 rispetto a quelli del 2021 sono diminuiti, ciò a causa dell’invasione russa dell’Ucraina.

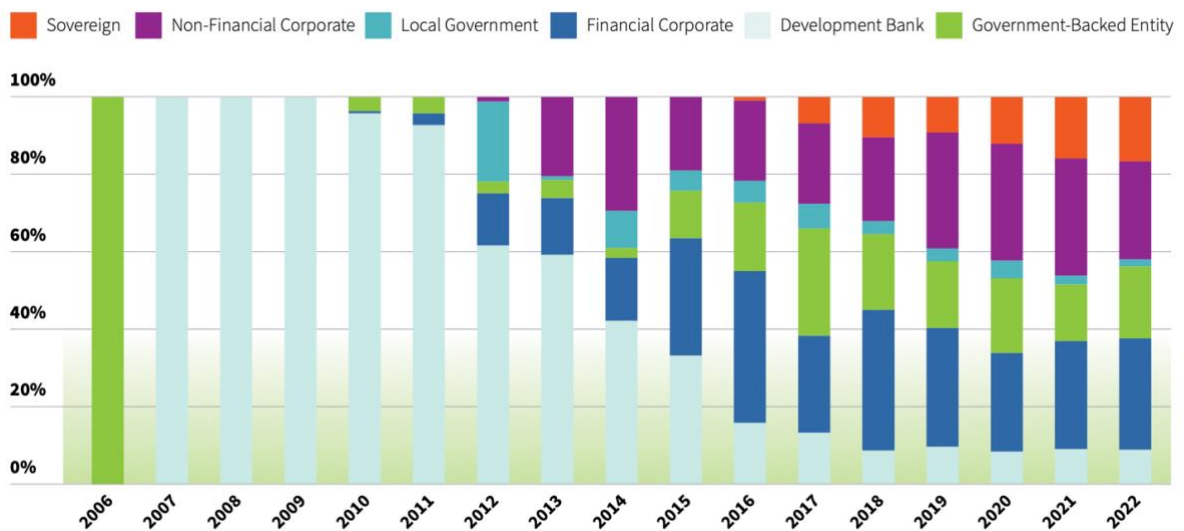
A livello di singoli Paesi, invece:

- Gli Stati Uniti hanno perso il primato come fonte più prolifica di obbligazioni verdi, con emissioni pari a \$64,4 miliardi.
- La Cina ha raggiunto la vetta, arrivando ad un totale di emissioni pari a \$85,4 miliardi.
- La Germania ha diminuito le emissioni di green bond del 2,08% rispetto al 2021, raggiungendo i \$61,2 miliardi;
- La Francia ha subito un calo di emissioni del 43,8% rispetto all’anno precedente.

### Paragrafo 4.2.3

#### Tipi di emittenti

Corporates contributed 54% of green volumes



Source: Climate Bonds Initiative

Dall’analisi del report della Climate Bonds Initiative, risulta che il settore privato registrando il 54% delle emissioni totali è stato il responsabile del maggior numero di emissioni.

Le società finanziarie, hanno dato il maggior contributo con il 29% dei volumi, mentre le società non finanziarie hanno inciso solamente sul 25% del totale, risultando così il secondo tipo di emittente con maggiori collocazioni sul mercato green.



Le società europee sono state responsabili di poco meno della metà delle emissioni del settore privato, i due emittenti più prolifici sono stati la Banca Commerciale Tedesca Helaba, con un volume di emissioni pari a \$5,2 miliardi e la multinazionale danese Orsted che ha registrato \$1,2 miliardi in meno rispetto ad Helaba.

Il 19% delle emissioni è stato effettuato da enti sostenuti dal governo, i quali sono stati gli unici a registrare un aumento del 6% rispetto al 2021. La crescita di questo segmento è stata trainata dall'Unione Europea, che mediante il finanziamento degli enti continua a perseguire i suoi obiettivi di riduzioni delle emissioni fossili.

#### Paragrafo 4.2.4

##### Settori più interessati

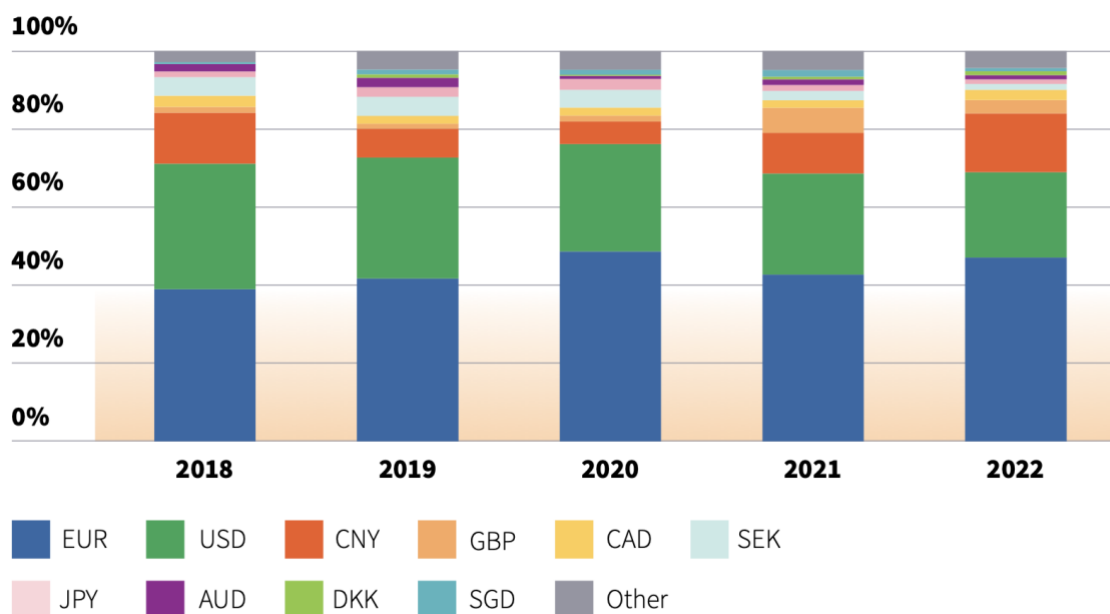
Dall'esame dei settori più interessati risulta che energia, edilizia e trasporti sono state le tre categorie più attive, contribuendo collettivamente al 77% del totale del 2022.

