



Dipartimento di Impresa e Management

Corso di laurea in Economia e Management

Cattedra ESG Finanza Sostenibile

**La Finanza Sostenibile ed i Green
Bond, un nuovo finanziamento per la
sostenibilità**

Pierluigi Murru

RELATORE

Lorenzo Camerino Matr.275501

CANDIDATO

Anno Accademico AAAA/AAAA

2023/2024

Indice

<i>Introduzione</i>	4
---------------------------	---

Capitolo 1

“La consapevolezza ambientale”

1.1 La nascita della sostenibilità.....	6
1.2 Overview temporale.....	7

Capitolo 2

“ESG e Finanza Sostenibile”

2.1 Evoluzione criteri <i>ESG</i>	16
2.2 Evoluzione Finanza Sostenibile.....	18
2.2.1 Sviluppo del mercato green.....	21
2.3 Tipologia investimenti.....	22
2.3.1 Il punto di vista degli investitori.....	23
2.4 Tipologia assets.....	26

Capitolo 3

“Il campo normativo”

3.1 Regolamentazioni nel mondo.....	29
3.2 Le normative vigenti.....	33
3.2.1 Focus framework anglosassone.....	33
3.2.2 Focus framework europeo.....	35
3.3 Il Greenwashing.....	41
3.3.1 La Direttiva <i>European Green Claims</i> (GCD)	43
3.3.2 Le altre pratiche scorrette.....	45

Capitolo 4

“I Green Bond”

4.1 Cenni storici.....	47
4.2 Definizione.....	48
4.3 Confronto Green Bond e Brown Bond.....	50
4.4 Le normative.....	51

Capitolo 5

“L’importanza delle banche verso la transizione: caso studio UniCredit”

5.1 Introduzione UniCredit.....	56
5.1.1 UniCredit Unlocked.....	57
5.1.2 Net-Zero Banking Alliance.....	59
5.2 L’impegno di UniCredit.....	60
5.2.1 Settore Petrolio e gas.....	60
5.2.2 Settore Produzione energia elettrica.....	62
5.2.3 Settore Automotive.....	63
5.3 Analisi Green Bond UniCredit.....	64
5.3.1 Green Bond 2021.....	64
5.3.2 Green Bond 2022.....	65

Conclusioni.....	67
------------------	----

Bibliografia.....	68
-------------------	----

Sitografia.....	69
-----------------	----

Introduzione

Negli ultimi decenni, la consapevolezza riguardo l'impatto delle attività umane sull'ambiente è cresciuta esponenzialmente, come si evince dalla crescita dell'interesse pubblico per questi temi, dimostrato dalle numerose manifestazioni e proteste globali. Questo ha spinto le istituzioni internazionali ed europee ad organizzare conferenze ed incontri per discutere delle problematiche ambientali e pianificare misure per affrontarle. Portando alla nascita ed allo sviluppo di concetti chiave come la sostenibilità e la finanza sostenibile. Pertanto, la transizione verso un'economia più verde e sostenibile è diventata non solo una necessità ambientale, ma anche un'opportunità economica significativa. In questo contesto, la finanza sostenibile ed i Green Bond emergono come strumenti fondamentali per finanziare progetti che mirano a ridurre l'impatto ambientale e promuovere policy aziendali responsabili.

Una delle principali questioni che si pone è se sia possibile ottenere benefici per la società e l'ambiente senza compromettere il rendimento finanziario degli investimenti. In altre parole, l'obiettivo è applicare i principi dello sviluppo sostenibile all'ambito finanziario, creando valore a lungo termine attraverso investimenti che non danneggino le risorse naturali e l'ambiente.

La risposta a questo quesito è proprio la finanza sostenibile, che si presenta come un paradigma che integra i criteri ambientali, sociali e di governance (*ESG*) nelle decisioni di investimento e gestione del rischio. Questo approccio rappresenta una rivoluzione nel modo in cui il successo finanziario è misurato, spostando l'attenzione dal profitto a breve termine alla creazione di valore nel lungo periodo. L'inclusione di criteri *ESG* permette di valutare non solo la redditività economica, ma anche l'impatto sociale ed ambientale delle attività finanziarie.

All'interno di questo panorama, i green bond giocano un ruolo cruciale. L'emissione di tali strumenti finanziari rappresenta un impegno concreto da parte delle istituzioni finanziarie e delle aziende per sostenere la transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio.

Il presente elaborato si propone di esplorare in profondità questo settore emergente. Attraverso una revisione della letteratura esistente, l'analisi delle regolamentazioni vigenti ed anche lo studio di un caso specifico, come quello di UniCredit.

La trattazione di queste tematiche attuali e rilevanti è articolata in cinque capitoli.

Il primo capitolo della tesi affronta l'accrescimento della consapevolezza ambientale e lo sviluppo del concetto di sostenibilità. Viene tracciato un iter cronologico che parte dalle prime intuizioni del Club di Roma negli anni '60 e '70, fino ad arrivare alle iniziative più recenti come l'Agenda 2030 delle Nazioni Unite. Questa evoluzione storica evidenzia come la sostenibilità sia diventata una componente imprescindibile delle politiche globali e delle strategie di sviluppo economico.

Il secondo capitolo si concentra sui criteri *ESG* e sull'evoluzione della finanza sostenibile. Viene analizzata la nascita e la diffusione dei principi *ESG* e come questi abbiano influenzato le decisioni di investimento. Si esamina inoltre l'evoluzione del mercato della finanza sostenibile, analizzando le diverse tipologie di investimenti ed assets sostenibili, esplorando anche il punto di vista degli investitori in base ad un attuale studio eseguito da Capital Group.

Il terzo capitolo esplora il quadro normativo globale, in costante evoluzione, che regola la finanza sostenibile. Vengono analizzate le principali regolamentazioni adottate a livello internazionale, con un focus particolare sulle differenze tra l'approccio anglosassone e quello europeo. Si discute anche delle sfide legate al famigerato fenomeno del greenwashing, e di tutte le sue correlate sfumature scorrette.

Il quarto capitolo propone una panoramica su uno dei maggiori protagonisti nell'espansione della finanza sostenibile, il Green Bond. Passando da alcuni cenni storici al confronto con i brown bond, per poi finire con lo studio delle più rilevanti normative in materia, ovvero i *Green Bond Principles* ed il Regolamento *European Green Bond Standard*.

Infine, la tesi presenta uno caso studio approfondito su UniCredit, analizzando come una delle principali istituzioni finanziarie europee stia integrando la sostenibilità nelle sue operazioni. Questo caso studio fornisce un esempio pratico di come le banche possono e devono contribuire alla transizione verso un'economia sostenibile.

CAPITOLO 1 “La consapevolezza ambientale”

1.1 La nascita della sostenibilità

Il concetto di sostenibilità ambientale, è una nozione che ha cominciato a permeare il discorso pubblico soltanto negli ultimi decenni, si occupa di indagare le interazioni tra le attività umane e le condizioni biofisiche del pianeta, con l'obiettivo di un utilizzo responsabile e consapevole delle risorse naturali. Per gran parte della storia umana, le risorse della Terra sono state sfruttate in modo indiscriminato, senza considerare le ripercussioni a lungo termine. Il paradigma della sostenibilità ambientale mira a rivoluzionare questo approccio, proponendo un modello di sviluppo che sia compatibile con il benessere dell'ecosistema terrestre, sia a livello locale che globale.

All'interno di questo quadro concettuale, la crescita economica e sociale dovrà essere inevitabilmente armonizzabile con la preservazione dell'ambiente, attraverso il sostenimento di pratiche sostenibili. Ciò implica un insieme di strategie, obiettivi ed azioni finalizzate a bilanciare lo sfruttamento delle risorse con la necessità di mantenere l'equilibrio degli ecosistemi. Nel corso degli anni, il focus sulla protezione dell'ambiente si è ampliato per includere aspetti socioeconomici, come la riduzione del consumo di risorse, l'aumento dell'efficienza energetica e la promozione dell'equità sociale.

Il concetto di sviluppo sostenibile, di cui la sostenibilità ambientale è un pilastro fondamentale, è stato formalmente riconosciuto e promosso a livello globale attraverso l'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile delle Nazioni Unite, che integra la tutela ambientale con 17 Obiettivi di Sviluppo Sostenibile. Tale framework si basa sulla comprensione che le leggi della termodinamica governano l'interazione tra energia e materia, sottolineando l'importanza di un uso efficiente e consapevole delle risorse disponibili, per minimizzare le perdite energetiche e garantire la disponibilità di queste risorse per le generazioni future.

L'approccio alla sostenibilità si articola su tre assi fondamentali: sostenibilità ambientale, sociale ed economica. Questi tre pilastri devono operare in sinergia per realizzare un modello di sviluppo che non solo preservi l'integrità ecologica del pianeta ma promuova anche l'equità sociale e un benessere economico diffuso. In questo contesto, la sostenibilità ambientale assume un ruolo chiave, fungendo da catalizzatore per l'avanzamento dell'uguaglianza e la crescita economica, in una visione integrata ed interconnessa del progresso umano.

1.2 *Overview* temporale

L'interesse verso i temi della sostenibilità può essere fatto risalire all'opera pionieristica del Club di Roma¹, fondato nel 1968 da un elitario consesso di diplomatici, industriali e studiosi internazionali, convocati a Roma dall'industriale Aurelio Peccei e dallo scienziato Alexander King. L'intento era quello di superare la tendenza prevalente a limitarsi a previsioni a breve termine nelle questioni internazionali, concentrandosi in particolare sulle implicazioni dell'esaurimento potenziale delle risorse globali. La missione del Club di Roma era pertanto quella di trascendere le barriere tradizionali del sapere per offrire alla società una prospettiva più ampia su un problema ancora non adeguatamente riconosciuto.

Nel 1972, un rapporto commissionato dal Club al Massachusetts Institute of Technology (MIT), denominato "*The limits of growth*" e noto anche come Rapporto Meadows², segna una pietra miliare nella letteratura sulla sostenibilità. Questo studio si avvaleva dell'analisi di cinque variabili interconnesse: crescita demografica, produzione alimentare, industrializzazione, inquinamento e utilizzo delle risorse. Le conclusioni del rapporto evidenziavano una discrepanza significativa tra l'impatto dello sfruttamento delle risorse e la consapevolezza umana di tale impatto sull'ambiente e sulla società. La latenza in tale percezione si prospettava avere conseguenze devastanti, impedendo la formulazione di strategie alternative o di mitigazione in tempo utile e promuovendo un insostenibile ciclo di consumo anche di fronte all'esaurimento delle risorse.

Attraverso l'esplorazione di vari scenari futuri, il Rapporto Meadows sollecitava la società civile a ricercare un equilibrio tra lo sviluppo sostenibile e le necessità ambientali. Contrariamente a quanto si potrebbe dedurre, il rapporto non propugnava una stagnazione della crescita economica, denominata "crescita zero"³, bensì l'adozione di tecnologie rinnovate per evitare perturbazioni economiche sia a livello nazionale che internazionale. Il 2030 era indicato come un punto di non ritorno (*landing point*⁴), evidenziando l'urgente necessità di adottare misure per prevenire una crisi ecologica e sociale globale.

¹ Organizzazione senza scopo di lucro e senza finalità politiche, composto da scienziati, umanisti, economisti, politici, uomini d'affari e persone civili.

² Dennis Meadows è il coautore del rapporto al Club di Roma "I limiti dello sviluppo" per il quale ha ricevuto il prestigioso "Japan Prize" nel 2009.

³ Strategia per stabilizzare l'ambiente e le risorse naturali, limitando l'espansione economica ed il conseguente impatto ambientale.

⁴ Situazione ambientale senza speranza, in cui i processi innescati dall'uomo durante gli anni, sono ormai irreversibili

Grazie a questi contributi la nozione di sostenibilità ha guadagnato preminenza nel lessico globale, essendo assente sino ad all'ora. E la relazione tra sviluppo economico e degrado ambientale entra nell'Agenda delle Nazioni Unite. Tant'è che la sua genesi, del termine sostenibilità, può essere tracciata alla Conferenza delle Nazioni Unite su "L'Ambiente Umano" tenutasi a Stoccolma nel 1972, che ha segnato l'incipit della sua infiltrazione nel dialogo globale, trattando per la prima volta l'opportunità che lo sviluppo economico fosse compatibile con la protezione ambientale (principio n.13).

Al termine della Conferenza viene così adottata la Dichiarazione di Stoccolma, che contiene un piano d'azione strutturato in 109 raccomandazioni e 26 principi che si richiamano ai diritti umani fondamentali, ed in cui si afferma che le risorse naturali, così come la capacità della Terra di produrne di nuove, devono essere salvaguardate a beneficio delle generazioni presenti e future. Inizia, inoltre, ad emergere un'idea che viene oggi conosciuta come "principio di responsabilità" e che affida ai Paesi industrializzati il mandato di cooperare con i Paesi in via di sviluppo, soprattutto attraverso trasferimenti di tecnologia. Viene decisa, inoltre, l'istituzione del Programma per l'ambiente delle Nazioni Unite (*UNEP*), con sede a Nairobi, nonché un sistema di osservazione della Terra chiamato *Earthwatch* e attualmente integrato nell'*UNEP*.

Inizialmente, l'utilizzo del termine era strettamente associato alla protezione ambientale, fungendo da monito contro l'uso indiscriminato delle risorse naturali. Tuttavia, nel corso degli anni, la sua applicazione si è estesa, abbracciando una gamma più ampia di contesti. Questa evoluzione semantica riflette un approfondimento della comprensione collettiva della sostenibilità, riconoscendola come un concetto multidimensionale che permea diverse sfere del vivere umano, oltre la mera conservazione ambientale.

Successivamente, nel 1987, il panorama globale sulla sostenibilità venne ulteriormente arricchito dalla pubblicazione del Rapporto Brundtland. Questo documento deve il suo nome a Gro Harlem Brundtland⁵, all'epoca presidentessa della Commissione mondiale per l'ambiente e lo sviluppo delle Nazioni Unite (*WCED*). Conosciuto anche come "*Our Common Future*", il rapporto rivela i risultati conseguiti dalla *WCED*, introducendo e divulgando per la prima volta la nozione di sviluppo sostenibile ad un pubblico mondiale, definendolo nel seguente modo: "*lo sviluppo sostenibile è uno*

⁵ Prima donna Primo Ministro norvegese

sviluppo che soddisfi i bisogni del presente senza compromettere la possibilità delle generazioni future di soddisfare i propri⁶.”

Nell'ambito della suddetta definizione, non emerge una trattazione diretta delle caratteristiche intrinseche dell'ambiente, ma piuttosto l'illuminazione di un principio etico di primo piano: la responsabilità da parte delle generazioni d'oggi nei confronti delle generazioni future, abbracciando almeno due aspetti fondamentali dell'ecosostenibilità: la conservazione delle risorse naturali e la tutela dell'equilibrio ambientale del nostro pianeta.

La Conferenza delle Nazioni Unite sull'Ambiente e lo Sviluppo, tenutasi nel 1992 a Rio de Janeiro, rappresenta un'epocale pietra miliare nella governance ambientale globale. Conosciuta comunemente come il Summit della Terra di Rio, questa assemblea ha inaugurato un'era di dialogo incessante tra le nazioni, rafforzando la consapevolezza globale e il senso di responsabilità collettiva di fronte alle sfide ambientali e al cambiamento climatico. La conferenza ha visto la partecipazione di delegati provenienti da circa 180 Paesi e ha portato all'adozione di strumenti significativi per il futuro del pianeta, tra cui la Convenzione Quadro delle Nazioni Unite sui Cambiamenti Climatici (*UNFCCC*) e l'introduzione dell'Agenda 21.

L'Agenda 21, sebbene non vincolante sotto l'aspetto giuridico, costituisce un ambizioso piano d'azione globale volto a orientare la comunità internazionale verso percorsi di sviluppo sostenibile nel XXI secolo. Il documento mira a conciliare le esigenze di crescita economica con la protezione ambientale ed un utilizzo più sostenibile delle risorse non rinnovabili. Un'enfasi particolare viene posta sul capitolo 28, "*Iniziative delle amministrazioni locali a supporto dell'Agenda 21*", che attribuisce alle comunità locali un ruolo cruciale nell'implementazione delle strategie di sviluppo sostenibile. Questo riconoscimento si basa sulla comprensione che oltre il 45% della popolazione mondiale risiede in aree urbane, una proporzione che si prevede aumenterà fino al 63% entro il 2030. Il capitolo sottolinea l'importanza delle politiche e delle azioni a livello locale, nell'ottica che le decisioni prese nelle comunità urbane avranno un impatto significativo sul conseguimento degli obiettivi di sostenibilità a livello globale.