Tuttavia, questo rappresenta un calo rispetto all'81% del 2021 e all'85% del 2020.

#### Paragrafo 4.2.5

##### Valuta

Top 10 currencies in 2022: CNY increases share



Source: Climate Bonds Initiative

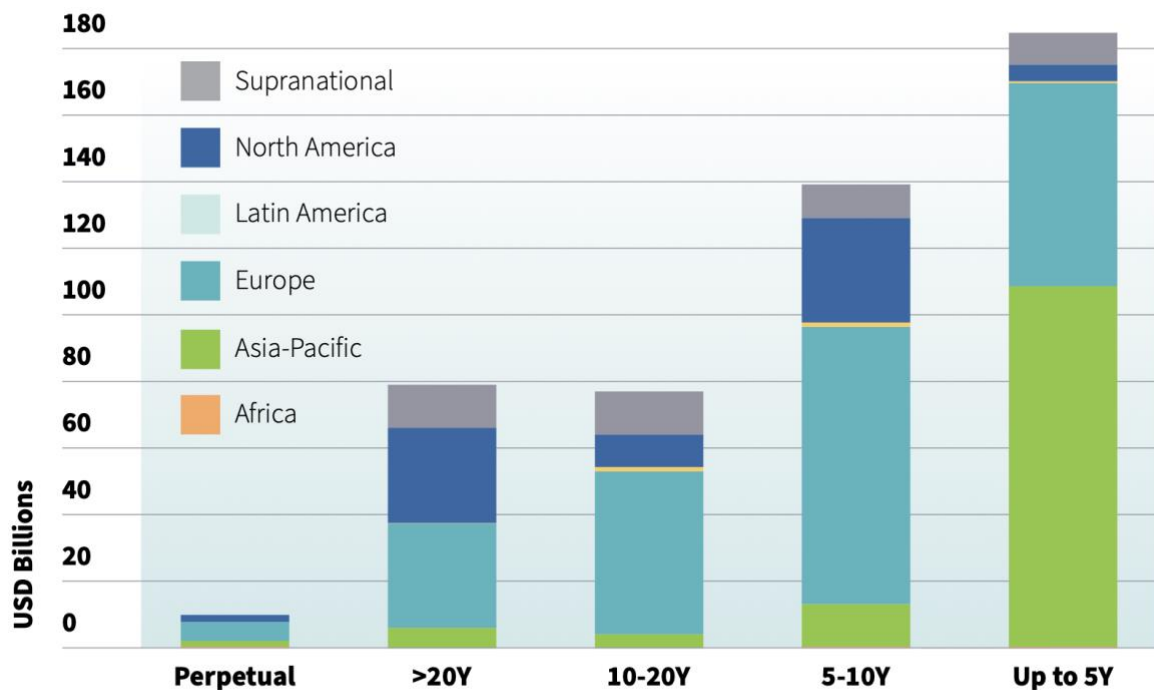
Le emissioni di green bond nel 2022 risultano legate per il 79% alle valute forti (EUR, USD). CAD e NZD sono state le uniche valute a subire una crescita, rispettivamente del 10% e del

153%, poiché sia il Canada che la Nuova Zelanda hanno valutato le prime offerte sovrane green nelle rispettive valute locali. L'importo delle emissioni in EUR, pari a \$229,2 miliardi, dimostra che l'EUR è stata la valuta preferita, sia in termini di volume, che per numero di emittenti internazionali, collocandosi al primo posto per il quinto anno consecutivo; ciò dimostra che il mercato europeo delle obbligazioni verdi è il più sviluppato al mondo e gli emittenti preferiscono emettere obbligazione in euro per ottenere la massima diversificazione degli investitori.

## Paragrafo 4.2.6

### Durata

#### Short-dated bonds prevail



Source: Climate Bonds Initiative

Le obbligazioni con scadenza a breve e medio termine hanno prevalso tra le obbligazioni verdi, questo è derivante dall'aumento dei tassi di interesse registratosi sul mercato dopo l'invasione russa dell'Ucraina. La categoria di bond di durata 1-5 anni ha rappresentato il 38% del volume complessivo, seguita da quella 5-10 anni che ha rappresentato il 28% delle obbligazioni totali. Nel mese di ottobre del 2022, il fondo degli investimenti pubblici dell'Arabia Saudita ha emesso sul mercato il primo bond verde di durata secolare.

## **Paragrafo 4.2.7**

### Revisione esterna

Delle obbligazioni verdi che sono state inserite all'interno del Climate Bonds Green Bond Database il maggior numero ha avuto revisioni esterne. Gli Stati Uniti e la Cina hanno emesso due terzi delle operazioni senza recensioni. Entrambi i paesi sono rimasti indietro nella trasparenza dei green bond, anche se gli investitori hanno ripetutamente evidenziato che una revisione esterna è cruciale per l'integrità ecologica. Il numero di Certified Climate Bond è diminuito leggermente, passando da 105 a 88. Anche il numero di enti del settore privato che ha richiesto la certificazione è diminuito, mentre le obbligazioni del settore pubblico sono aumentate del 47%.

La maggior parte del volume di Certified Climate Bonds del 2022 è provenuto da emittenti del Continente Asia-Pacifico, che hanno rappresentato il 45% del totale, seguiti da emittenti europei che hanno registrato il 37% del totale.

## **Paragrafo 4.2.8**

### Previsioni per il 2023

Il Climate Bond Initiative prevede che nel 2023 i temi dominanti nel mercato GSS saranno:

- **Adattamento e Resilienza**

Tenendo conto degli impatti devastanti del cambiamento climatico si ritiene necessario accelerare su azioni di adattamento e resilienza.

Gli investitori stanno aumentando il controllo sistematico della resilienza dei loro investimenti, e di questo gli emittenti devono tener conto nel processo di pianificazione usando le migliori pratiche attuali.

Anche nel settore pubblico bisogna includere misure di resilienza nelle infrastrutture, nei progetti di sviluppo urbano, nella gestione delle risorse idriche e nella ricerca.

- **Gli emittenti sovrani**

Gli emittenti sovrani, molti influenti nei mercati del debito GSS, possono dirigere i flussi di capitale generati dal debito ESG verso progetti che sono in linea con gli obiettivi dell'Accordo di Parigi sul clima, questo inoltre creerebbe anche un modello per gli emittenti del settore privato.

- **Tassonomie**

Lo sviluppo di tassonomie già iniziato negli anni scorsi, in particolare quello dell'Unione Europea, sarà fonte di ispirazione anche per gli altri Paesi, essendo una caratteristica fondamentale per il requisito della trasparenza

- **Transizione**

Gli investitori valutano gli emittenti anche in base alla qualità e alla chiarezza delle loro strategie di transizione. Per questo il Climate Bonds Initiative sta sviluppando criteri per identificare adeguati percorsi a livello industriale con lo scopo di agevolare l'inclusione di settori economici tradizionali difficili da decarbonizzare nei mandati di investimento sostenibili.

### **Paragrafo 4.3**

Lo studio: “Do shareholders benefit from Green Bonds?”

Il mercato dei green bond ha registrato una forte crescita in tutto il mondo dal suo debutto nel 2007, grazie ad una robusta domanda degli investitori e migliori standard di mercato. La pandemia ha accelerato, inoltre, la sensibilità verso soluzioni di investimento più sostenibili. Lo sviluppo di detti strumenti ha inciso sulle performance aziendali. A tal riguardo, Dragon YongjunTang e Yupu Zhang, hanno condotto uno studio “Do shareholders benefit from Green Bonds?”, che analizza appunto l'impatto dell'emissione dei green bonds sulla performance dell'emittente, esaminando i dati elaborati dal Climate Bond Initiative e da Bloomberg. Lo studio si basa su 3 ipotesi:

1. si raggiunge un minor costo di finanziamento: per gli investitori detenere in portafoglio titoli di debito green può aumentare il loro rating ESG; di conseguenza, i loro acquisti potrebbero spingere verso l'alto il prezzo delle obbligazioni favorendo così gli emittenti di obbligazioni verdi che potrebbero finanziarsi ad un costo del debito inferiore, portando a una reazione positiva da parte del mercato azionario.
2. Maggiore attenzione degli investitori: quando le imprese etichettano le loro obbligazioni come verdi, 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.
3. Attività fondamentale dell'impresa: i green bond dimostrano la dedizione dell'azienda allo sviluppo sostenibile, e investire in tali progetti può essere prezioso per le aziende a lungo termine, anche aiutandole a sopravvivere a situazioni avverse.

I due economisti nella loro relazione forniscono delle analisi specifiche per le loro 3 ipotesi, per comprendere o meno la loro veridicità.

1. Riguardo alla prima ipotesi, sull'analisi di un ampio campione di obbligazioni verdi e di obbligazioni standard, hanno individuato un premio verde, cioè, le obbligazioni verdi sono emesse a uno spread di rendimento inferiore di 6,94 punti base rispetto alle obbligazioni societarie emesse da società simili. Tuttavia, confrontando il differenziale di rendimento

all'interno della stessa società emittente nel medesimo anno, non si è trovata alcuna differenza di prezzo significativa. Da ciò si è dedotto che la reazione positiva del mercato va oltre i benefici diretti dell'eventuale minor costo del debito per gli emittenti; quindi, non ci sono prove significative a favore della prima ipotesi.

2. Dall'analisi della seconda ipotesi, risulta che è presente un aumento del 7,9% della proprietà istituzionale, in particolare da parte delle istituzioni nazionali, delle imprese emittenti di green bond rispetto alle aziende che emettono obbligazioni convenzionali. Inoltre, è possibile notare che gli Hedge Fund hanno aumentato le loro partecipazioni in imprese che emettono green bond. Questi risultati dimostrano che gli investitori sono più attratti dalle imprese che si impegnano nelle tematiche "green".
3. Dall'analisi della terza ipotesi è risultato che il fatturato delle aziende aumenta in modo significativo in relazione all'emissione di obbligazioni verdi. Inoltre, anche il volume di ricerca di Google aumenta nei giorni dell'emissione. Tali prove suggeriscono che il mercato presta effettivamente attenzione all'emissione di obbligazioni verdi di un'azienda. Inoltre, troviamo un miglioramento significativo nella liquidità delle azioni in termini di differenza tra domanda e offerta, oltre all'aumento della misura Amihud delle imprese emittenti di green bond rispetto alle imprese che emettono obbligazioni corporate convenzionali. Questo risultato suggerisce che è presente una relazione direttamente proporzionale tra i media e gli investitori, maggiore è l'attenzione dei media per l'emissione, maggiore è il numero degli investitori interessati. Quindi ciò supporta l'ipotesi "attenzione degli investitori" piuttosto che l'ipotesi "fondamentale" perché se gli investitori credono all'alta valutazione a lungo termine degli emittenti di obbligazioni verdi, manterranno lo stock piuttosto che realizzare il guadagno in modo tale che la liquidità dello stock diminuirà.