La Convenzione si prefisse tre obiettivi principali: la conservazione della biodiversità, l'uso sostenibile della biodiversità, ed una giusta ed equa ripartizione dei benefici derivanti dall'utilizzo

⁶ «Sustainable development is development that meets the needs of the present without compromising the ability of future generations to meet their own needs» Brundtland, G.H, 1987, Our Common Future, WCED

delle risorse genetiche. Il suo obiettivo generale è quello di incoraggiare azioni che porteranno ad un futuro sostenibile. Entrata in vigore nel 1994, ha dato vita ad incontri annuali conosciuti come Conferenze delle Parti (*COP*), finalizzati a monitorare e promuovere gli obiettivi e le problematiche socio-ambientali.

Tra gli incontri chiave si annoverano la COP1 di Berlino nel 1995, la Germania è stato il primo Paese ad ospitare la Conferenza delle Parti e anche se non sono stati raggiunti accordi importanti tra i 118 Paesi partecipanti a questa prima COP, la sua rilevanza deriva dal riconoscimento ufficiale del problema del cambiamento climatico. È stato il primo dibattito internazionale a trattarlo e su come affrontare il problema. Si è deciso di avviare studi ed analisi sullo stato del clima mondiale per avere una visione più chiara dell'entità della situazione e per discutere successivamente le misure necessarie.

Grazie alla COP1 è stato infuso un cambiamento di consapevolezza accettando che il cambiamento climatico sia un fatto reale così come le problematiche che ne possano derivare. È la nascita di una trasformazione sociale ed economica che continuerà a evolversi fino ai giorni nostri.

La COP3 a Kyoto nel 1997 ha portato il numero dei partecipanti a 169, esattamente 51 Paesi in più rispetto alla prima convention di Berlino di due anni prima. Il problema del cambiamento climatico cominciava a prendere piede e gli Stati sembravano prenderne coscienza. L'obiettivo era quello di stabilire linee d'azione più chiaramente definite sulla base degli studi che erano stati realizzati.

Durante la COP3 è stato adottato il cosiddetto protocollo di Kyoto, il primo grande accordo sul clima che ha obbligato legalmente i Paesi membri a stabilire leggi chiare per limitare le azioni che potrebbero contribuire negativamente al cambiamento climatico. L'obiettivo era quello di "*ridurre il totale delle emissioni di tali gas⁷ almeno del 5% rispetto ai livelli del 1990, nel periodo di adempimento 2008-2012*"⁸.

L'iniziativa strategica di cittadinanza d'impresa più ampia al mondo, si avrà però nel 2000 con il Patto mondiale delle nazioni unite (*United Nations Global Compact*). Si tratta di un progetto delle Nazioni Unite nato per incoraggiare le aziende di tutto il mondo a promuovere un'economia globale sostenibile, attraverso politiche sostenibili, il rispetto della responsabilità sociale d'impresa e

⁷ Ad effetto serra

⁸ Capoverso 1, Articolo 3, Protocollo di Kyoto della Convenzione Quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici

la pubblicazione dei risultati delle azioni intraprese: un'economia che si propone come rispettosa dei diritti umani e del lavoro, della salvaguardia dell'ambiente e della lotta alla corruzione.

Figura 1| *Global Compact Principles*



Fonte: UN

Mai, prima, era stata proclamata così nettamente la volontà di allineare gli obiettivi della comunità internazionale con quelli degli interessi privati del mondo degli affari.

Dal lancio ufficiale, avvenuto il 26 luglio del 2000, l'iniziativa è cresciuta continuamente, registrando la partecipazione di oltre 18.000 aziende provenienti da 160 Paesi nel mondo ed è diventato uno degli strumenti di lavoro e di riferimento fondamentale per i *sustainability manager*.

Un altro step cruciale nell'ambito dello sviluppo sostenibile è rappresentato dalla sottoscrizione nel settembre 2015 dell'Agenda 2030. L'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile è un programma d'azione per le persone, il pianeta e la prosperità sottoscritto dai governi dei 193 Paesi membri dell'ONU. Essa ingloba 17 Obiettivi per lo Sviluppo Sostenibile – *Sustainable Development Goals, SDGs* – in un grande programma d'azione per un totale di 169 'target' o traguardi. L'avvio ufficiale degli Obiettivi per lo Sviluppo Sostenibile ha coinciso con l'inizio del 2016, guidando il mondo sulla strada da percorrere nell'arco dei prossimi 15 anni: i Paesi, infatti, si sono impegnati a raggiungerli entro il 2030. L'Agenda 2030 porta con sé una grande novità: per la prima volta viene espresso un chiaro giudizio sull'insostenibilità dell'attuale modello di sviluppo, non solo sul piano ambientale, ma anche su quello economico e sociale, superando in questo modo definitivamente l'idea che la

sostenibilità sia unicamente una questione ambientale ed affermando una visione integrata delle diverse dimensioni dello sviluppo.

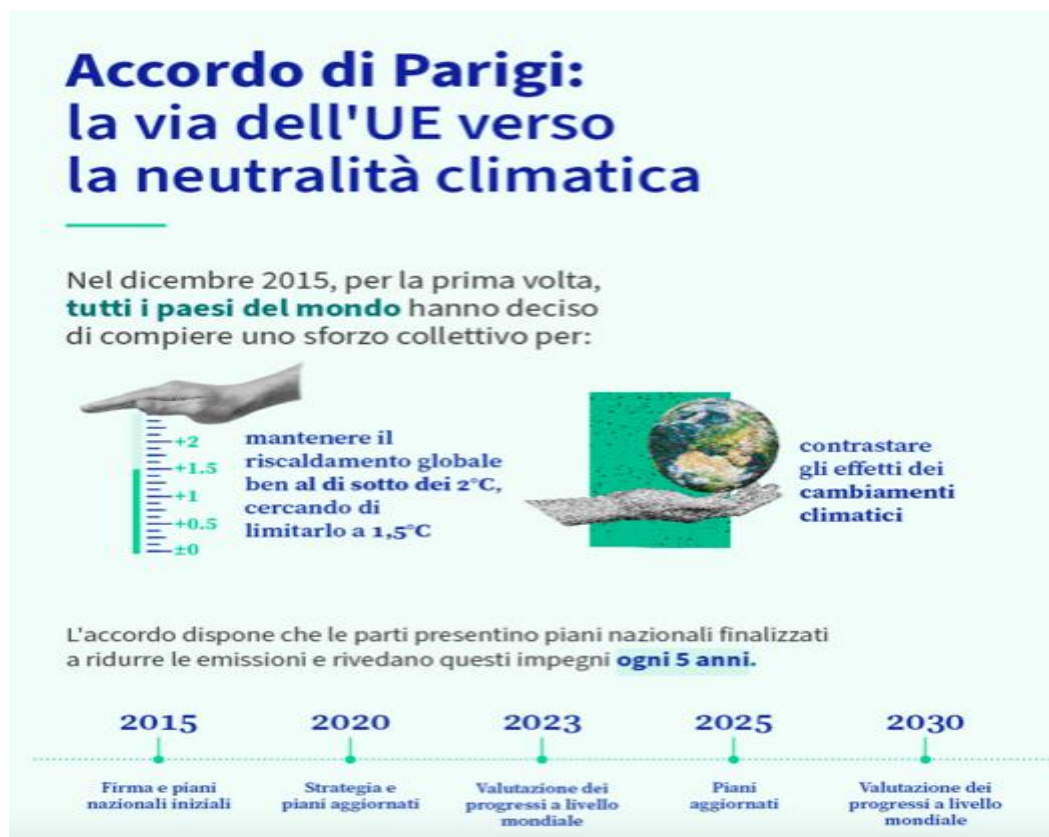
Figura 2| 17 Obiettivi per lo Sviluppo Sostenibile (SDGs)



Fonte: Agenzia per la Coesione Territoriale

Qualche mese dopo, dicembre 2015, si è tenuta a Parigi la ventunesima Conferenza delle Parti (COP21) sotto l'egida della Convenzione Quadro delle Nazioni Unite sui Cambiamenti Climatici (UNFCCC), culminando nella sottoscrizione dell'Accordo di Parigi. Questo trattato internazionale rappresenta un punto di svolta nella lotta contro il cambiamento climatico, impegnando i Paesi partecipanti a mantenere "l'aumento della temperatura media globale ben al di sotto di 2°C sopra i livelli preindustriali" e perseguire gli sforzi "per limitare l'aumento della temperatura a 1,5 °C rispetto ai livelli preindustriali". L'Accordo di Parigi articolato su tale base, mira ad azzerare le emissioni di gas serra entro il 2050, prevedendo per tale obiettivo un significativo trasferimento di risorse finanziarie dai Paesi sviluppati a quelli in via di sviluppo, al fine di facilitare la loro transizione verso modelli di sviluppo sostenibile ed a basse emissioni di carbonio. Inoltre, i Paesi aderenti hanno presentato i rispettivi piani d'azione, chiamati contributi determinanti a livello nazionale (NDC), con l'obiettivo di ridurre le rispettive emissioni. Ogni cinque anni, i governi dei Paesi aderenti si sono impegnati ai rispettivi piani d'azione, ciascuno dei quali fisserà obiettivi sempre più ambiziosi.

Figura 3| Punti cardine dell'Accordo di Parigi



Fonte: Consiglio dell'Unione Europea; Segretariato Generale, 2023

Per monitorare i risultati dell'Accordo di Parigi i Paesi hanno istituito un quadro di trasparenza rafforzato (*Enhanced Transparency Framework, ETF*), stabilito a livello internazionale, grazie al quale a decorrere dal 2024 gli Stati membri si impegneranno a fornire relazioni dettagliate e trasparenti riguardo le iniziative adottate ed i progressi compiuti nella mitigazione dei cambiamenti climatici, nell'attuazione di strategie di adattamento e nel supporto erogato o ricevuto.

Le informazioni aggregate attraverso l'ETF contribuiranno significativamente al processo di *Global Stocktake* (Bilancio Globale), il quale ha il compito di valutare i progressi complessivi verso il raggiungimento degli obiettivi climatici a lungo termine. Questo processo è finalizzato a stimolare i Paesi partecipanti a adottare piani di azione climatica di maggiore ambizione nelle successive fasi di implementazione, al fine di intensificare gli sforzi collettivi nella lotta contro i cambiamenti climatici.

Sebbene, oggi, ci sia la necessità inderogabile di aumentare massicciamente le iniziative di contrasto al cambiamento climatico per soddisfare gli obiettivi delineati nell'Accordo di Parigi, il periodo successivo alla sua ratifica ha segnato l'avvento di soluzioni innovative a basse emissioni di carbonio, nonché la nascita di nuovi mercati in questo ambito. Un numero crescente di Stati, enti territoriali ed entità corporative sta definendo traguardi di neutralità carbonica. Attualmente, le tecnologie e le prassi operative ad emissioni zero stanno emergendo come soluzioni competitive in ambiti economici responsabili di circa il 25% delle emissioni di gas serra, con particolare risalto nei settori energetico e dei trasporti, delineando un panorama ricco di opportunità commerciali per le entità pioniere in tale transizione. Si prospetta che, entro il 2030, le metodologie e le tecnologie a emissioni zero possano raggiungere una competitività estesa ai settori che complessivamente contribuiscono oltre il 70% delle emissioni globali, segnando un'epoca di trasformazione radicale nelle strategie di mitigazione del cambiamento climatico a livello globale.

Successivamente nel 2021 fu emanata la legge europea sul clima “*EU Fit for 55*”, rendendo l'obiettivo climatico di ridurre le emissioni di almeno il 55% entro il 2030, un obbligo giuridico. Inoltre, i Paesi dell'UE stanno lavorando ad una nuova legislazione per conseguire tale obiettivo e rendere l'UE climaticamente neutra entro il 2050.

Infine, in ordine cronologico, come ultimo evento per lo sviluppo della sostenibilità vi è stato il COP28 a Dubai, dal 30 novembre al 13 dicembre 2023. Dove è stato condotto il primo *Global Stocktake* nell'ambito dell'Accordo di Parigi, finalizzato a valutare i progressi compiuti a livello internazionale verso il raggiungimento degli obiettivi climatici delineati dall'accordo stesso.

L'esito di tale valutazione ha sottolineato l'urgente necessità di raggiungere il culmine delle emissioni globali di gas serra entro il 2025, prevedendo una diminuzione del 43% entro il 2030 e del 60% entro il 2035, in confronto ai livelli registrati nel 2019, per contenere l'incremento della temperatura globale entro 1,5 °C. L'analisi ha inoltre evidenziato il mancato rispetto, da parte di alcuni Stati, dei tempi previsti per il conseguimento degli obiettivi stabiliti dall'Accordo di Parigi, segnalando una criticità nella governance climatica internazionale.

“La Terra appartiene ai nostri figli. Non si tratta di uno slogan pubblicitario, ma di una verità esistenziale. Il prossimo decennio sarà decisivo e siamo pienamente impegnati a collaborare con ciascuno di voi per proteggere l'umanità.” – Charles Michel, presidente del Consiglio europeo, in occasione della COP28 –

Si è trattato anche l'impegno degli Stati membri di realizzare l'obiettivo di 100 miliardi USD fissato dall'accordo di Parigi e di raddoppiare i finanziamenti per l'adattamento. Nel complesso, l'UE ed i suoi Paesi sono il principale fornitore di finanziamenti per il clima a livello mondiale. Nel 2022 hanno

fornito contributi pari a 28,5 miliardi di EUR in finanziamenti per il clima da fonti pubbliche e hanno mobilitato altri 11,9 miliardi di EUR di finanziamenti privati per aiutare i Paesi in via di sviluppo a ridurre le emissioni di gas a effetto serra e ad adattarsi agli effetti dei cambiamenti climatici.

Questi eventi rappresentano tappe fondamentali nel percorso globale verso una gestione più sostenibile e responsabile dell'ambiente, evidenziando l'evoluzione della consapevolezza internazionale e l'incremento degli impegni nei confronti della mitigazione dei cambiamenti climatici.

CAPITOLO 2 “ESG & Finanza Sostenibile”

2.1 Evoluzione criteri *ESG*

L'acronimo *ESG*, il cui concetto trova origine nei primi anni del ventunesimo secolo, ha acquisito una definizione più consolidata e dati empirici adeguati ad analisi accurate solo in tempi relativamente recenti. Tale termine fu coniato nel 2004 in una pubblicazione intitolata “*Who Care Wins – Connecting Financial Markets to a Changing World*”⁹, questo report comprende tre dimensioni fondamentali: Ambientale (*Environmental*), Sociale (*Social*) e di Governance, divenute nel tempo indicatori chiave per valutare l'impatto e la performance di entità aziendali o organizzative sotto il profilo della sostenibilità delle dimensioni stesse.

Per quanto riguarda il fattore Ambientale, include la mitigazione e adattamento ai cambiamenti climatici, nonché l'ambiente più in generale (i.e. conservazione della biodiversità, prevenzione dell'inquinamento e l'economia circolare).

La componente Sociale riguarda questioni di disuguaglianza, inclusività, relazioni di lavoro, investimenti nelle persone e nelle loro competenze e comunità, nonché questioni relative ai diritti umani.

Infine, l'aspetto della Governance enfatizza l'importanza delle pratiche gestionali delle istituzioni pubbliche e private, questo criterio svolge un ruolo fondamentale nel garantire l'inclusione di considerazioni sociali ed ambientali nel processo decisionale.

La Governance può riarticolare l'attività aziendale verso i paradigmi di sostenibilità socio-ambientale, perciò è la più importante.

Nel report citato precedentemente, si elaborano linee guida finalizzate ad ottimizzare l'integrazione delle questioni ambientali, sociali e di governance (*ESG*), nella gestione dei patrimoni, nei servizi di brokeraggio di titoli e nelle diverse attività legate all'analisi ed alla ricerca di mercato. Attraverso questo documento, si propongono raccomandazioni rivolte ai principali attori del settore finanziario, inclusi analisti, enti finanziari, imprese, investitori, gestori di fondi pensione, consulenti finanziari,

⁹ Nel giugno del 2004, un gruppo di 20 tra le più importanti istituzioni finanziarie, con più di 6 trilioni in dollari di asset in gestione, pubblicò ed approvò questo *report* promosso dalle Nazioni Unite e dal governo svizzero.

organismi di regolamentazione, mercati azionari ed organizzazioni non governative. L'intento di queste direttive è di contribuire alla formazione di mercati finanziari più solidi, resilienti ed in grado di sostenere uno sviluppo sostenibile, elevando la fiducia reciproca fra le diverse entità finanziarie.