In sintesi i risultati suggeriscono che l'emissione di obbligazioni verdi da parte dell'azienda è vantaggiosa per i suoi azionisti. Questo è dovuto anche al fatto che l'etichettatura di un'obbligazione come "green" ha richiesto il rispetto degli standard indicati dall'ICMA, dalla Comunità Europea o dalla Climate Bonds Initiative ed inoltre ha ricevuto una revisione esterna indipendente. Ciò comporta un altro grado di trasparenza e una diminuzione dell'asimmetria informativa, tra emittenti e investitori, i quali potranno quindi con maggiore consapevolezza investire in tali prodotti finanziari.

## **Paragrafo 4.4**

### I BTP Green

Per supportare la transizione ecologica del Paese, lo Stato italiano ha emesso nuovi Titoli di Stato Green, i cui proventi sono destinati al finanziamento di progetti aventi un impatto positivo sull'ambiente. I BTP Green sono titoli la cui valuta è l'euro, a scadenza maggiore di 10 anni, le cui cedole sono posticipate semestrali con modalità di rimborso alla pari, in un'unica soluzione a scadenza.

I titoli possono essere scambiati dagli investitori istituzionali sia sul mercato secondario regolamentato all'ingrosso (Mercato Telematico dei titoli di Stato, MTS), per operazioni non inferiori a 2 milioni di euro, che su quelli non regolamentati, mentre, i risparmiatori individuali possono negoziare il titolo sul Mercato Telematico delle Obbligazioni e dei titoli di Stato, MOT), dove sono consentite operazioni dal taglio minimo di 1.000 euro, o sulle altre piattaforme di negoziazione, secondo il principio della *best execution* introdotto con la Mifid.

La modalità di collocamento viene scelta dal Tesoro e in base alle condizioni del mercato, e può avvenire tramite sindacato di collocamento o tramite asta marginale, con determinazione discrezionale del prezzo di aggiudicazione e della quantità emessa. In quest'ultimo caso, ciascun decreto di emissione descriverà nel dettaglio le caratteristiche dell'emissione e i termini del collocamento supplementare riservato agli Specialisti in titoli di Stato, tecnicamente configurato come una tranche successiva. Come per i BTP nominali, l'importo di ognuna delle 5 richieste che il singolo intermediario può effettuare non può essere inferiore a 500 mila euro. I prezzi offerti dagli operatori partecipanti all'asta possono variare di un centesimo di euro o multipli di tale cifra.

Per ogni titolo in emissione in asta, le commissioni sono riconosciute in base alla vita residua, in termini di numero di giorni intercorrenti tra la data di regolamento dell'asta e la scadenza del titolo, secondo quanto attualmente stabilito con apposita Comunicazione del Dirigente Generale del Debito Pubblico.

#### **Paragrafo 4.4.1**

##### Un esempio concreto: *BTP Green 2045*

Lo scorso marzo, il Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze ha disposto l'emissione di una prima tranche di buoni del Tesoro poliennali ("BTP Green"), con le seguenti caratteristiche:

importo: 8.500 milioni di euro

decorrenza: 30 ottobre 2020

scadenza: 30 aprile 2045

tasso di interesse: 1,50% annuo, pagabile in due semestralità, il 30 aprile ed il 30 ottobre di ogni anno di durata del prestito

data di regolamento: 10 marzo 2021

dietimi d'interesse: 131 giorni

prezzo di emissione: 99.168

rimborso: alla pari

L'importo minimo sottoscrivibile dei buoni del Tesoro poliennali è di €1.000,00 nominali e le sottoscrizioni potranno quindi avvenire per tale importo o importi multipli di tale cifra.

Il calcolo degli interessi semestrali è effettuato applicando il tasso cedolare espresso in termini percentuali all'importo minimo del prestito pari a €1.000,00. Il risultato ottenuto è moltiplicato per il numero di volte in cui detto importo minimo è compreso nel valore nominale oggetto di pagamento.

Nel caso di riapertura delle sottoscrizioni dell'emissione, il prezzo di riferimento rimane quello della prima tranche del prestito. I buoni medesimi sono ammessi alla quotazione ufficiale e sono compresi tra le attività ammesse a garanzia delle operazioni di rifinanziamento presso la Banca Centrale Europea.

L'offerta dei "BTP Green" avviene in conformità all'"Offering Circular".

Il prestito viene collocato, per l'intero importo, tramite un sindacato di collocamento coordinato dagli Specialisti in titoli di Stato, in qualità di lead manager, BNP Paribas, Crédit Agricole Corp. Inv. Bank, Intesa Sanpaolo S.p.A., J.P. Morgan AG e NatWest Markets N.V., e dai restanti Specialisti in titoli di Stato italiani, in qualità di co-lead manager.

L'emissione è avvenuta seguendo le linee guida del Quadro di riferimento per l'emissione di titoli di Stato green, redatto in conformità ai "Green Bond Principles (GBP)" elaborati dall'ICMA. Inoltre, è stata svolta la Second Party Opinion, una valutazione indipendente, che è stata rilasciata da Vigeo Eiris SAS (V.E.), la quale ha certificato ex ante la coerenza dell'approccio utilizzato nel Green Bond Framework con gli obiettivi ambientali perseguiti

dalla Repubblica Italiana, nonché la conformità dello stesso ai Green Bond Principles elaborati dall'ICMA.

Detta emissione ha avuto un grande successo, con una partecipazione di circa 530 investitori, di cui oltre la metà ESG, per una domanda complessiva di oltre €80 miliardi, stabilendo il record di richieste nelle emissioni inaugurali di Green Bond sovrani in Europa.

Anche nel mese di ottobre 2021, in occasione della riapertura della seconda tranche, il numero di investitori è stato notevole, circa 350, di cui quasi la metà di tipo ESG.