Figura 4| Raccomandazioni ai mercati finanziari



Fonte: Who Cares Wins Report

La nascita del concetto *ESG* rappresenta un cambiamento fondamentale nel modo in cui le imprese e gli investitori valutano il successo. Originariamente, le pratiche legate all'*ESG* erano considerate come una forma di responsabilità sociale d'impresa (*CSR*¹⁰), focalizzata principalmente sulla filantropia e sull'impatto positivo non direttamente legato al core business delle aziende. Tuttavia, con il passare del tempo, questi principi sono diventati essenziali per creare valore a lungo termine e hanno iniziato ad influenzare significativamente il mondo degli investimenti.

Nei decenni passati, eventi come le crisi energetiche ed ambientali degli anni '70¹¹ ed '80¹², insieme al rafforzamento delle tensioni geopolitiche, hanno portato le aziende, in particolare quelle di grandi dimensioni, ad adottare un approccio più responsabile verso l'ambiente e la società. Questo ha portato alla nascita di ruoli aziendali come il *CSR Manager* negli anni '90, e successivamente, con l'evoluzione del concetto verso la sostenibilità, alla figura del *Chief Sustainability Officer (CSO)* o del *Chief Responsibility Officer (CRO)*.

¹⁰ *Corporate Social Responsibility*, si intende "l'integrazione su base volontaria, da parte delle imprese, delle preoccupazioni sociali ed ambientali nelle loro operazioni interessate". Libro Verde della Commissione Europea, luglio 2021.

¹¹ Nel 1973 accadde l'imprevisto: l'*OPEC* (l'alleanza dei Paesi produttori di petrolio) decise di sospendere improvvisamente le forniture di greggio agli Stati occidentali.

¹² Nel 1979 si verificò un brusco rialzo nel mercato internazionale del petrolio a seguito della rivoluzione iraniana.

Oggi, i criteri *ESG* sono ampiamente riconosciuti ed utilizzati da un'ampia gamma di attori economici, inclusi fondi pensione, investitori, ed aziende di ogni dimensione, per guidare le decisioni di investimento e le strategie aziendali.

Inoltre, come già anticipato, l'Unione Europea sta definendo un nuovo quadro giuridico per promuovere un'economia sostenibile e combattere il cambiamento climatico, con l'obiettivo di raggiungere "emissioni zero" entro il 2050. Questo include l'introduzione di requisiti di rendicontazione più dettagliati e standard di rendicontazione di sostenibilità per le aziende, che dovranno essere *auditati* (il processo di audit è cruciale per garantire trasparenza ed affidabilità) e resi disponibili in un formato standardizzato.

La diffusione dei principi *ESG* ha anche portato alla nascita di nuove opportunità e sfide, come il rischio di *greenwashing*, ovvero l'adozione superficiale di pratiche sostenibili a fini di marketing, senza un reale impegno per il cambiamento. Tuttavia, con l'evoluzione del rating *ESG* e l'aumento della trasparenza, gli investitori e le aziende sono sempre più in grado di distinguere gli impegni autentici da quelli fraudolenti.

Questo panorama globale dimostra che la sostenibilità è divenuta una mega tendenza che attraversa tutti i settori, guidato dalla crescente consapevolezza che un futuro sostenibile è economicamente vantaggioso e cruciale per la sopravvivenza del nostro pianeta e di conseguenza dell'umanità.

2.2 Evoluzione Finanza Sostenibile

Questa spinta generale, degli enti governativi ed istituzionali, a condurre e promuovere azioni e comportamenti più sostenibili, in accordo con i criteri *ESG*, si è riflessa sul portante settore finanziario. Il quale ha il determinante compito di raccogliere, gestire ed investire correttamente i fondi destinati a pratiche *ESG*. Dando così inizio alla Finanza Sostenibile.

La finanza sostenibile si riferisce al processo di presa in considerazione delle implicazioni ambientali, sociali e di governance al momento di prendere decisioni di investimento nel settore finanziario, portando a maggiori investimenti a lungo termine in attività e progetti economici sostenibili. Si intende, perciò, un nuovo ramo della finanza che, sensibile alle tematiche ambientali, si rivolge a quegli investimenti *SRI* (*Sustainable and Responsible Investment*) che mirano non solo al profitto per l'investitore, ma anche alla salvaguardia dei fattori *ESG*.

Nella finanza sostenibile 1.0 troviamo alla base uno “*shareolder value*”, ossia una massimizzazione del profitto, ma evitando azioni “peccaminose”. Nella finanza sostenibile 2.0 l’approccio si rivolge agli *stakeholder* (lavoratori, clienti, azionisti, società, ambiente) dove non si massimizza più esclusivamente il *financial value*, ma il focus è sul valore integrato. Infine, nella finanza sostenibile 3.0 si perseguita principalmente il bene comune (*stewardship*), dove sfide ambientali e sociali vengono per prime, mantenendo però la sostenibilità finanziaria.

Sostanzialmente si differenzia dalla finanza tradizionale, per avere l’intento di creare un bene comune a lungo termine, anziché avere come unico obiettivo il valore per gli azionisti nel breve termine. Passa così da una finanza come “obiettivo” (massimizzazione del profitto) alla finanza come “mezzo” per sostenere la transizione verso un’economia sostenibile, ossia a basso consumo di carbonio, necessitando di capitale paziente a lungo termine.

È precisamente su questa necessità che si è sviluppato il concetto di finanza sostenibile, che si propone di ristabilire un legame tangibile con la realtà economica attraverso l’impiego di indicatori *ESG* quantificabili, rendendo tale legame esplicitamente misurabile. Indubbiamente, qualsiasi mutamento culturale richiede tempo ed una strategia complessa; ciò nonostante, è evidente che le pressioni sociali e le norme comportamentali delle società contemporanee esercitano un’influenza più estesa e penetrante sui comportamenti degli operatori finanziari rispetto al passato.

Il primo fondo che ha adottato un approccio sistematico all’investimento basato su criteri etici è stato istituito negli Stati Uniti nel 1928 sotto il nome di *Pioneer Fund*. Questo fondo ha riscosso particolare interesse tra gli investitori protestanti, poiché operava una selezione dei titoli finanziari escludendo le cosiddette “*sin stocks*” (azioni del peccato), ovvero quelle azioni riconducibili a settori considerati non etici come il tabacco, l’alcol e il gioco d’azzardo. Questa strategia di esclusione ha segnato l’inizio dell’impiego di principi etici nell’ambito degli investimenti.

Tuttavia, fino agli anni '70, la finanza etica (precursore della finanza sostenibile) non ha assunto un ruolo di primo piano. Il cambiamento è avvenuto grazie alla pressione delle proteste sociali che hanno evidenziato la necessità di incorporare considerazioni etico-sociali nelle strategie d’investimento. In particolare, la guerra in Vietnam ha catalizzato l’attivismo di fondi di matrice religiosa e di fondazioni universitarie americane, le quali hanno scelto di non investire in aziende che supportavano l’*effort* bellico statunitense. Questo periodo ha segnato il primo coinvolgimento significativo del settore laico nella finanza etica. In questo contesto, i fondi religiosi hanno enfatizzato la valenza economica degli investimenti etici, al fine di esercitare un impatto tangibile sul miglioramento della società, allineandosi alle dinamiche del mercato.

Il *Pax World Fund*, inaugurato nel 1971 negli Stati Uniti da due metodisti¹³, è riconosciuto come il pioniere dei fondi comuni basati su principi di investimento sostenibile. Questo fondo ha escluso dalla sua sfera di investimento le aziende coinvolte nel settore bellico ed altre attività giudicate moralmente inopportune, privilegiando invece quelle aziende che mostravano un rispetto per l'ambiente e per i diritti dei lavoratori. Tale approccio ha segnato l'avvio della pratica oggi conosciuta come finanza sostenibile.

Un importante catalizzatore per la finanza sostenibile fu la conferenza *SRI in the Rockies*, tenutasi per la prima volta nel 1990 negli Stati Uniti. Questo evento ha suscitato un notevole interesse a livello internazionale ed ha portato all'organizzazione di tale conferenza ogni anno, ad oggi considerata uno dei principali meeting nel campo della finanza sostenibile. Nel 1995, fu pubblicato il *Trend Report on SRI Finance*, il primo rapporto dedicato specificamente alla finanza sostenibile.

L'anno 2001 segnò un momento decisivo per la finanza sostenibile in Europa con la creazione da parte della Borsa di Londra dell'indice *FTSE-4Good*. Questo indice, il primo *SRI* in Europa, è rapidamente diventato uno dei più influenti a livello globale, insieme al *Dow Jones Sustainability Index (DJSI)*¹⁴.

Contestualmente nel 2001, in seguito ad un'iniziativa congiunta dei forum nazionali di Italia, Francia, Germania, Paesi Bassi e Regno Unito, e con l'appoggio della Commissione europea, è stata fondata l'associazione *Eurosif*. La principale organizzazione paneuropea di investimenti sostenibili e responsabili la cui missione è promuovere la sostenibilità attraverso i mercati finanziari europei. *Eurosif* lavora come una partnership di Forum nazionali sugli investimenti sostenibili (*SIF*)¹⁵ con sede in Europa con il sostegno diretto di oltre 65 organizzazioni affiliate. Questi affiliati membri includono investitori istituzionali, gestori patrimoniali, servizi finanziari, fornitori di indici e società di ricerca *ESG* per un totale di oltre €8 trilioni di attività. *Eurosif* è anche membro fondatore della *Global Sustainable Investment Alliance*, l'alleanza dei più grandi *SIF* di tutto il mondo. Le principali attività di *Eurosif* sono le politiche pubbliche, la ricerca e la creazione di piattaforme per coltivare le migliori pratiche di investimento sostenibile.

¹³ Luther Tyson e Jack Corbett, entrambi i quali avevano lavorato su questioni di pace, alloggio e occupazione per la Chiesa metodista unita.

¹⁴ Dow Jones Sustainability Indices, rappresentano una vasta gamma di indici utilizzati per valutare la performance di un gran numero di società quotate in borsa. In questo modo, gli investitori possono utilizzare questi indici come strumento per selezionare ed investire in società che dimostrano un impegno a lungo termine verso la sostenibilità e la responsabilità sociale.

¹⁵ Sustainable Investment Forum.

L'*SRI* ha poi spiccato il volo sotto l'impulso degli investitori istituzionali nel 2006, quando alcuni di loro assieme alle Nazioni Unite promuovono un'iniziativa globale a favore dell'investimento responsabile, gli *UN PRI* – i Principi per l'Investimento Responsabile dell'ONU – che annoverano oggi oltre 2.400 firmatari. L'adesione al *PRI* implica il rispetto e l'applicazione di sei principi fondamentali per costruire un ecosistema finanziario sostenibile e resiliente.

1. Integrare i fattori *ESG* nell'analisi finanziaria e nei processi decisionali riguardanti gli investimenti.
2. Essere azionisti attivi ed integrare i fattori *ESG* nelle politiche e nelle pratiche di azionariato.
3. Richiedere alle aziende oggetto di investimento la rendicontazione sui fattori *ESG*;
4. Promuovere l'adozione e l'attuazione dei principi nell'industria finanziaria;
5. Collaborare per migliorare l'attuazione dei principi;
6. Rendicontare periodicamente sulle attività e sui progressi compiuti nell'applicazione dei principi.

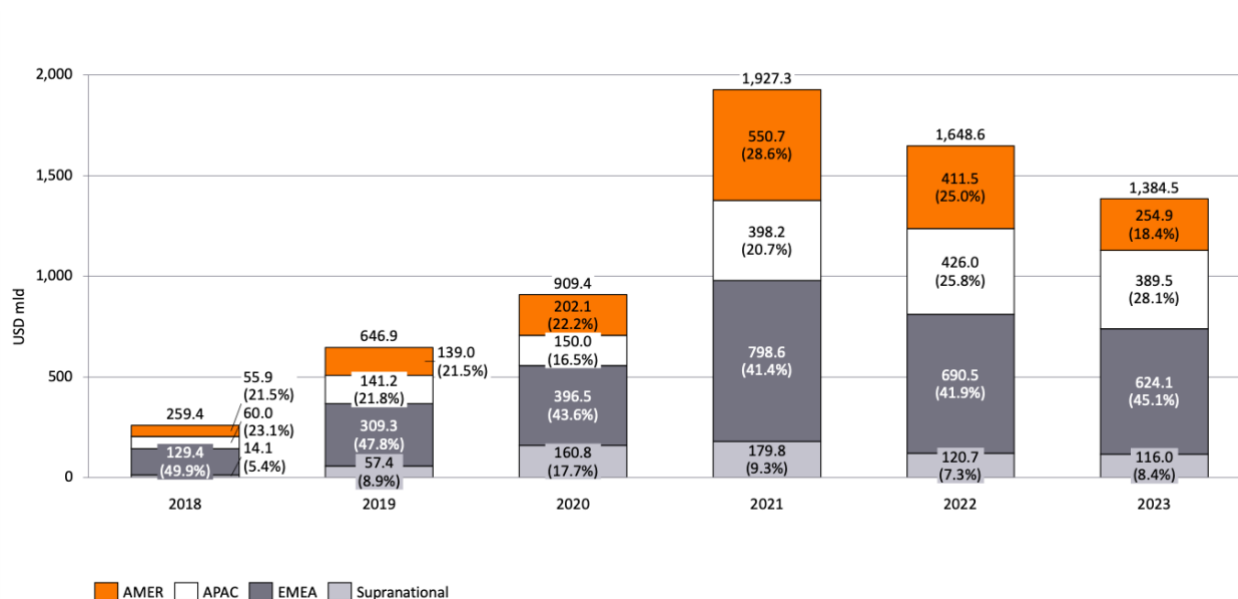
Tutto questo percorso con l'aggiunta della crisi finanziaria del 2008 e la recente pandemia di COVID-19, hanno ulteriormente evidenziato l'importanza di una finanza più attenta e responsabile, accelerando la diffusione del concetto *ESG* oltre i confini della finanza tradizionale.

2.2.1 Sviluppo del mercato *green*

L'evoluzione del mercato del debito sostenibile è un fenomeno che ha conosciuto un rapido sviluppo soprattutto negli ultimi anni. Sebbene il primo green bond sia stato emesso dalla Banca Europea per gli Investimenti (*BEI*) nel 2007 per 600 milioni di euro, questo mercato ha raggiunto una dimensione significativa solo di recente. Nel 2020, più di 400 miliardi di dollari di nuovi fondi sono stati raccolti sui mercati dei capitali, dei quali 357,5 miliardi di dollari da obbligazioni di sostenibilità e 76,5 miliardi di dollari da obbligazioni verdi (Nazioni Unite, 2020). Secondo il Global Market Insights il valore del mercato della finanza sostenibile ha raggiunto i 4,2 trilioni di dollari USA nel 2022 e si prevede che crescerà ad un tasso di crescita annuo composto (*CAGR*)¹⁶ del 22,4% tra il 2023 e il 2032, fino a raggiungere i 30,9 trilioni di dollari. Questa crescita è guidata dall'aumento degli investimenti ad impatto, dove gli investitori cercano rendimenti finanziari insieme ad impatti sociali ed ambientali misurabili.

¹⁶ “*Compound Annual Growth Rate*”, questo è un indice che mostra il tasso di crescita medio annuale di un investimento su un determinato periodo di tempo, assumendo che i guadagni vengano reinvestiti alla fine di ogni anno.

Figura 5| Ripartizione Finanza ESG per area geografica



Fonte: BloombergNEF

L'Europa ha mantenuto la sua posizione di leader in questo mercato, detenendo il 43% della gestione nell'emissione dei prodotti finanziari sostenibili, grazie principalmente alle dettagliate normative vigenti nel continente.