Le somme incassate come indicato dall'Art. 7 del Decreto Ministeriale, sono state destinate al finanziamento e/o al rifinanziamento di misure a sostegno di programmi di spesa orientati al contrasto ai cambiamenti climatici, alla riconversione energetica, all'economia circolare, alla protezione dell'ambiente e alla coesione sociale e territoriale, conformemente a quanto disposto dalla "legge di bilancio 2020" e successive, nonché a quanto indicato nel Green Bond Framework. In particolare, i proventi raccolti saranno destinati per un pari ammontare alle spese presenti nel bilancio dello Stato per gli anni dal 2018 al 2021. Tali spese ricadono sotto le sei categorie di spesa del suddetto Green Bond Framework:

1. Fonti rinnovabili per la produzione di energia elettrica e termica
2. Efficienza energetica
3. Trasporti
4. Prevenzione e controllo dell'inquinamento ed economia circolare
5. Tutela dell'ambiente e della diversità biologica
6. Ricerca

Tali spese andranno a finanziare 7 degli obiettivi per lo sviluppo sostenibile, indicati nell'Agenda 2030.

I 7 obiettivi sono i seguenti:

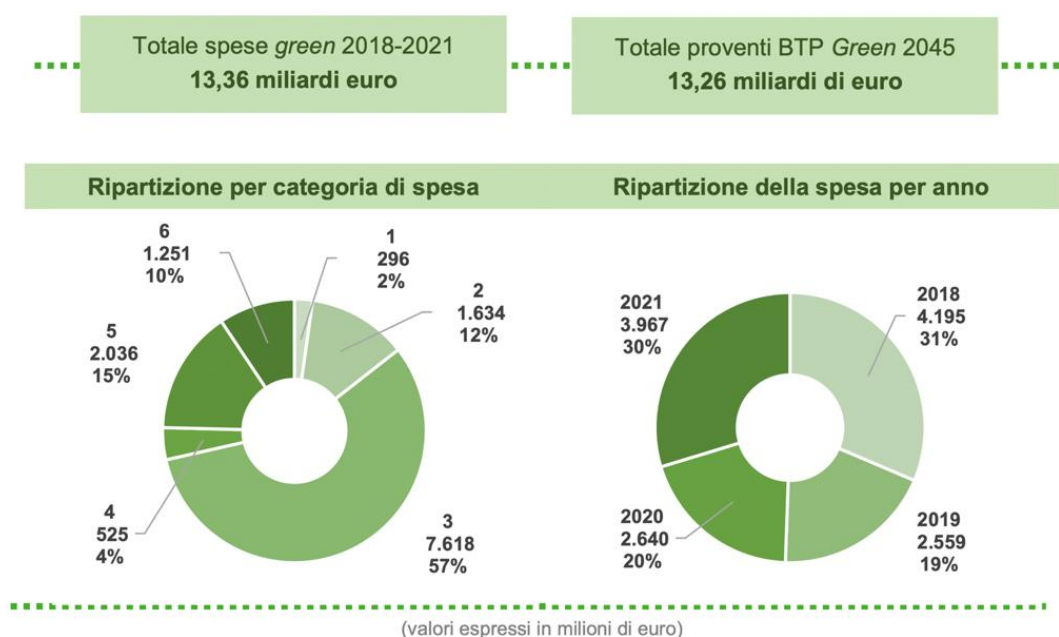
- Acqua pulita e servizi igienico-sanitari (obiettivo 6)
- Energia pulita e accessibile (obiettivo 7)
- Città e comunità sostenibili (obiettivo 11)
- Consumo e produzione responsabili (obiettivo 12)
- Lotta contro il cambiamento climatico (obiettivo 13)
- Vita sott'acqua (obiettivo 14)
- Vita sulla Terra (obiettivo 15)

Esaminando le destinazioni delle spese indicate nei capitoli di bilancio dei vari Ministeri, nel Rapporto di Allocazione e Impatto BTP Green 2022, per ciascun anno del periodo 2018-2021, le spese sono state raggruppate per finalità omogenee all'interno delle sei categorie, prima indicate.



La tabella e i grafici, presentati, illustrano l’allocazione dei proventi raccolti nel 2021 dalle emissioni del BTP Green 2045, rispetto alle 6 categorie di spesa green sostenute dallo Stato italiano, redatte sulla base degli obiettivi ambientali espressi dalla Tassonomia europea delle attività sostenibili ed indicate nel GBF pubblicato il 25 febbraio 2021.

Le spese considerate ammissibili, selezionate dal bilancio dello Stato italiano e relative all’anno di emissione delle prime due tranches del BTP Green 2045, ossia l’anno 2021, e ai tre anni precedenti, quindi 2018, 2019 e 2020, ammontano a 13,36 miliardi di euro, a fronte di 13,26 miliardi di euro di proventi derivanti dal BTP Green 2045.



Fonte: Rapporto di Allocazione e Impatto BTP Green 2022

Cat.	Descrizione categoria	2018	2019	2020	2021	Totale
- 1 -	Fonti rinnovabili per la produzione di energia elettrica e termica	59.600.000	123.000.000	54.210.000	59.600.000	296.410.000
1.1	Incentivi fiscali per energia da fonti rinnovabili	59.600.000	123.000.000	54.210.000	59.600.000	296.410.000
- 2 -	Efficienza energetica	1.634.200.000	-	-	-	1.634.200.000
2.1	Incentivi fiscali per efficientamento energetico degli edifici	1.634.200.000	-	-	-	1.634.200.000
- 3 -	Trasporti	1.541.829.911	1.585.533.631	1.726.065.913	2.764.543.739	7.617.973.193
3.1	Metropolitane	189.812.933	50.496.099	126.519.786	257.749.971	624.578.790
3.2	Contributi trasporto merci (ferroviario)	22.890.186	135.395.645	99.906.193	232.756.325	490.948.349
3.3	Interventi per il trasporto rapido di massa	23.227.928	98.666.507	96.893.860	109.088.405	327.876.701
3.4	Spese e contributi per infrastrutture ferroviarie e linee AV/AC	1.299.478.049	1.299.404.776	1.400.798.404	2.160.800.502	6.160.481.731
3.5	Sistema idroviario padano-veneto	6.420.815	1.570.604	1.947.669	4.148.534	14.087.622
- 4 -	Prevenzione e controllo dell'inquinamento e economia circolare	109.176.691	113.043.223	176.964.268	125.563.585	524.747.766
4.1	Contrasto all'inquinamento marino	47.551.863	31.616.683	41.830.413	45.597.893	166.596.852
4.2	Piani per il recupero ambientale e ciclo integrato dei rifiuti	4.865.840	6.175.244	59.941.609	43.503.959	114.486.652
4.3	Interventi di depurazione delle acque	55.391.800	75.236.295	70.645.565	33.549.169	234.822.828
4.4	Disinquinamento e miglioramento della qualità dell'aria	1.367.188	15.000	4.546.681	2.912.564	8.841.433
- 5 -	Tutela dell'ambiente e della diversità biologica	522.738.787	437.623.093	512.010.705	563.694.528	2.036.067.113
5.1	MO.S.E. e salvaguardia laguna veneta	213.210.000	37.698.614	56.857.170	53.943.836	361.709.619
5.2	Infrastrutture idriche	65.073.683	120.560.187	69.739.718	196.823.664	452.197.252
5.3	Aree Marine Protette, Parchi nazionali e Riserve Naturali Statali	77.795.295	76.352.491	72.867.609	421.398	227.436.794
5.4	Difesa del suolo e interventi contro il dissesto idrogeologico	166.659.809	203.011.801	312.546.208	312.505.629	994.723.447
- 6 -	Ricerca	327.656.169	299.482.833	170.912.429	453.327.605	1.251.379.036
6.1	Contributo all'ENEA	211.133.248	276.463.410	141.180.591	453.327.605	1.082.104.854
6.2	Contributo al Centro Euro-Mediterraneo per i cambiamenti climatici	5.000.000	5.000.000	5.000.000	-	15.000.000
6.3	Partecipazione al ECMWF	5.226.913	5.741.456	6.037.263	-	17.005.632
6.4	Contributo OGS a supporto ricerca scientifica base antarctica	13.000.000	-	4.000.000	-	17.000.000
6.5	Progetto sulla fusione nucleare INTER-DDT	-	-	10.000.000	-	10.000.000
6.6	Interventi di promozione dello sviluppo sostenibile	3.078.146	10.277.966	4.694.575	-	18.050.687
6.7	Contributo CNR-IRBIM: Stazione zoologica Anton Dohrn di Napoli	-	2.000.000	-	-	2.000.000
6.8	Contributo all'ISPRA	90.217.863	-	-	-	90.217.863
	<b>Totale categorie</b>	<b>4.195.201.558</b>	<b>2.558.682.779</b>	<b>2.640.163.314</b>	<b>3.966.729.456</b>	<b>13.360.777.108</b>

Fonte: Rapporto di Allocazione e Impatto BTP Green 2022

Nel corso del quadriennio 2018-2021 la principale voce di spesa è la categoria dei trasporti (categoria 3), che corrisponde al 57,0% della spesa complessiva, relativa a investimenti in conto capitale (infrastrutture ferroviarie, elettrificazioni di tratte ferroviarie, realizzazione di nuove tratte di Alta Velocità/Alta Capacità e a contributi di sostegno alla mobilità ferroviaria di persone e merci).

Alla categoria riguardante la tutela dell'ambiente e della diversità biologica (categoria 5), è stata destinata una quota pari al 15,2% della spesa complessiva sul medesimo periodo. Essa include gli interventi a difesa del suolo e contro il dissesto idrogeologico, gli investimenti in infrastrutture idriche, nonché le spese finalizzate alla realizzazione del Modulo Sperimentale Elettromeccanico (MO.S.E.).

Alla categoria relativa all'efficienza energetica (categoria 2), è stata destinata una quota pari al 12,2% delle spese complessivamente rendicontate. Si tratta di misure di agevolazione concesse per le spese sostenute per interventi di riqualificazione energetica degli edifici.

Il 9,4% della spesa complessiva è stato riservato alla ricerca (categoria 6), la quota più rilevante riguarda l'Agenzia nazionale per le nuove tecnologie, l'energia e lo sviluppo economico sostenibile (ENEA).

Infine, le misure di prevenzione e controllo dell'inquinamento ed economia circolare (categoria 4) e quelle di incentivazione per la produzione di energia da fonti rinnovabili (categoria 1) costituiscono, rispettivamente il 3,9% e il 2,2% della spesa green complessivamente rendicontata nel quadriennio 2018-2020.

Le spese ammissibili includono le spese fiscali, le spese in conto capitale, le spese correnti e i trasferimenti (ad esempio i sussidi) a favore di soggetti esterni o interni alla pubblica amministrazione, nella misura in cui siano finanziate dalla fiscalità generale e contribuiscano al raggiungimento degli obiettivi ambientali delineati dalla Tassonomia europea delle attività sostenibili. Non sono considerate ammissibili, le spese, o le quote di spese, per le quali lo Stato italiano ha disposto finanziamenti specificatamente dedicati. Nel rispetto del principio di trasparenza e di lotta al "green-washing", sono stati esclusi i capitoli per i quali sono state individuate potenziali criticità nel monitoraggio e nella rendicontazione. Infine, si specifica che i ricavi netti delle emissioni di titoli di Stato green possono essere destinati ad agenzie pubbliche, imprese pubbliche e private, autorità locali, istituti di istruzione e ricerca, così come alle famiglie.

Di seguito si riporta l'andamento grafico di prezzo, rendimento e volumi del BTP Green 2045 dall'emissione, 08/03/2021, al 08/03/2022.