2.3 Tipologia investimenti

L'Investimento Sostenibile e Responsabile (*SRI*), come già anticipato, mira a creare valore per l'investitore e per la società nel suo complesso attraverso una tipologia di investimento orientata al medio-lungo periodo. Gli *SRI* possono essere declinati secondo varie strategie, ognuna contraddistinta da specifici obiettivi e metodologia. Di seguito le sei principali strategie:

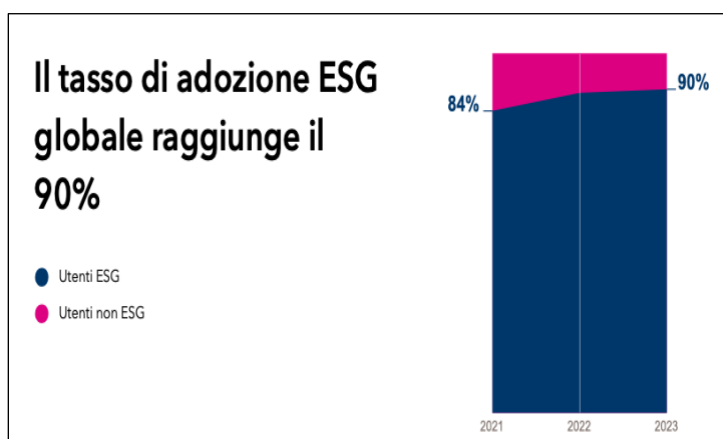
1. *Esclusioni*: approccio che prevede l'esclusione esplicita dei singoli emittenti o settori o Paesi dall'universo investibile, sulla base di determinati principi e valori. Tra i criteri più utilizzati: le armi, la pornografia, il tabacco, i combustibili fossili;
2. *Convenzioni internazionali*: selezione degli investimenti basata sul rispetto di norme e standard internazionali. Gli standard più utilizzati sono quelli definiti in sede OCSE, ONU o dalle Agenzie ONU;
3. *Best in class*: approccio che seleziona o pesa gli emittenti in portafoglio secondo criteri ambientali, sociali e di governance, privilegiando gli emittenti migliori all'interno di un universo, una categoria o una classe di attivo;

4. *Investimenti tematici*: è una strategia di investimento che mira a trarre profitto dalle tendenze o dalle tematiche emergenti in determinati settori o aree di interesse specifiche. Si concentrano su tendenze globali, tecnologiche, sociali o ambientali che si prevede avranno un impatto significativo sull'economia e sul mercato nel lungo periodo;
5. *Engagement*: comunicazione su questioni di sostenibilità. Processo finalizzato ad influenzare positivamente i comportamenti dell'impresa ed aumentare il grado di trasparenza;
6. *Impact investing*: investimenti in imprese, organizzazioni e fondi realizzati con l'intenzione di generare un impatto socio-ambientale positivo e misurabile, assieme ad un ritorno finanziario.

2.3.1 Il punto di vista degli investitori

Secondo uno studio¹⁷ eseguito da Capital Group¹⁸, l'adozione degli *ESG* da parte degli investitori globali ha raggiunto un apice notevole. La percentuale di adozione è cresciuta fino al 90%.

Figura 6| Tasso adozione *ESG* negli ultimi tre anni



Fonte: Capital Group

Correlato a questo raggiungimento vi è la progressiva attenuazione di alcune barriere che da tempo ostacolano una più ampia adozione. Per esempio, nonostante gli investitori continuino a identificare la qualità dei dati, la complessità normativa e la trasparenza informativa dei fondi come principali ostacoli, si registra un calo nell'intensità delle sfide presentate da queste aree.

Gli investitori sembrano adottare un approccio più proattivo e si percepiscono maggiormente capaci di gestire autonomamente tali sfide: maggiore è la loro conoscenza degli *ESG*, maggiori sono le strategie che sviluppano per superare le difficoltà correlate.

¹⁷ Lo studio globale della Capital Group è stato commissionato al fine di raccogliere le opinioni di 1.130 investitori globali (in 25 paesi differenti) sugli *ESG* attraverso un sondaggio online condotto da CoreData Research tra marzo e maggio 2023. Il campione include 565 investitori istituzionali e 565 investitori retail.

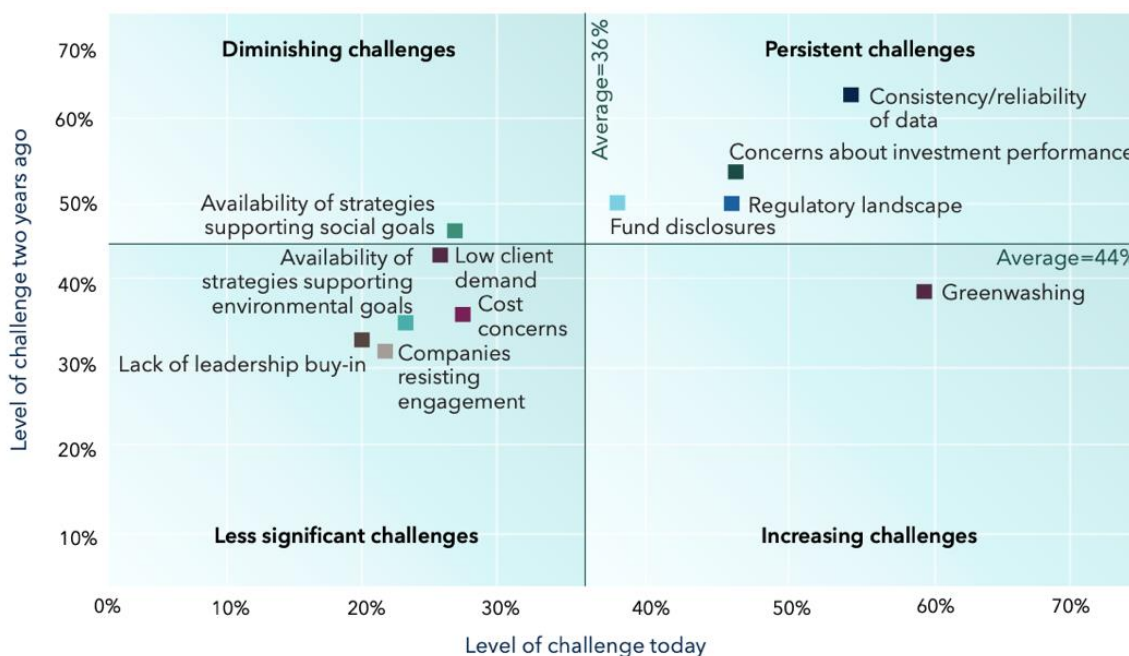
¹⁸ Capital Group è una delle più grandi società di Asset Management al mondo, con 2.300 miliardi di attività gestite.

Mentre nell'altra fazione di investitori, ossia i non-ESG, richiedono prove dimostranti una correlazione positiva tra ESG e risultati finanziari, e necessitano di dati che confermino l'efficacia degli ESG quale fattore di mitigazione del rischio. Questi sono i driver più rilevanti per l'adozione di una policy sostenibile.

L'obiettivo della conformità alla normativa ESG è ostacolato da un quadro regolatorio confuso, che crea un mosaico di standard diversi in tema di categorizzazione e pubblicazione di informazioni relative ai fondi. Da quanto riporta lo studio, la maggior parte degli investitori istituzionali (52%) e retail (54%) sostiene che l'assenza di un quadro normativo unitario per la categorizzazione dei fondi rende più difficile raggiungere gli obiettivi ESG. Si ritiene perciò necessario un quadro regolatorio perspicuo.

Anche se, la qualità dei dati rimane la sfida più significativa da affrontare per l'adozione dell'ESG oggi, tuttavia una buona percentuale di investitori (62%) sostiene che questa problematica era più grave due anni fa, evidenziando perciò il progresso che si sta compiendo in questo settore.

Figura 7 | Evoluzione della natura delle challenges ESG

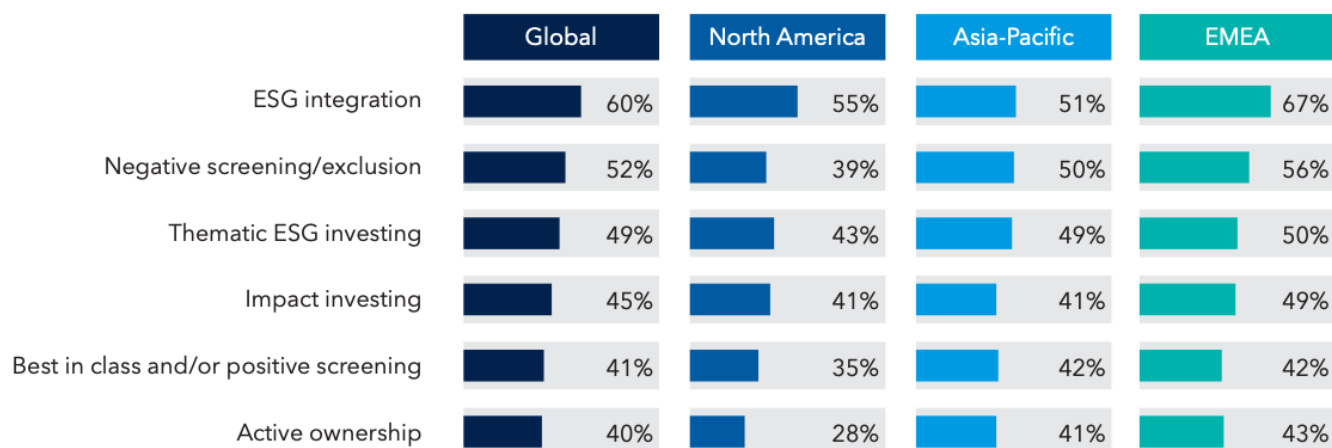


Fonte: Capital Group

Molti investitori sono convinti che l'approccio *ESG* possa migliorare i rendimenti degli investimenti. Prendendo sempre in considerazione lo studio effettuato da Capital Group, è emerso che la maggioranza (57%) degli intervistati ritiene che incorporare l'analisi *ESG* possa far emergere interessanti opportunità di investimento. Ed il 45% ritiene che l'integrazione *ESG* migliori la performance degli investimenti a lungo termine.

Come si può notare dalla figura sottostante l'integrazione *ESG* è l'approccio più utilizzato.

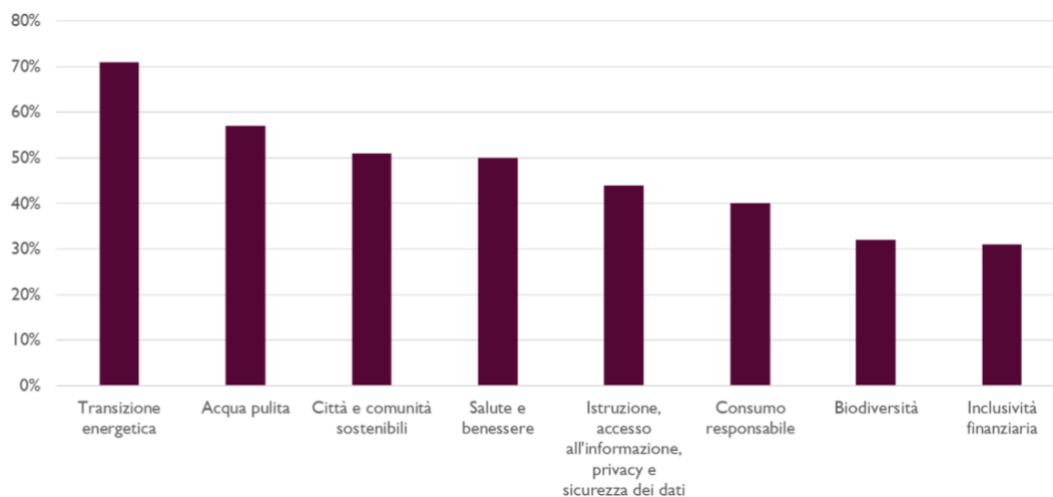
Figura 8| Approcci d'investimento *ESG*



Fonte: Capital Group

È stato condotto uno studio anche sui temi *ESG* più importanti nell'ambito degli investimenti tematici, dimostrando che il tema dell'ambiente è il più popolare fra gli investitori.

Figura 9| I temi *ESG* più importanti al livello globale



Fonte: Capital Group

2.4 Tipologia assets

Gli strumenti finanziari che incorporano considerazioni di sostenibilità ed orientano i capitali verso iniziative benefiche per la società e rispettose dell'ambiente possono essere classificati come asset di finanza sostenibile. Questi strumenti non soltanto offrono rendimenti economici, ma contribuiscono anche alla promozione di pratiche sostenibili dal punto di vista ambientale, sociale e di governance.

Tuttavia, la complessità e il grado di standardizzazione di questi strumenti di finanza sostenibile, attualmente presenti sul mercato, possono variare considerevolmente. Si osserva la presenza di strumenti finanziari ampiamente standardizzati e diffusi, come i green bonds e i fondi *SRI*, e di strumenti più complessi e personalizzati, che esigono una comprensione più approfondita ed una maggiore competenza specifica in materia di finanza sostenibile.

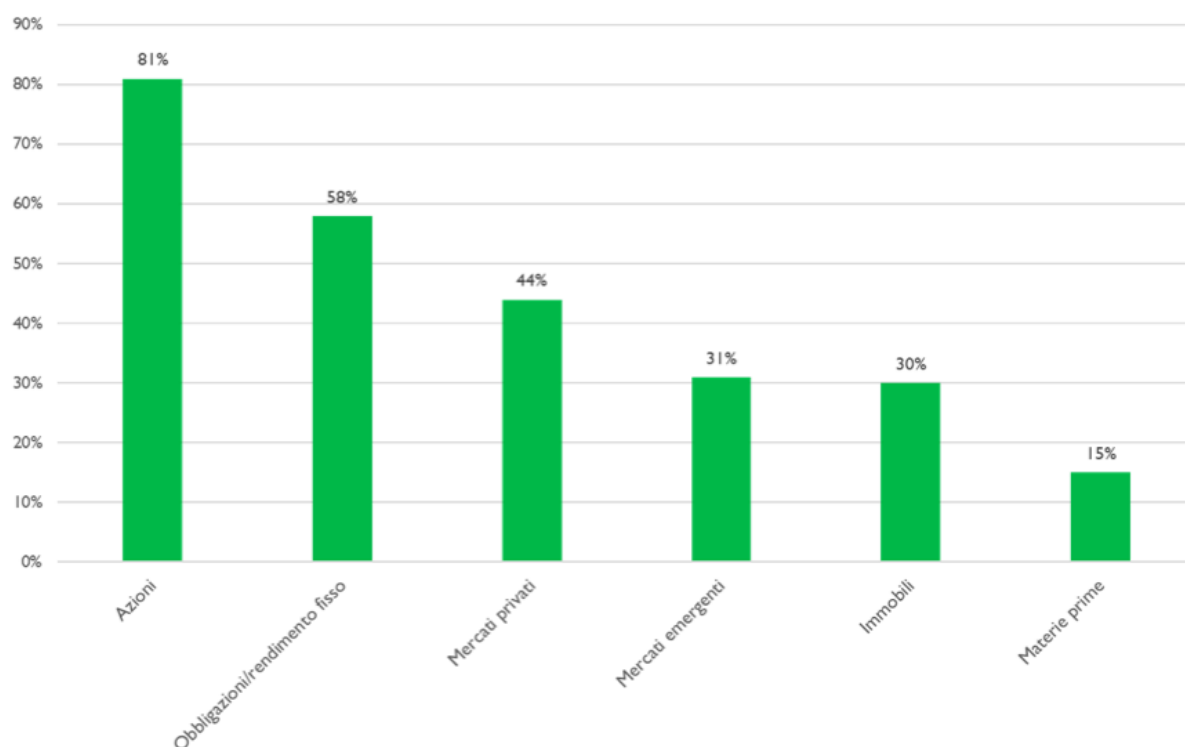
È essenziale, per l'integrità del settore, che gli strumenti di finanza sostenibile siano trasparenti e verificabili, oltre ad essere conformi agli obiettivi di sostenibilità globale. Devono, inoltre, essere configurati in modo da soddisfare le esigenze di investitori ed istituzioni finanziarie, promuovendo così una più ampia adozione delle pratiche di investimento sostenibili.