Fonte: Rielaborazione personale su dati Bloomberg

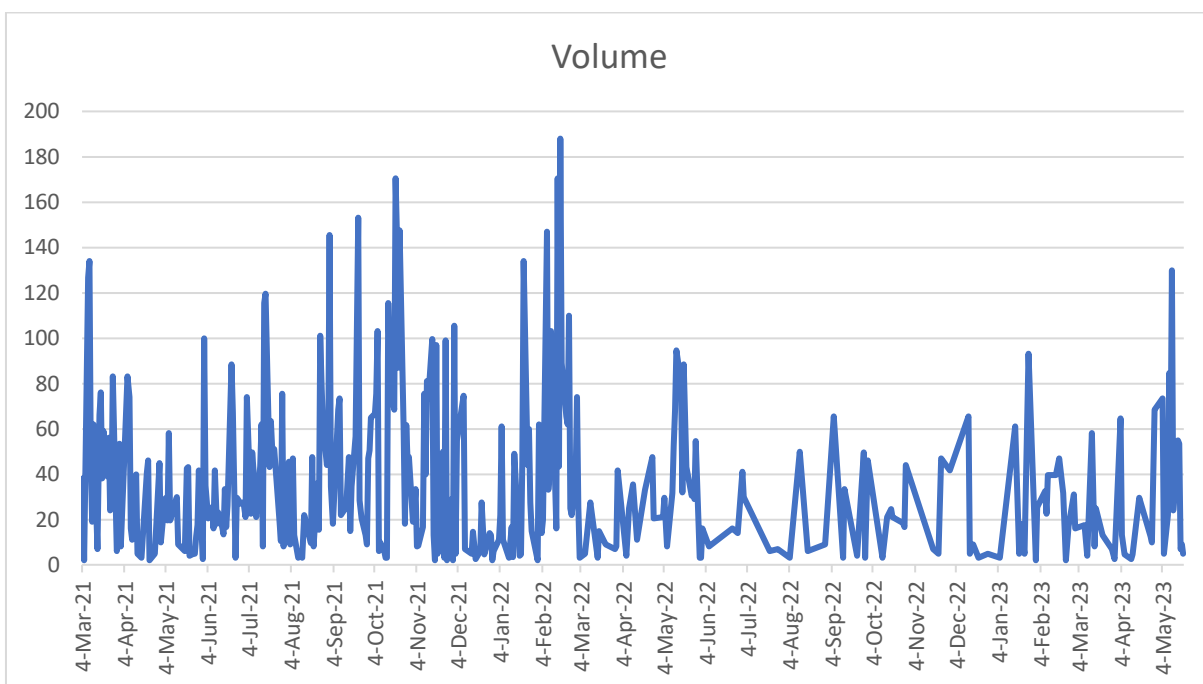
Subito dopo l'emissione, il prezzo del BTP Green è lievemente salito per effetto dell'acquisto di investitori che non avevano sottoscritto il bond in fase di asta; successivamente il prezzo ha seguito l'andamento di mercato dei BTP benchmark. In particolare, verso la fine del 2021, per effetto di una attesa di aumento dei tassi di interesse, dovuto alla pubblicazione dei dati sull'inflazione europea, molto più alti rispetto alle attese, il rendimento dei BTP, e quindi anche del BTP Green, è iniziato ad aumentare. Il culmine nel periodo considerato si è avuto a febbraio del 2022, quando il mercato ha iniziato a ipotizzare una forte risalita dei tassi di interesse, parzialmente attenuata poi dallo scoppio del conflitto in Ucraina.

L'andamento dei volumi scambiati sul mercato regolamentato, dopo un picco iniziale dovuto alle richieste del titolo da parte di investitori istituzionali, si è assestato su volumi sostanzialmente in linea con titoli di pari scadenza.

Il forte rialzo dei tassi di interesse della Banca centrale ha portato il rendimento del titolo a livelli massimi (circa 4,85%) ad inizio del 2023 in concomitanza con aspettative più forti di un rialzo dei tassi, con lo spread rispetto al pari scadenza tedesco rimasto pressoché invariato e caratterizzato da una volatilità piuttosto contenuta.



Fonte: Rielaborazione personale su dati Bloomberg.



Fonte: Rielaborazione personale su dati Bloomberg.

## CONCLUSIONI

Negli ultimi anni il riscaldamento globale e l'inquinamento hanno creato danni sempre più gravi all'ambiente. La necessità di intervenire ha coinvolto anche il mondo della finanza e si è così sviluppato il settore della finanza sostenibile con lo scopo ultimo di salvaguardare l'ambiente senza rinunciare ad un adeguato ritorno finanziario. Anche i governi hanno implementato le loro strategie per diminuire, se non eliminare, gli impatti negativi che questi fenomeni hanno sull'ambiente e soprattutto stanno utilizzando nuovi mezzi per finanziare tale cambiamento. Le società hanno rivisto i loro piani di investimento, finanziando progetti eco-sostenibili ed aumentando così il livello di responsabilità aziendale.

I green bond e gli altri strumenti green rappresentano perciò un segmento del mercato dei titoli in forte crescita che attraggono molti investitori: sia quelli più sensibili all'impatto positivo sull'ambiente, sia quelli tradizionali che però vogliono diversificare il loro portafoglio con questi nuovi strumenti. Questo interesse è dimostrato dai dati relativi ai green bond: la loro domanda eccede infatti molto spesso l'offerta.

Governi, società, istituzioni sovranazionali sono, inoltre, incentivati ad incrementare le emissioni di titoli green anche perché possono, tra le altre cose, ottenere un rating più elevato e quindi ridurre il costo del loro indebitamento.