I principali assets della finanza sostenibile:

1. Le azioni di aziende sostenibili, le quali rappresentano una quota significativa degli investimenti *ESG*. Queste aziende sono selezionate attraverso un'analisi che valuta il loro impegno e le loro prestazioni in ambito ambientale, sociale e di governance. La scelta di investire in queste aziende è spesso guidata da indicatori di sostenibilità e da valutazioni esterne fornite da agenzie specializzate;
2. Green Bonds, sono strumenti di debito emessi per finanziare progetti specifici che hanno benefici ambientali diretti, come lo sviluppo di energie rinnovabili o l'efficienza energetica. Queste obbligazioni sono soggette a rigorosi standard di reporting e trasparenza per garantire che i fondi raccolti siano utilizzati per gli scopi previsti;
3. Social bonds, obbligazioni emesse da enti pubblici o privati per finanziare progetti che hanno un impatto sociale positivo. Sono strumenti finanziari molto simili ai Green Bonds ma a differenza di questi ultimi sono destinati a progetti che mirano a risolvere problemi sociali come la povertà, l'accesso all'istruzione, la salute e il benessere, l'inclusione sociale, l'occupazione....;

4. Sustainability-Linked Bonds, obbligazioni che a differenza dei Green Bonds e dei Social Bonds non finanziano direttamente progetti ecologici o sociali specifici ma, rappresentano uno strumento finanziario innovativo che incoraggia le aziende ad impegnarsi in modo più attivo in progetti ed azioni sostenibili, legando un ipotetico extra-rendimento ad un conseguimento di un obiettivo sostenibile. Se l'emittente raggiunge gli obiettivi prefissati, il tasso di interesse dei bond viene ridotto, mentre se l'emittente non raggiunge gli obiettivi, il tasso di interesse dei bond aumenta. Quest'ultima caratteristica dell'extra-rendimento o margine step-up viene definito *greenium*, ossia l'accettazione dell'investitore nel ricevere un minor rendimento cedolare (rispetto un'obbligazione tradizionale), perchè in caso di mancato raggiungimento dell'obiettivo sostenibile da parte dell'azienda, l'investitore guadagnerebbe un extra-rendimento finale, calcolato in base all'aleatorietà dell'obiettivo *ESG*. Perciò il *greenium* possiamo definirlo come il valore atteso scontato nel tempo dell'evento step-up;
5. Gli ETF *ESG* replicano indici finanziari composti da aziende che soddisfano criteri *ESG* selezionati. Questi fondi offrono agli investitori l'opportunità di diversificare i loro portafogli attraverso esposizioni che rispecchiano le loro preferenze etiche e sostenibili;
6. I Social Impact Bonds sono strumenti finanziari progettati per sostenere iniziative di beneficenza e sviluppo sociale che mirano a migliorare la qualità della vita e il benessere delle comunità;
7. I prestiti sostenibili vengono erogati per finanziare progetti che favoriscono la sostenibilità ambientale, sociale ed economica. Gli istituti finanziari, come banche ed enti di credito, offrono questi prestiti con termini di rimborso generalmente più vantaggiosi rispetto ai prestiti tradizionali, per supportare investimenti in settori come l'energia rinnovabile, l'efficienza energetica, e la conservazione della biodiversità.

Figura 10| Classi di investimento ESG preferite a livello globale nel 2023



Fonte: Capital Group

La finanza sostenibile rappresenta non solo un'opportunità di investimento, ma anche un mezzo per indirizzare i capitali verso una transizione globale a pratiche più sostenibili. Nonostante le sfide, come la necessità di standardizzazione e miglioramenti nella trasparenza e nel reporting, le prospettive future sono promettenti, con una crescente integrazione degli standard *ESG* nelle decisioni di investimento mainstream. La continua evoluzione e l'innovazione in queste tipologie di assets sono cruciali per sostenere questa era di transizione sostenibile.

È rilevante osservare che il settore della finanza sostenibile è destinato ad espandersi ulteriormente in futuro, attraverso lo sviluppo continuo di nuovi ed innovativi strumenti di finanziamento sostenibile.

CAPITOLO 3 “Il campo normativo”

3.1 “Regolamentazioni nel mondo”

Come già anticipato nel capitolo precedente, è di imprescindibile rilevanza stabilire una normativa uniforme e dettagliata, al livello globale, ai fini di un cospicuo ampliamento del settore finanziario nell'adozione di policy *ESG*, il quale è ostacolato da un quadro regolatorio confuso, che crea un mosaico di standard diversi, generando confusione e diverse interpretazioni. Il dialogo e la cooperazione internazionale sono cruciali per armonizzare queste normative, evitando la frammentazione del mercato e promuovendo un ambiente di investimento più coerente e sostenibile a livello globale.

Riportando ulteriori risultati del già citato studio eseguito da Capital Group, il 48% degli investitori intervistati sostiene che l'armonizzazione degli standard normativi globali dovrebbe essere la priorità per i *policymaker* che sviluppano normative *ESG*.

Sebbene i principi *ESG* siano ampiamente condivisi a livello globale, è importante sottolineare che l'applicazione di tali principi varia significativamente tra diversi Paesi o gruppi di Paesi, a seconda delle specifiche necessità individuali e delle scelte politiche influenzate da contesti culturali distinti. In particolare, si assiste ad un divario regolamentare tra l'approccio adottato nei paesi anglosassoni, guidato principalmente dalla *Securities and Exchange Commission* (SEC) e dalla *International Capital Market Association* (ICMA), e quello europeo, fortemente influenzato dall'*European Securities and Markets Authority* (ESMA).

La matrice anglosassone adotta un approccio maggiormente basato sull'autoregolamentazione, con un'enfasi sulla trasparenza e sulla rendicontazione volontaria. Questo modello è più flessibile e può essere rapidamente adattato alle esigenze del mercato, ma pecca di rigidità normativa, necessaria per garantire l'integrità e l'affidabilità degli investimenti sostenibili.

Infatti, gli Stati Uniti hanno mostrato un approccio inizialmente più conservativo rispetto ad altre nazioni nella regolamentazione della finanza sostenibile. Tuttavia, recentemente si è verificato un cambiamento significativo nell'atteggiamento dei politici statunitensi verso le questioni *ESG*. Nell'agosto 2022, il Presidente Biden ha promulgato l'*Inflation Reduction Act*, il più grande investimento del governo americano in energia pulita, con l'ambizioso obiettivo di ridurre le emissioni di gas serra del 50% entro il 2030.

In aggiunta a ciò, sono previsti ulteriori sviluppi normativi, come evidenziato da una recente proposta della *SEC*. La Commissione, composta da cinque membri nominati dal Presidente, ha suggerito una modifica alla *Regulation S-K*¹⁹. Questa modifica imporrebbe alle società quotate in borsa di fornire dettagliate divulgazioni relative ai rischi climatici ed alle emissioni di gas serra. Questi cambiamenti normativi riflettono un'imminente evoluzione nella gestione e nella comunicazione dei rischi ambientali nel contesto della finanza sostenibile negli Stati Uniti.

Per sottolineare l'arretratezza statunitense nel campo della sostenibilità, è pertinente menzionare che si è sviluppato un movimento, noto come "anti-ESG", sostenuto da settori particolarmente conservatori del Partito Repubblicano. Questo gruppo sta cercando di ostacolare, attraverso iniziative legislative, l'adozione di criteri *ESG* nei mercati finanziari, sostenendo che tali investimenti non siano economicamente vantaggiosi.

Un miglior progresso nel framework anglosassone si riscontra nel Regno Unito, dove attualmente, si stanno sviluppando progressivamente le normative relative agli obblighi di divulgazione sulla sostenibilità, note come *Sustainability Disclosure Requirements* (*SDR*). L'obiettivo della dichiarazione politica dell'*SDR* è di accrescere la trasparenza e la fiducia nei prodotti di investimento sostenibili, attraverso l'istituzione di standard unificati, una classificazione precisa, una terminologia chiara e l'introduzione di etichette facilmente comprensibili per i prodotti.

In contrasto con l'approccio anglosassone, l'Unione Europea ha adottato un quadro regolamentare più strutturato e dettagliato per la finanza sostenibile, coordinato dall'*ESMA*, mirando a stabilire standard rigorosi ed obbligatori per la divulgazione e la valutazione delle attività sostenibili.

L'Unione Europea è impegnata nell'incorporare considerazioni di sostenibilità nelle sue normative, con l'intento di implementare disposizioni specifiche per migliorare la finanza sostenibile. Si prefigge l'obiettivo di consolidare la fiducia degli investitori, superando le carenze attuali nei punteggi di sostenibilità (rating *ESG*), in termini di completezza e qualità delle informazioni, nonché la diversità nelle metodologie adottate per la loro valutazione.

In questo contesto, il quadro regolamentare europeo sulla finanza sostenibile, si evolve seguendo tre principali direttrici (Banca d'Italia; 2019):

¹⁹ È una normativa emessa dalla *SEC*, che delinea i requisiti di divulgazione per i documenti di registrazione utilizzati dalle società quotate in borsa e specifica le informazioni che le società devono riportare nelle loro presentazioni alla *SEC*.

1. Innanzitutto, è stato creato un sistema di classificazione comune per le attività economiche sostenibili, la “Tassonomia dell’UE”, per stabilire un linguaggio comune ed una definizione chiara di quali attività vengono considerate sostenibili.
2. Una seconda serie di interventi mira a rafforzare l'affidabilità e la comparabilità delle informazioni. La Commissione europea ha avviato l’implementazione della Direttiva sulla Rendicontazione di Sostenibilità delle Imprese (*Corporate Sustainability Reporting Directive*, CSRD) ed approvato il Regolamento sull'Informativa sulla Sostenibilità nel settore dei Servizi Finanziari (*Sustainable Finance Disclosure Regulation*, SFDR). Inoltre, per fornire ai risparmiatori la possibilità di investire in strumenti che contrastano il cambiamento climatico sono stati introdotti due tipologie di benchmark climatici. Il primo, *EU Climate Transition Benchmark*, composto da attività finanziarie, emesse da imprese che seguono un fine rivolto alla decarbonizzazione; il secondo, *EU Paris-aligned Benchmark*, che comprendono attività finanziarie allineate con gli obiettivi dell’Accordo di Parigi, ossia una riduzione dell’aumento delle temperature ben al di sotto dei 2°C.
3. Infine, l'obiettivo di fornire agli investitori informazioni complete sulle opportunità ed i rischi di investimento, è perseguito anche attraverso le regole per specifici prodotti finanziari sostenibili, con l’introduzione di uno standard comune europeo per gli emittenti di obbligazioni verdi, *l’European Green Bonds Standard* (EUGBS), che aumenterà la trasparenza del mercato e la comparabilità di questi prodotti finanziari.

Per quanto riguarda la regione APAC (Asia-Pacifico) sta intensificando rapidamente le proprie regolamentazioni in ambito *ESG*, spinta da una domanda crescente di maggiore trasparenza e dalla necessità di definire in modo più stringente i prodotti per gli investimenti sostenibili. Singapore si posiziona come leader in questo campo, a dicembre 2023 il MAS (*Monetary Authority of Singapore*) ha introdotto la prima tassonomia di transizione multisetoriale al mondo, che include un quadro per la progressiva eliminazione dell'uso del carbone energetico.

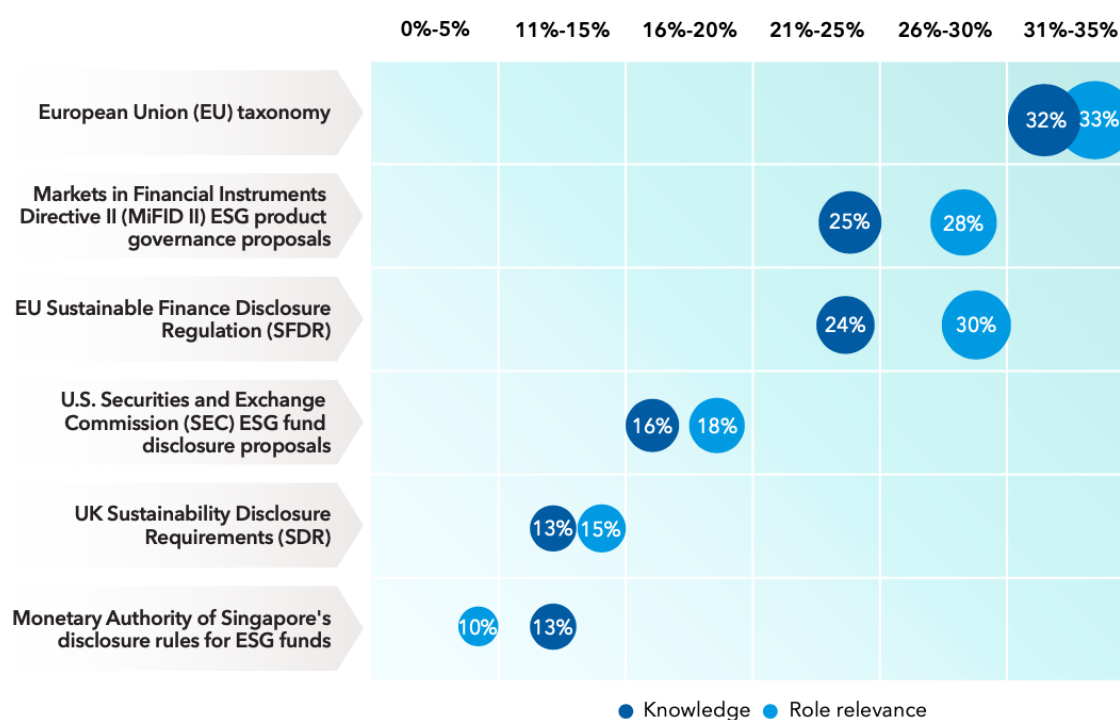
I responsabili politici dell’APAC stanno assumendo un ruolo guida con l’adozione delle raccomandazioni della *Task Force on Climate-related Financial Disclosures* (TCFD)²⁰.

²⁰ Fondata nel 2015 dal *Financial Stability Board* (FSB) per migliorare ed aumentare le comunicazioni finanziarie legate ai rischi climatici. Ha l'obiettivo di sviluppare raccomandazioni per le aziende su come divulgare informazioni riguardanti i rischi e le opportunità finanziarie legate al cambiamento climatico.

In particolare, la Nuova Zelanda è stata il primo Paese a introdurre le raccomandazioni TCFD nella legislazione. Inoltre, le autorità di regolamentazione di Hong Kong, Singapore, Taiwan e Malesia stanno richiedendo alle istituzioni finanziarie una rendicontazione sul clima allineata alla TCFD in tempi diversi, con l'attuazione prevista entro il 2025.

Anche l'Australia sta facendo passi significativi, a novembre 2023 ha presentato una proposta per una strategia di finanza sostenibile, con l'obiettivo di stimolare gli investimenti pubblici e privati necessari per supportare la transizione delle imprese verso operazioni a basse emissioni di carbonio. La tassonomia della finanza sostenibile rappresenta una priorità per il governo australiano. Inoltre, nel corso di quest'anno l'Australia prevede l'emissione del suo primo green bond sovrano, che servirà a finanziare progetti pubblici sostenibili. Gli obiettivi ambientali del governo australiano includono la riduzione delle emissioni di gas serra del 43% entro il 2030 (rispetto ai livelli del 2005) ed il raggiungimento della neutralità carbonica entro il 2050.

Figura 11| Livelli di conoscenza e rilevanza delle normative



Fonte: Capital Group

3.2 “Le normative vigenti”

3.2.1 “Focus framework anglosassone”

Nel contesto della finanza sostenibile, i *Sustainability-Linked Bonds* rappresentano uno strumento innovativo volto a incentivare gli emittenti a raggiungere obiettivi ambientali, sociali e di governance predefiniti, e che collegano direttamente il costo del debito dell'emittente agli specifici risultati di sostenibilità. L'ICMA, il 26 giugno 2023 ha pubblicato una versione aggiornata dei *Sustainability-Linked Bond Principles* (SLBP), segnando la sua prima revisione dal lancio avvenuto nel 2020. In modo tale da orientare il mercato verso pratiche di emissione e gestione di questi strumenti finanziari che siano trasparenti ed orientate al futuro, cercando di stabilire una cornice normativa univoca per tali obbligazioni.

I principi di sostenibilità su cui si basano i SLBP hanno portato gli emittenti nella selezione di Indicatori Chiave di Prestazione, ossia i *Key Performance Indicators* (KPI), e nell'impostazione di Obiettivi di Prestazione Sostenibile, ossia i *Sustainability Performance Targets* (SPT).

Entrambi sono strumenti vitali per le organizzazioni che vogliono quantificare, monitorare e migliorare le loro prestazioni in aree chiave, particolarmente quelle relative alla sostenibilità, in modo da poter dimostrare agli investitori e ad altre parti interessate il loro impegno verso la responsabilità sociale ed ambientale.

I KPI sono metriche utilizzate per valutare quantitativamente il successo di un'organizzazione nel raggiungere obiettivi operativi e strategici critici. Mentre Gli SPT, d'altra parte, sono obiettivi specifici impostati da un'organizzazione che riflettono l'ambizione di migliorare determinati KPI legati alla sostenibilità entro un tempo definito. Questi target sono perciò cruciali nei SLB, dove il finanziamento ottenuto tramite tali obbligazioni è diretto verso il raggiungimento di miglioramenti tangibili e misurabili in aree come l'efficienza energetica, la riduzione delle emissioni, o altri obiettivi di sostenibilità.