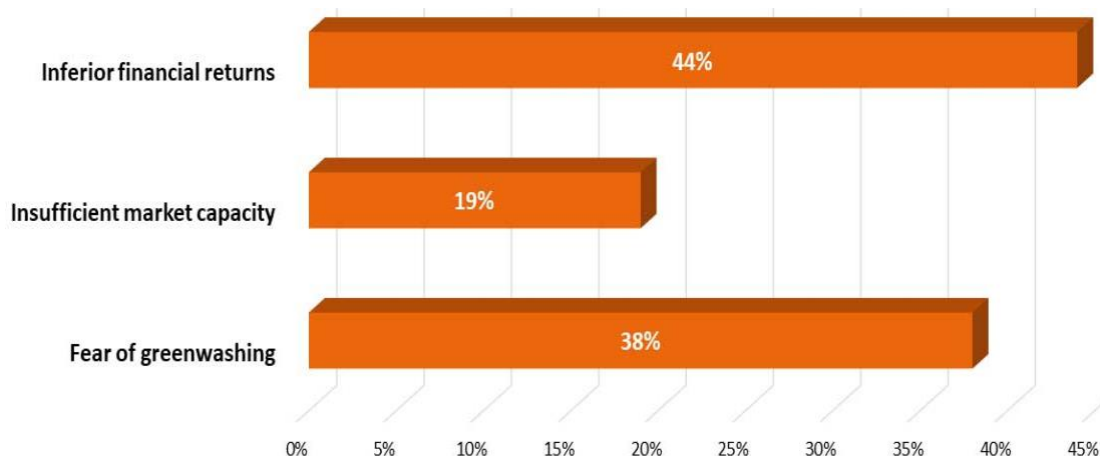
Gli investitori, inoltre, sono a loro volta disposti a rinunciare ad una piccola parte di rendimento, rispetto ai titoli tradizionali, perché l'impatto ambientale positivo è da loro considerato apprezzabile.

Tuttavia, i problemi più frequenti rilevati rispetto ai green bond sono:

- rendimenti finanziari più bassi rispetto alle altre obbligazioni
- ambientalismo di facciata.

In base ad un sondaggio condotto da Teresa Platan, Vice CIO presso l'Università di Helsinki, e dal suo team, risulta che il timore di generare rendimenti finanziari più bassi rappresenta la preoccupazione principale per gli investitori, che tuttavia sono disposti a rinunciare a qualche punto base di rendimento per poter esercitare un impatto positivo sull'ambiente.

## “Secondo l’opinione diffusa, qual è il più grande ostacolo agli investimenti nei green bond?”



Fonte: NN Investment Partners

Dall’analisi risulta che le obbligazioni verdi sono il simbolo dell’investimento responsabile, come è testimoniato dal boom di questo mercato, ma il timore più frequentemente espresso riguarda il pericolo di green washing, dovuto alle linee guida non strettamente vincolanti.

In molte emissioni, i report non spiegano in dettaglio come vengono utilizzati i proventi dell’emissione stessa; spesso le informazioni sul reale impatto ambientale sono nebulose o assenti, tanto che i proventi dei green bond potrebbero essere utilizzati per il rifinanziamento di debito “non green” dell’emittente.

Ciò rende evidente la necessità che siano fissate delle regole più stringenti e obbligatorie per la documentazione relativa ai green bond così come sta facendo l’Unione Europea.

L’auspicio degli investitori internazionali è che gli standard documentali pre e post emissione dei titoli green siano standardizzati nei diversi mercati internazionali, in modo tale che il mercato dei green bond possa essere sempre più trasparente, liquido e attrattivo per il maggior numero di investitori possibili.

## SITOGRAFIA

<https://www.consulenzavincente.it/finanza-sostenibile/>

<https://www.eurosif.org>

<https://sdgs.un.org/goals>

<https://www.agenziacoesione.gov.it/comunicazione/agenda-2030-per-lo-sviluppo-sostenibile/>

<https://wisesociety.it/ambiente-e-scienza/cop-per-il-clima/>

<https://unric.org/it/wp-content/uploads/sites/3/2019/11/Agenda-2030-Onu-italia.pdf>

<https://www.eurosif.org>

<https://www.eurosif.org/policies/eu-green-bond-standard/>

<https://www.nnip.com/it-IT/advisor/insights/articles/qual-e-il-piu-grande-ostacolo-agli-investimenti-nei-green-bond-in-base-all-opinione-diffusa>

[https://www.ilsole24ore.com/art/green-bond-ecco-perche-obbligazioni-verdi-non-fanno-sempre-bene-all-ambiente-ACsYcxa?refresh\\_ce=1](https://www.ilsole24ore.com/art/green-bond-ecco-perche-obbligazioni-verdi-non-fanno-sempre-bene-all-ambiente-ACsYcxa?refresh_ce=1)

<https://unric.org/it/agenda-2030/>

<https://www.icmagroup.org>

<https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/green-bond-principles-gbp/>

[https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2022-updates/Green-Bond-Principles\\_June-2022-280622.pdf](https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2022-updates/Green-Bond-Principles_June-2022-280622.pdf)

[https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/european-green-bond-standard\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/european-green-bond-standard_en)

<https://www.climatebonds.net>

[https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi\\_global\\_sotm\\_2021\\_02h\\_0.pdf](https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_global_sotm_2021_02h_0.pdf)

[https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi\\_sotm\\_2022\\_03e.pdf](https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_sotm_2022_03e.pdf)

<https://www.climatebonds.net/market/data/>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/obbligazioni/mot/btp/scheda/IT0005438004.html?lang=it>

<https://www.agenziacoesione.gov.it/comunicazione/agenda-2030-per-lo-sviluppo-sostenibile/>

<https://unric.org/it/agenda-2030/>



## **BIBLIOGRAFIA**

La finanza sostenibile. Strategie, mercato e investitori istituzionali, Alfonso Del Giudice, G. Giappichelli Editore, 2019

Abstract, quaderno di finanza sostenibile – Consob, S. Anchino, A. Ciavarella, P. Deriu, F. Fiore, S. Nocella, M. Tambucci, A. Turi con la collaborazione di G. Carotenuto, D. Gariboldi, S. La Civita, E. Levantini, A. Russo

Tang, D. Y., & Zhang, Y. (2018). Do shareholders benefit from green bonds? *Journal of Corporate Finance*. December

Mariani, M. (2011). *Finanza ambientale*. EGEA spa.