La nuova versione dei SLBP ha analizzato e categorizzato oltre 300 KPI, individuando per ogni settore produttivo gli indicatori più coerenti e adatti a misurare le performance ambientali nell'attività intrapresa.

Il *Sustainability-Linked Bond Principles* ha cinque componenti fondamentali:

1. *Selezione dei KPI*: fondamentale per assicurare che gli obiettivi di sostenibilità siano integrati nel core business dell'emittente e siano di significativa rilevanza strategica. Inoltre, il SLBP si raccomanda che i KPI siano: rilevanti, misurabili, esteriormente verificabili e possibili da confrontare.
2. *Calibrazione degli SPT*: è cruciale nella strutturazione dei SLB. Questi target devono riflettere l'impegno dell'emittente ed essere realisticamente ambiziosi, migliorando i KPI oltre che le pratiche standard. Devono essere in linea con le strategie di sostenibilità dell'emittente o con le politiche di sviluppo nazionali, ed essere fissati rispetto a parametri di riferimento scientifici come l'Accordo di Parigi. Un'altra loro caratteristica è che permettono un benchmark, o comunque sia riferimenti esterni ed inoltre hanno tempistiche predefinite.
3. *Caratteristiche delle obbligazioni*: come già anticipato, i SLB traggono la loro unicità dalla variazione delle caratteristiche finanziarie o strutturali in base al raggiungimento degli SPT predefiniti. Questa variazione deve essere significativa e proporzionata alle caratteristiche originali dell'obbligazione dell'emittente; quindi, evento e performance devono essere chiari. Inoltre, è essenziale una documentazione dettagliata, che comprenda la definizione dei KPI e degli SPT e delle metodologie di calcolo. La trasparenza e la chiarezza della documentazione contribuiscono alla credibilità ed al successo dell'implementazione dei SLB.
4. *Rendicontazione*: Gli emittenti sono tenuti a pubblicare aggiornamenti regolari su: la performance rispetto ai KPI; un rapporto di verifica che illustri in dettaglio la performance rispetto agli SPT; e tutte le informazioni utili agli investitori per valutare il livello di ambizione degli SPT. Questi report devono essere facilmente accessibili agli investitori, garantendo la trasparenza del SLB e l'allineamento con i suoi obiettivi di sostenibilità. L'ICMA ha introdotto una rendicontazione aggiuntiva per gli emittenti sovrani, evidenziando l'influenza anglosassone, caratterizzata da autoregolamentazione. Ma quest'ultima si evince anche nella pubblicazione di una lista di controllo, da parte dell'ICMA, delle informazioni raccomandate (non tutte obbligatorie) prima e dopo l'emissione.
5. *Revisione esterna*: gli emittenti dovrebbero cercare una verifica indipendente ed esterna delle loro prestazioni rispetto a ciascun SPT per ogni KPI, effettuata da un revisore esterno qualificato. La verifica delle prestazioni rispetto agli SPT dovrebbe essere resa pubblica. A differenza della revisione esterna pre-emissione, che è raccomandata, la verifica

post-emissione è un elemento necessario dei SLBP. I principi dell'ICMA accettano che una revisione esterna possa essere parziale, solo a copertura di determinati aspetti del Green, Social e Sustainability Bond dell'emittente, e tengono conto che la pubblicazione dei risultati può essere limitata da requisiti di riservatezza aziendale.

3.2.2 “Focus framework europeo”

In Europa l'agenda normativa sulla finanza sostenibile continua ad essere una priorità importante sia per le imprese che per le autorità di regolamentazione, rendendo il continente leader globale nel settore. Nell'ambito generale, la regolamentazione *ESG* si concentra su due principali direttrici: favorire la transizione verso pratiche sostenibili ed integrare i criteri di sostenibilità nei framework prudenziali per la gestione del rischio.

Il primo ambito include la definizione e la classificazione delle attività sostenibili, le metodologie per la rendicontazione delle performance non finanziarie, ed i requisiti di trasparenza necessari per aderire agli standard di sostenibilità vigenti. Il secondo ambito riguarda l'analisi, la quantificazione e il controllo dei rischi legati alle tematiche *ESG*.

Per ogni ambito esistono vari quadri normativi che vanno a comporre un complesso ecosistema di regolamentazione.

Figura 12| I regolamenti *ESG*



Fonte: Bloomberg

I principali framework regolatori utilizzati dagli investitori per individuare prodotti sostenibili sono la Tassonomia Europea (Regolamento UE 2020/852 del giugno 2020) ed il Regolamento *Sustainable Finance Disclosure Regulation* (SFDR- Regolamento UE 2019/2088).

La Tassonomia Europea è una classificazione comune a livello UE delle attività economiche che possono essere considerate sostenibili dal punto di vista ambientale. È concepita come strumento per guidare le scelte di investitori ed imprese in vista della transizione verso una crescita economica priva di impatti negativi sull'ambiente e, in particolare, sul clima.

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

1. mitigazione del cambiamento climatico;
2. adattamento al cambiamento climatico;
3. uso sostenibile e protezione delle risorse idriche e 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 eco-sistemi.

Per essere eco-compatibile, un'attività deve soddisfare anche i seguenti criteri:

1. contribuire positivamente ad almeno uno dei sei obiettivi ambientali;
2. non produrre impatti negativi su nessun altro obiettivo, principio del DNSH (*do no significantly harm*);
3. essere svolta nel rispetto di garanzie sociali minime (per esempio, quelle previste dalle convenzioni dell'Organizzazione Internazionale del Lavoro – OIL);
4. rispettare i criteri tecnici identificati da atti delegati adottati dalla stessa Commissione europea.

La Tassonomia è una guida:

- per le imprese, per valutare le proprie attività, definire *policy* aziendali in ottica di una maggiore sostenibilità ambientale e per rendicontare agli stakeholder in modo più completo e comparabile;
- per gli investitori, per integrare i temi di sostenibilità nelle politiche d'investimento e per comprendere l'impatto ambientale delle attività economiche nelle quali investono o potrebbero investire;
- per le istituzioni pubbliche, che possono utilizzare la Tassonomia per definire e migliorare le proprie politiche di transizione ecologica.

Inoltre, in base a quanto previsto dall'art. 8 del Regolamento UE 2020/852, le organizzazioni soggette alla nuova Direttiva sulla Rendicontazione di Sostenibilità delle Imprese (*Corporate Sustainability Reporting Directive* - CSRD) saranno tenute a divulgare informazioni in merito all'allineamento alla Tassonomia utilizzando alcuni indicatori: fatturato, spesa in conto capitale e spesa operativa.

Il 6 luglio 2021 la Commissione UE ha emanato la versione ultimata dell'atto delegato che specifica i contenuti, le tempistiche e le modalità con cui queste informazioni devono essere pubblicate. In particolare, le imprese non finanziarie devono pubblicare informazioni su: quota di fatturato proveniente da prodotti o servizi associati ad attività economiche allineate alla Tassonomia; quota di spese in conto capitale (Capex) e di spese operative (Opex) relative ad attivi o processi associati ad attività economiche allineate alla Tassonomia. Alle società finanziarie è richiesto di pubblicare indicatori chiave di performance (*Key Performance Indicator* - KPI) che esprimano la percentuale di allineamento alla Tassonomia degli asset in gestione. In questo caso, il KPI è rappresentato come un rapporto tra investimenti ed attività finanziarie allineati alla Tassonomia (al numeratore) e totale degli investimenti e delle attività finanziarie (al denominatore). L'applicazione dei requisiti sarà graduale tra il 2022 ed il 2024.

L'ultimo aggiornamento effettuato sulla Tassonomia UE è avvenuto a seguito dell'invasione russa ai danni dell'Ucraina, tale evento ha spinto la sicurezza energetica in cima all'agenda politica europea e ha rinvigorito la necessità di trovare alternative energetiche al gas russo e di accelerare la transizione verde. Infatti, nell'estate del 2022 i legislatori europei hanno approvato l'atto delegato sulla Tassonomia della Commissione che prevede l'inclusione di specifiche attività energetiche dei settori del gas e del nucleare nell'elenco di attività economiche eco-sostenibili comprese nella Tassonomia UE (l'inclusione di alcune di queste attività è limitata nel tempo e dipende da specifiche condizioni e requisiti di trasparenza). L'atto è entrato in vigore con piena efficacia il 1° gennaio 2023.

I legislatori europei hanno formulato, e stanno tuttora aggiornando, le norme dettagliate del *Sustainable Finance Disclosure Regulation* (SFDR), il quale insieme alla Tassonomia Europea, impone agli operatori dei mercati finanziari l'obbligo di rendicontare una vasta gamma di informazioni relative alla sostenibilità ed ai processi di *due diligence*. Il regolamento richiede agli operatori ed ai consulenti finanziari di comunicare come tengono in considerazione rischi ed impatti ambientali, sociali e di governance a livello di soggetto ed a livello di prodotto, imponendo specifici requisiti di *disclosure* per i prodotti che promuovono caratteristiche ambientali o sociali (art. 8 SFDR) e per i prodotti che hanno come obiettivo investimenti sostenibili (art. 9 SFDR).

Questo regolamento, inoltre mira a sviluppare una contabilità efficace per la finanza sostenibile, promuovendo al contempo trasparenza, chiarezza e comparabilità degli investimenti.

In base al livello di sostenibilità ed alle caratteristiche specifiche, ogni fondo deve essere classificato ai sensi degli articoli 6, 8 e 9 del regolamento.

- *Articolo 6*: nel suddetto articolo i fondi non prendono in considerazione la sostenibilità ed i rischi *ESG* nei processi decisionali relativi ai propri investimenti.
- *Articolo 8 "Light Green"*: nel suddetto articolo i fondi promuovono aspetti *ESG*, integrandoli nei loro processi di investimento, sebbene questi non rappresentino l'obiettivo principale del fondo.
- *Articolo 9 "Dark Green"*: nel suddetto articolo i fondi hanno come obiettivo primario l'investimento sostenibile, impegnandosi a generare un impatto positivo sull'ambiente e sulla società, oltre che perseguire risultati finanziari.

I fondi soggetti alle disposizioni degli articoli 8 e 9, come già anticipato, sono tenuti a rispettare obblighi di *disclosure* più dettagliati, in particolare per quanto riguarda il principio del "*Do Not Significantly Harm*" (DNSH) ed i *Principal Adverse Impacts* (PAI), ovvero gli impatti negativi generati dalle attività di investimento e di consulenza su tematiche di sostenibilità. Le autorità europee hanno individuato 64 indicatori PAI. Di questi, 18 sono obbligatori per la *disclosure* da parte degli intermediari finanziari, mentre gli altri 46 possono essere divulgati su base volontaria. Gli indicatori PAI obbligatori includono, ad esempio, il livello delle emissioni di carbonio, l'esposizione ai combustibili fossili e le misurazioni relative alla quantità di rifiuti generati. La loro valutazione e divulgazione sono fondamentali per promuovere la trasparenza e la responsabilità nel settore finanziario.

Inoltre, i gestori dei fondi classificati ai sensi degli articoli 8 e 9 devono applicare i criteri forniti dalla Tassonomia per determinare l'allineamento dei propri investimenti e comunicarlo pubblicamente agli investitori ed alle autorità regolatorie. La Tassonomia Europea integra quindi il SFDR e risulta fondamentale per i gestori patrimoniali di fondi conformi a tale regolamento, al fine di identificare le attività in cui possono e devono investire.

L'UE assume un ruolo guida anche nell'implementazione delle informazioni obbligatorie sulla sostenibilità e sul clima attraverso la rendicontazione non finanziaria, che interessa anche le imprese non direttamente impegnate nella promozione della sostenibilità prevista dalla *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD), entrata in vigore il 5 gennaio 2023. Questa direttiva aggiorna la versione precedente, la *Non-Financial Reporting Directive* (NFRD).

Una delle principali novità è l'ampliamento del perimetro di applicazione: la nuova Direttiva riguarderebbe infatti tutte le imprese con sede in Europa con più di 250 dipendenti (la NFRD prevedeva una soglia di 500 dipendenti), tutte le PMI quotate sui mercati UE (ad eccezione delle microimprese) e anche le aziende extra-UE quotate sui mercati regolamentati UE e filiali UE di società extra-UE.

Inoltre, i dati dovranno essere riportati sulla base di standard comuni di reporting, ossia gli *European Sustainability Reporting Standards* (ESRS), sviluppati dall'*European Financial Reporting Advisory Group* (EFRAG), un organismo indipendente di *advisory* operante nel campo del reporting aziendale composto da vari stakeholder e promosso dalla Commissione europea.

L'EFRAG ha elaborato anche standard specificamente dedicati alle PMI. Gli standard si sviluppano secondo il principio della doppia materialità: le imprese forniscono informazioni sia sui rischi ambientali e sociali a cui sono esposte, sia sull'impatto delle attività aziendali sui fattori di sostenibilità. Inoltre, le informazioni divulgate nell'ambito della CSRD sono soggette ad *audit* secondo il metodo della *limited assurance*²¹ e devono essere pubblicate in formato elettronico.

²¹ La *limited assurance* è caratterizzata da: comprensione dell'oggetto di revisione; individuazione dei rischi di audit; verifiche in sito, test sui controlli, test su campioni statistici e test di sostanza; procedure limitate (per esempio, verifiche in siti selezionati, copertura di alcune aree geografiche); descrizione dell'incarico con richiamo alle responsabilità del management e dell'auditor; conclusioni espresse in forma negativa sulla corretta applicazione dei principi di redazione adottati.

Figura 13| CSRD, TR e SFDR: destinatari, tipologia di informazioni e tempistiche

Atto normativo	A chi è rivolto	Quali informazioni fornisce	Quando saranno disponibili i dati
Corporate Sustainability Reporting Directive - CSRD³	imprese UE di grandi dimensioni ⁴ , sia quotate, sia non quotate, e PMI quotate (a eccezione delle microimprese). Imprese extra-UE quotate sui mercati regolamentati UE e filiali UE di società extra-UE	informazioni sull'organizzazione caratteristiche di sostenibilità delle attività aziendali: informazioni ambientali e sociali, attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani e alla lotta contro abuso d'ufficio e corruzione	<i>per le imprese di grandi dimensioni:</i> dal 2024 (dati relativi all'esercizio finanziario 2023) <i>per le PMI quotate:</i> dal 2026 (dati relativi all'esercizio finanziario 2025)
Taxonomy Regulation - TR	imprese soggette alla NFRD (in futuro, CSRD): sia imprese non finanziarie, sia operatori finanziari	informazioni sull'organizzazione (art. 8 TR ⁵) <i>per le imprese non-finanziarie:</i> fatturato, Capex e Opex allineati alla tassonomia <i>per le imprese finanziarie:</i> % di allineamento alla tassonomia di investimenti e attivi informazioni sui prodotti (artt. 5 e 6 TR) <i>per i prodotti art. 8 e art. 9 SFDR che investono in obiettivi ambientali:</i> % di allineamento alla tassonomia ⁶	art. 8 TR <i>per le imprese non-finanziarie:</i> dal 2022 % di attività <i>comprese (eligible)</i> nella tassonomia ⁷ dal 2023 % di attività <i>allineate (aligned)</i> alla tassonomia ⁸ <i>per gli operatori finanziari:</i> dal 2022 % di esposizione alle attività <i>comprese (eligible)</i> nella tassonomia dal 2024 % di esposizione alle attività <i>conformi (aligned)</i> alla tassonomia e, dunque, % di allineamento alla tassonomia artt. 5 e 6 TR da luglio 2022 informazioni sull'allineamento a obiettivi di mitigazione e adattamento dal 2023 informazioni sugli altri quattro obiettivi ambientali della tassonomia ⁹
Sustainable Finance Disclosure Regulation - SFDR	operatori e consulenti finanziari	informazioni sull'organizzazione rischi legati ai fattori ESG e impatti sui temi di sostenibilità ¹⁰ informazioni sui prodotti dati relativi all'integrazione dei rischi legati ai fattori ESG e agli impatti ESG per tutti i prodotti e informazioni specifiche per i prodotti che promuovono caratteristiche ambientali o sociali (art. 8 SFDR) e che hanno come obiettivo investimenti sostenibili (art. 9 SFDR)	da marzo 2021 informazioni ESG a livello di organizzazione e di prodotto secondo il Livello 1 del Regolamento da luglio 2022 le informazioni dovranno essere divulgate secondo i Regulatory Technical Standards - RTS

Fonte: Forum per la Finanza Sostenibile; https://finanzasostenibile.it/wp-content/uploads/2021/09/Tassonomia-europea_WEB.pdf

L'incremento della trasparenza richiesto alle imprese dalla CSRD è finalizzato ad incentivare la domanda di finanziamenti per modelli più sostenibili, mirati anche a prevenire potenziali future difficoltà di accesso al credito. Gli intermediari finanziari detengono l'essenziale compito di considerare attentamente la sostenibilità e la credibilità dei progetti di transizione, raccogliendo le informazioni necessarie, valutando la coerenza dei processi di finanziamento e monitorando l'appropriata destinazione dei proventi. La sfida, sia per le imprese sia per le banche ed altri intermediari, è complessa e potrà essere superata con successo solo grazie ad un sistema normativo efficace, versatile e ben strutturato, che faciliti l'impegno dei mercati nell'indirizzare l'economia verso percorsi di sviluppo sostenibile.

Per questo motivo, le istituzioni dell'UE stanno adottando misure concrete per implementare gli elementi fondamentali della strategia per la finanza sostenibile, con l'obiettivo di indirizzare i capitali verso una transizione ambientale.

3.3 “Il greenwashing”

Negli ultimi decenni, abbiamo visto come la crescente consapevolezza ambientale ha spinto le imprese e le istituzioni finanziarie a promuovere pratiche sempre più sostenibili. Questo fenomeno ha portato alla nascita di numerose iniziative volte a ridurre l'impatto ambientale ed a migliorare la responsabilità sociale delle organizzazioni. Tuttavia, parallelamente a questo trend positivo, è emersa una pratica meno virtuosa nota come *greenwashing*. Il termine, derivato dalla combinazione delle parole "green" (verde, nel senso di ecologico) e "whitewashing" (insabbiamento), si riferisce alla strategia di marketing ingannevole utilizzata da alcune aziende per apparire più sostenibili di quanto non siano realmente.

Infatti, uno dei principali ostacoli strutturali allo sviluppo del mercato è la scarsa affidabilità e qualità dei dati che stanno alla base del processo di “etichettatura” degli investimenti verdi, che impedisce la comparabilità dei prodotti ed accresce il timore di finanziare comportamenti fraudolenti finalizzati a perseguire un ambientalismo puramente di facciata da parte di industrie inquinanti. Il greenwashing può essere il risultato di un'azione consapevole, ma può anche verificarsi involontariamente quando le istituzioni finanziarie credono veramente in target *ESG*, ma non riescono a realizzare impatti e risultati comunicati e previsti.

In sostanza, le imprese manifestano un impegno verso le questioni ambientali che, in realtà, non riflette la verità, con l'obiettivo di migliorare positivamente la propria immagine. Questo comportamento permette alle aziende di attrarre un numero maggiore di clienti, suscitando l'interesse dei consumatori attenti alla sostenibilità, una categoria di individui in continua espansione. Pertanto, si può affermare che la finalità di questa pratica è duplice: da un lato, consente di migliorare la reputazione dell'azienda e, dall'altro, permette di ottenere risultati economici più significativi.

Il greenwashing nell'ambito finanziario si può manifestare in vari modi, fra cui:

- Fondi sostenibili falsi: molti fondi di investimento si presentano come sostenibili, verdi o *ESG*, ma in realtà includono aziende con scarse credenziali ambientali.
- Reporting fuorviante: alcune istituzioni finanziarie pubblicano rapporti di sostenibilità che enfatizzano le loro iniziative positive, ma omettono o minimizzano le pratiche dannose. Questo tipo di reporting selettivo può indurre gli investitori a credere che l'azienda stia facendo di più per l'ambiente di quanto non sia in realtà.

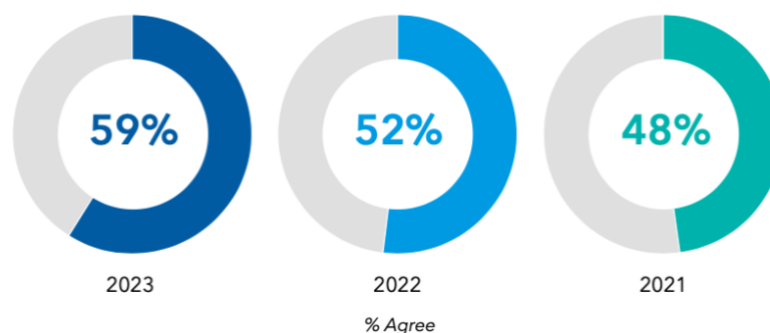
- **Certificazioni e Rating fraudolenti:** l'uso di certificazioni e rating *ESG* ottenuti da agenzie compiacenti o attraverso metodologie poco trasparenti rappresenta un'altra forma di greenwashing. Questi rating spesso non riflettono accuratamente le performance ambientali reali delle aziende.

Le conseguenze negative sono molteplici, le più ricorrenti sono:

- **Perdita di fiducia:** quando le pratiche di greenwashing vengono scoperte, la fiducia degli investitori e dei consumatori nelle aziende e nei mercati sostenibili può diminuire drasticamente. Questo può portare a una disillusione generale riguardo alla sostenibilità.
- **Inefficienza del mercato:** il greenwashing distorce i segnali di mercato, rendendo difficile per gli investitori identificare le aziende veramente sostenibili. Questo può portare ad un'allocazione inefficiente del capitale e ad un rallentamento del progresso verso obiettivi ambientali.
- **Impatti ambientali e sociali negativi:** promuovendo un'immagine ingannevole di sostenibilità, le aziende che praticano il greenwashing continuano a contribuire ai problemi ambientali e sociali senza apportare miglioramenti reali.

“Nel 2022, Bloomberg News ha analizzato oltre 100 obbligazioni per un valore di quasi 70 miliardi di dollari legate alle credenziali ESG degli emittenti, vendute da aziende globali agli investitori in Europa. L'analisi ha rilevato che la maggior parte era collegata a obiettivi climatici deboli, irrilevanti o addirittura già raggiunti. Alcune aziende si sono limitate a promettere di mantenere i propri rating ESG esistenti”.²²

Figura 14| Percentuale di investitori che ritiene il greenwashing come causa di mis-selling (vendita abusiva)



Fonte: Capital Group

²² Jaqueline Poh; “What’s ‘Greenwashing’ and How Can I Avoid It?”; 2023.

In base allo studio, analizzato nei precedenti capitoli, di Capital Group, sfortunatamente il fenomeno del greenwashing continua ad essere ampiamente diffuso. I sondaggi indicano che il greenwashing viene percepito come un fenomeno in costante aumento. Infatti, se due anni fa il 39% degli investitori considerava il greenwashing un problema molto serio, oggi una percentuale ancora maggiore, il 59%, lo considera una grave criticità. Inoltre, L'adozione di una vasta gamma di strategie diverse da parte delle imprese per celare il reale impatto delle proprie attività ha causato significative lacune normative e l'assenza di una definizione chiara e precisa di tali pratiche scorrette nelle varie giurisdizioni.

3.3.1 “La Direttiva *European Green Claims* (GCD)”

La risposta normativa dell'Unione Europea nei confronti del famigerato greenwashing è avvenuta il 23 marzo 2023, quando la Commissione europea ha pubblicato la proposta della Direttiva *Green Claims* (GCD). Successivamente, il 19 settembre, il Parlamento ed il Consiglio europeo hanno raggiunto un accordo politico provvisorio sulla Direttiva, introducendo alcune migliorie, tra cui misure più decise contro l'obsolescenza precoce e l'inclusione di affermazioni ingannevoli relative alla compensazione delle emissioni di gas serra.

La Direttiva *Green Claims*, ufficialmente conosciuta come la Direttiva sulla Verificabilità e Comunicazione delle Dichiarazioni Ambientali dei Prodotti, è volta a stabilire dei criteri affinché le informazioni divulgate dalle aziende siano affidabili e verificabili, contrastando dunque affermazioni fuorvianti sui meriti ambientali di prodotti e servizi.

La Direttiva creerà trasparenza garantendo che i commercianti forniscano ai consumatori informazioni chiare e comprensibili sugli aspetti ambientali e sugli impatti dei prodotti, dei servizi e delle aziende. Questo permetterà ai consumatori di prendere decisioni di acquisto informate.

Una Direttiva in questo ambito si è rivelata necessaria, in quanto la Commissione europea ha effettuato due studi, nel 2014 e nel 2020, su 150 asserzioni ambientali, evidenziando quanto il tema del greenwashing sia serio e sentito. Dalle ricerche è infatti emerso che:

- il 53,3% delle dichiarazioni ambientali esaminate nell'UE sono risultate vaghe, fuorvianti o infondate;
- il 40% delle dichiarazioni green non è comprovato da evidenze certe;
- la metà di tutte le etichette green presentavano lacune sulla verificabilità e nelle certificazioni
- sono ben 232 i marchi di qualità ecologica esistenti nell'UE, con livelli di trasparenza molto differenti fra loro.

Risultati preoccupanti, confermati anche da un'indagine eseguita a novembre 2020 dalle autorità di cooperazione per la tutela dei consumatori, in cui su un totale di 344 dichiarazioni di sostenibilità valutate, in oltre metà dei casi (57,5%) non sono stati forniti elementi sufficienti per consentire la valutazione dell'esattezza della dichiarazione.

Non sorprende dunque che la stessa analisi abbia evidenziato una scarsa fiducia dei consumatori nei confronti delle asserzioni ambientali. Un problema, quello dell'attendibilità di dichiarazioni, marchi, etichette e certificazioni, che penalizza non solo i consumatori nelle loro scelte quotidiane, ma anche le imprese che offrono prodotti realmente sostenibili.

"Le affermazioni verdi sono ovunque: ocean-friendly t-shirts, carbon-neutral bananas, bee-friendly juices, consegne 100% compensate dal punto di vista delle emissioni di CO2, e così via. Purtroppo, troppo spesso queste affermazioni sono fatte senza alcuna prova e giustificazione. Questo apre la porta al greenwashing e mette in svantaggio le aziende che producono prodotti realmente sostenibili. Molti europei vogliono contribuire a un mondo più sostenibile attraverso i loro acquisti. Devono essere in grado di fidarsi delle affermazioni fatte. Con questa proposta (GCD), diamo ai consumatori la certezza che quando qualcosa viene venduto come verde, lo è realmente."²³

Sono sostanzialmente quattro gli obiettivi della Direttiva Green Claims:

1. rendere le dichiarazioni ecologiche affidabili, comparabili e verificabili in tutta l'UE;
2. proteggere i consumatori dal greenwashing;
3. contribuire a creare un'economia circolare e verde nell'UE consentendo ai consumatori di prendere decisioni di acquisto informate;
4. contribuire a stabilire parità di condizioni in merito agli impatti ambientali dei prodotti.

Le caratteristiche principali della GCD sono la trasparenza e l'allineamento con il Green Deal Europeo, e per raggiungere gli obiettivi fissati, la Direttiva propone una serie di misure di conformità:

1. *Schemi di etichettatura ambientale*: la Direttiva ha introdotto requisiti specifici per gli Schemi di Etichettatura Ambientale (ELS), che sono schemi di certificazione che verificano la conformità di un prodotto, processo o commerciante ai requisiti di etichettatura ambientale. Limita inoltre nuovi schemi a meno che non siano stabiliti tramite legge dell'UE.

²³ Frans Timmermans, Vicepresidente Esecutivo per il Green Deal Europeo; 22/03/2023.

2. *Procedure di Verifica*: gli Stati Membri devono stabilire procedure per verificare che le affermazioni fatte dai prodotti o dai commercianti siano conformi ai requisiti della Direttiva. Il "verificatore" deve essere un organismo di terze parti, che garantisca indipendenza, competenza e disponga di attrezzature, infrastrutture e personale qualificato.
3. *Sanzioni per Violazioni*: l'UE impone agli stati membri di applicare sanzioni per le infrazioni relative agli schemi di etichettatura ambientale, al fine di scoraggiare le violazioni.
4. *Potenziamento dei consumatori*: la Direttiva *Green Claims* dà anche ai consumatori il potere di agire contro le violazioni degli schemi di etichettatura ambientale, inclusa la possibilità di avviare cause collettive.

La GCD è in attesa di approvazione definitiva, ma si prevede che entrerà in vigore dal 2026. Dopodiché gli Stati membri avranno due anni di tempo per adottarla a livello nazionale.

Si tratta di un passaggio fondamentale per favorire una reale consapevolezza nei consumatori e nelle aziende del loro ruolo nella transizione green.

3.3.2 “Le altre pratiche scorrette”

In base ad un report condotto da Planet Tracker²⁴ il greenwashing sta diventando sempre più sofisticato, con alcune delle migliori menti del marketing e della comunicazione impiegate dalle aziende per promuovere pratiche ingannevoli. Il report ha identificato sei principali tattiche di greenwashing.

1. *Greencrowding*: si basa sull'idea che le aziende possano nascondersi all'interno di un gruppo, utilizzando gli sforzi collettivi per eludere il controllo delle pratiche non sostenibili.
2. *Greenlighting*: si verifica quando le aziende enfatizzano un piccolo aspetto ecologico delle loro operazioni per distogliere l'attenzione dalle attività dannose per l'ambiente.

²⁴ Planet Tracker è un think tank finanziario senza scopo di lucro che produce analisi e report per allineare il mercato dei capitali ai limiti planetari.

3. *Greenshifting*: implica che le aziende spostino la colpa per i problemi ambientali sui consumatori, anziché assumersi la responsabilità.
4. *Greenlabelling*: riguarda l'uso di etichette ingannevoli che fanno sembrare un prodotto più ecologico di quanto sia in realtà.
5. *Greenrinsing*: si riferisce alla pratica di adeguare continuamente gli obiettivi *ESG* per dare l'impressione di un progresso senza però raggiungere i target reali.
6. *Greenhushing*: implica che le aziende non dichiarino o nascondano i loro sforzi e risultati *ESG* per evitare i controlli, costi o requisiti normativi, riducendo l'impegno aziendale per la sostenibilità. Pertanto le aziende sminuiscono deliberatamente le proprie credenziali ecologiche per timore di essere accusate di greenwashing.

Questo clamore generale ha portato, l'anno scorso, ad un gran numero di gestori patrimoniali a declassare i propri fondi SFDR ex. art. 9 a fondi ex. art. 8, in quella che è stata definita la “grande riclassificazione”. I declassamenti sono stati causati dal timore che i fondi potessero non rientrare nella definizione di “investimento sostenibile” ai sensi dell'art. 9.

Grandi società di gestione patrimoniale come HSBC, Amundi e BlackRock hanno declassato i loro fondi per evitare standard regolamentari più severi, sollevando dubbi sulla trasparenza delle loro credenziali di sostenibilità.

CAPITOLO 4 “I Green Bond”

4.1 “Cenni storici”

I Green Bond, o obbligazioni verdi, rappresentano un segmento in rapida crescita nel mercato finanziario globale, concepiti per finanziare progetti che generano benefici ambientali positivi. Questi strumenti finanziari hanno guadagnato popolarità tra investitori istituzionali e privati grazie alla loro capacità di combinare rendimenti finanziari con impatti positivi sull'ambiente. La nascita e l'evoluzione dei green bond segnano un'importante innovazione nel campo della finanza sostenibile, rispondendo alla crescente domanda di investimenti responsabili.

La nascita dei green bond risale al 2007, come già anticipato nel capitolo 2, quando la Banca Europea degli Investimenti (BEI) emise il primo *Climate Awareness Bond* per un valore di €600 milioni. Questo strumento pionieristico fu ideato per finanziare progetti di energia rinnovabile ed efficienza energetica. Aldo Romani, allora capo del settore finanziario della BEI, è spesso riconosciuto come l'ideatore di questo strumento finanziario innovativo.

Nel 2008, la Banca Mondiale seguì l'esempio emettendo la sua prima obbligazione verde. Questa emissione fu una risposta diretta alle crescenti preoccupazioni riguardo al cambiamento climatico, esacerbate da un rapporto dell'ONU che collegava inequivocabilmente il riscaldamento globale alle attività umane. La collaborazione con i fondi pensione svedesi e SEB (*Skandinaviska Enskilda Banken*), una delle principali banche commerciali del Nord Europa, facilitò questa emissione, rafforzando la credibilità dei green bond come strumenti di investimento. Questo nuovo modello di collaborazione tra investitori, banche, agenzie di sviluppo e ricercatori ha contribuito positivamente alla promozione di investimenti ambientali sicuri e redditizi.

Per diversi anni, solo le banche sovranazionali hanno emesso green bond, fino a quando nel 2013 aziende e banche private hanno iniziato ad emetterli con successo, grazie alla loro percezione di investimenti socialmente ed ambientalmente responsabili. Il mercato dei green bond è 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 sono quasi raddoppiate a \$80 miliardi, e nel 2017 hanno raggiunto i \$125 miliardi. Questo incremento è dovuto all'attenzione delle istituzioni sovranazionali verso la sostenibilità ambientale, con nuove emissioni annuali da parte delle principali Banche di Sviluppo.

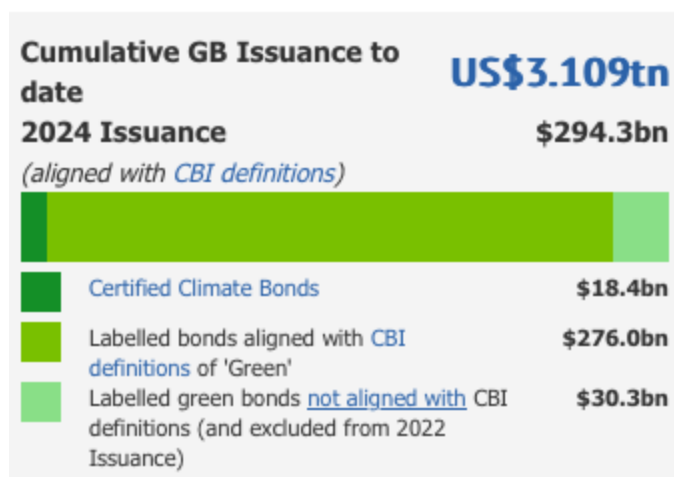
In Italia, il primo green bond è stato emesso nel 2014 da Hera S.P.A., un'obbligazione decennale per un valore di €500 milioni, destinato a progetti di energia non fossile e miglioramento dell'efficienza

energetica degli impianti di trattamento dei rifiuti. La risposta del mercato è stata positiva, con sottoscrizioni tre volte superiori all'offerta, dimostrando un forte interesse da parte degli investitori. Successivamente, anche aziende come Enel, CDP e Ferrovie dello Stato hanno seguito le orme di Hera.

Nel marzo 2021, il Ministero dell'Economia e delle Finanze ha emesso il primo BTP Green italiano, raccogliendo €8,5 miliardi. I fondi sono stati utilizzati per finanziare spese pubbliche con impatti ambientali positivi, in linea con gli obiettivi di sostenibilità dell'Italia. Questa emissione ha attirato ordini per circa 80 miliardi di euro, sottolineando l'elevata domanda di investimenti sostenibili.

Il mercato dei green bond è in continua crescita, supportato dalle emissioni pubbliche di governi ed istituzioni.

Figura 15| Emissione cumulativa di green bond fino ad oggi



Fonte: Climate Bonds Initiative

4.2 “Definizione”

I green bond sono obbligazioni a reddito fisso emesse per raccogliere fondi destinati esclusivamente a progetti che offrono benefici ambientali. Questi progetti possono includere la produzione di energia rinnovabile, l'efficienza energetica, la gestione sostenibile delle risorse naturali, la conservazione della biodiversità e la gestione dei rifiuti.

Un aspetto cruciale dei green bond è la trasparenza. Gli emittenti sono tenuti a dichiarare chiaramente come i fondi raccolti saranno utilizzati ed a fornire rendicontazioni periodiche sull'avanzamento dei progetti finanziati.

I green bond possono essere classificati in diverse categorie in base al tipo di emittente ed alla struttura del bond:

1. Obbligazioni Sovrane: emesse da governi nazionali per finanziare progetti ambientali su larga scala.
2. Obbligazioni Aziendali: emesse da aziende private che desiderano finanziare iniziative sostenibili.
3. Obbligazioni delle Banche di Sviluppo: emesse da istituzioni finanziarie internazionali come la Banca Mondiale e la BEI.

I green bond offrono una serie di benefici sia per gli emittenti che per gli investitori. Per gli emittenti, rappresentano un modo efficace per attrarre capitali destinati a progetti sostenibili, migliorare la reputazione aziendale e dimostrare l'impegno verso la sostenibilità ambientale. Per gli investitori, i green bond offrono l'opportunità di diversificare il portafoglio e di sostenere iniziative ambientali senza rinunciare a rendimenti competitivi.

In aggiunta, gli investitori istituzionali sono sempre più propensi a includere i green bond nei loro portafogli. Questi strumenti, infatti, offrono una volatilità inferiore, aspetto cruciale per la diversificazione del portafoglio. Inoltre, gli investitori istituzionali sono sottoposti ad una crescente pressione sociale per integrare criteri *ESG* nelle loro decisioni di investimento, in linea con le preoccupazioni etiche riguardanti i cambiamenti climatici. Tale pressione deriva dalla necessità di rispondere alle aspettative di sostenibilità dei loro stakeholders e dalla crescente regolamentazione in materia di investimenti responsabili.

Infine, gli investimenti in green bond presentano rischi inferiori rispetto agli strumenti non green, in quanto evitano le esposizioni negative legate agli impatti ambientali nocivi. Gli investimenti tradizionali possono essere soggetti a rischi legali, reputazionali e regolamentari associati all'inquinamento ed al degrado ambientale, rischi che i green bond mitigano significativamente, fornendo un'alternativa più sicura e sostenibile.

Questi fattori combinati spiegano l'espansione ed il successo del mercato dei green bond, riflettendo una crescente consapevolezza e responsabilità verso le questioni ambientali e sociali da parte del settore finanziario.

Tuttavia, i green bond presentano anche alcune sfide. La principale è legata alla necessità di garantire la trasparenza e la rendicontazione sull'utilizzo dei fondi raccolti. Questo richiede un rigoroso processo di monitoraggio e verifica, spesso affidato ad enti terzi come CICERO²⁵. Ed anche un continuo aggiornamento di regolamentazioni sempre più stringenti e dettagliate per garantire un mercato green trasparente ed affidabile.

4.3 “Confronto Green e Brown Bond”

Numerosi studi accademici ed analisi di mercato hanno esplorato le peculiarità finanziarie dei green bond per comprendere le loro differenze rispetto alle obbligazioni convenzionali, spesso chiamate "brown bond". Le obbligazioni tematiche, come i green bond, presentano caratteristiche distintive che le contraddistinguono significativamente dai titoli di debito tradizionali per diversi motivi.

Gli investitori in obbligazioni tematiche, quali i green bond, mostrano un forte interesse per la destinazione specifica dei fondi raccolti, il che si traduce in un controllo più rigoroso sull'emittente riguardo all'utilizzo delle risorse. Contrariamente agli obbligazionisti di titoli tradizionali, che si concentrano principalmente sulla capacità dell'emittente di garantire il pagamento degli interessi ed il rimborso del capitale, gli investitori di green bond sono motivati da obiettivi "altruistici", investendo in progetti che promettono benefici ambientali e sociali concreti.

Una caratteristica distintiva dei green bond è il coinvolgimento di una categoria aggiuntiva di soggetti: i beneficiari. Questi ultimi sono i destinatari dei finanziamenti ottenuti tramite l'emissione dei bond. In alcuni casi, l'emittente stesso può coincidere con il beneficiario, utilizzando i fondi raccolti per migliorare direttamente il proprio impatto ambientale o sociale. Questo coinvolgimento arricchisce il rapporto tra emittente ed investitori, introducendo una dimensione di responsabilità sociale ed ambientale.

Secondo diversi esperti, i green bond possono essere percepiti come più rischiosi rispetto ai brown bond a causa degli obiettivi ambientali più ambiziosi ed incerti che devono raggiungere. Questi obiettivi richiedono spesso garanzie e certificazioni specifiche per assicurare la sostenibilità dei progetti finanziati. D'altro canto, l'interesse crescente verso gli investimenti sostenibili ha creato una base di investitori motivati disposti a sacrificare una parte del rendimento a favore di investimenti

²⁵ Il *Centre for International Climate and Environmental Research* è un istituto di ricerca interdisciplinare, con l'obiettivo di fornire conoscenze scientifiche per comprendere ed affrontare le sfide globali legate ai cambiamenti climatici. CICERO è noto per il suo ruolo cruciale nella certificazione e valutazione dei green bond.

green. Questa dinamica può comportare una riduzione del tasso cedolare dei green bond rispetto alle obbligazioni tradizionali, poiché gli investitori accettano rendimenti leggermente inferiori in cambio di benefici ambientali e sociali.

I green bond, come già accennato, richiedono un'attenzione particolare ai processi di tracciabilità e rendicontazione per garantire che i fondi siano utilizzati in modo coerente con gli obiettivi dichiarati. Questi processi includono: tracciabilità dei fondi, monitoraggio continuo dell'utilizzo dei fondi per assicurare che siano destinati ai progetti previsti; rendicontazione periodica, con pubblicazione di rapporti dettagliati sull'avanzamento dei progetti e sull'impatto ambientale e sociale raggiunto; certificazioni e verifiche esterne, con coinvolgimento di enti terzi per fornire valutazioni indipendenti sulla sostenibilità dei progetti finanziati.

I green bond rappresentano un'innovazione significativa nel panorama finanziario, introducendo nuovi standard di trasparenza, responsabilità e sostenibilità. Sebbene possano presentare rischi maggiori rispetto alle obbligazioni tradizionali, la crescente domanda di investimenti responsabili e sostenibili suggerisce che continueranno a giocare un ruolo cruciale nel finanziamento della transizione verso un'economia più verde e sostenibile. L'evoluzione dei green bond riflette una trasformazione nel comportamento degli investitori e nelle aspettative della società, promuovendo un modello di investimento che valorizza non solo i rendimenti finanziari ma anche i benefici ambientali e sociali.

4.4 “Le Normative”

Come esposto nei capitoli precedenti, l'attenzione verso gli strumenti finanziari "verdi" è aumentata significativamente negli ultimi anni, principalmente a causa della crescente consapevolezza riguardo ai cambiamenti climatici ed alla necessità di affrontarli efficacemente.

E parallelamente, l'evoluzione del mercato globale delle obbligazioni tematiche è stato affiancato dall'implementazione di linee guida settoriali e certificazioni specifiche, che hanno contribuito a strutturare e regolamentare tale mercato.

Le principali regolamentazioni inerenti ai green bond, che ambiscono a garantire un mercato affidabile e prevenire pratiche scorrette, sono i *Green Bond Principles* (GBP) e l'*EU Green Bond Standard* (EU GBS). Entrambi svolgono un ruolo cruciale nel promuovere la trasparenza e l'integrità del mercato delle obbligazioni verdi, ma si differenziano per approccio e rigore.

I *Green Bond Principles* emessi per la prima volta dall'ICMA nel 2014, sono linee guida procedurali non vincolanti che mirano a garantire la trasparenza e la divulgazione delle informazioni, promuovendo l'integrità nella crescita del mercato dei green bond. Queste linee guida delineano un approccio chiaro per l'emissione di tali obbligazioni. I GBP hanno un'ampia applicabilità nel mercato: forniscono agli emittenti indicazioni sulle componenti essenziali per l'emissione di un green bond; supportano gli investitori offrendo l'accesso alle informazioni necessarie per valutare l'impatto positivo dei loro investimenti in green bond; e aiutano i sottoscrittori fornendo informazioni utili per facilitare varie transazioni.

I GBP raccomandano che gli emittenti seguano procedure e trasparenze informative, utili per ogni parte interessata al fine di comprendere le caratteristiche specifiche di ogni bond. Le linee guida enfatizzano la necessità di trasparenza, accuratezza ed integrità delle informazioni che gli emittenti devono comunicare e riportare agli stakeholder.

I GBP si suddividono in quattro componenti fondamentali:

1. *Use of Proceeds*: il punto centrale di un green bond è l'utilizzo dei proventi ottenuti dall'emissione obbligazionaria per finanziare progetti ecologici, che devono essere descritti chiaramente nella documentazione legale del titolo. Questi progetti green devono apportare benefici ambientali tangibili, che l'emittente deve valutare e, se possibile, quantificare. Se tutti o parte dei proventi vengono utilizzati per rifinanziare un progetto esistente, è consigliabile che l'emittente indichi chiaramente quale parte dei fondi è destinata al nuovo finanziamento e quale al rifinanziamento. I GBP identificano diverse categorie di progetti che possono essere considerati idonei come progetti green, contribuendo ad affrontare importanti problemi ambientali come la mitigazione e l'adattamento ai cambiamenti climatici, la conservazione delle risorse naturali, la protezione della biodiversità e la prevenzione e il controllo dell'inquinamento.

Figura 16| Categorie di progetti green individuate dall'ICMA

Environmental objectives					
GBP-project categories	Climate change mitigation	Climate change adaptation	Biodiversity	Natural resource coservation	Pollution prevention and control
Renewable energy	●●●			●	●
Energy efficiency	●●●				●
Pollution prevention and control				●	●●●
Enviromentally sustainable management of living natural resources and land use	●	●●	●●●	●●●	
Terrestrial and aquatic biodiversity conservation		●	●●●	●●●	
Clean transportation	●●●			●	●●●
Sustainable water and wastewater management		●●	●●	●●	●●●
Climate change adaptation		●●●			
Eco-efficient and/or circular economy adapted products, production technologies and processes	●●		●	●●●	●
Green buildings	●●●	●		●●●	●

Fonte: International Capital Market Association; 2018

2. *Process for Project Evaluation and Selection*: l'emittente di un green bond deve chiaramente comunicare agli investitori: gli obiettivi ambientali del progetto; i processi utilizzati dall'emittente per garantire che i progetti siano in linea con le categorie dei progetti green precedentemente identificate; i criteri di eleggibilità dei progetti, inclusi eventuali criteri di esclusione ed altri processi applicati per identificare e gestire i potenziali rischi ambientali e/o sociali associati ai progetti.

3. *Management of Proceeds*: questa componente si occupa della gestione dei fondi raccolti tramite le obbligazioni verdi, includendo la loro conservazione in conti separati ed il monitoraggio costante del loro utilizzo per finanziare progetti ambientali. Garantire la tracciabilità dei fondi, aiuta a rendere l'emissione delle obbligazioni verdi più trasparente. Finché il green bond non viene estinto, il saldo dei ricavi netti deve essere periodicamente aggiornato per riflettere le allocazioni ai progetti previsti durante quel periodo. L'emittente ha l'obbligo di informare gli investitori su come vengono temporaneamente utilizzati quei proventi netti che non sono ancora stati destinati ai progetti specifici.

4. *Reporting*: questa componente si riferisce alle attività di rendicontazione che gli emittenti di obbligazioni verdi devono effettuare per assicurare la trasparenza e la responsabilità del processo di emissione. Gli emittenti devono preparare, mantenere e aggiornare le informazioni sull'utilizzo dei proventi, assicurandosi di farlo annualmente fino a quando tutti i fondi sono stati assegnati, e tempestivamente se ci sono sviluppi significativi. Questo report annuale dovrebbe includere un elenco dei progetti finanziati con i proventi dei green bond, una breve descrizione di ciascun progetto, gli importi assegnati a ciascuno ed il loro impatto atteso.

I GBP sono stati creati per promuovere la trasparenza e l'uniformità nel mercato delle obbligazioni verdi, fornendo un quadro di riferimento per emittenti, investitori ed altri partecipanti al mercato. Il principale obiettivo dei GBP è aumentare la fiducia degli investitori nel mercato delle obbligazioni verdi, fornendo chiarezza sui progetti finanziati. L'adozione dei GBP è essenziale per rafforzare la fiducia degli investitori e stimolare la crescita del mercato delle obbligazioni verdi. Un'emissione obbligazionaria che rispetta le quattro componenti è definita *labelled*, una classificazione che riconosce l'impegno dell'emittente verso la sostenibilità ambientale e può incrementare l'interesse degli investitori.

Parallelamente, l'Unione Europea ha sviluppato l'*EU Green Bond Standard* (EU GBS), supportata dal TEG²⁶, un quadro normativo più rigoroso volto a consolidare la leadership dell'UE nella finanza sostenibile. L'iter per l'applicazione di tale Regolamento inizia il 6 luglio 2021, quando viene presentata la proposta alla Commissione, la quale viene adottata dal Consiglio europeo il 23 ottobre 2023, per poi pubblicare il Regolamento EU GBS (UE 2023/2631) il 30 novembre 2023. È entrato ufficialmente in vigore il 20 dicembre 2023, e la sua applicazione avrà inizio esattamente un anno dopo (tempo di gestazione operativa), ossia il 20 dicembre 2024.

Uno degli elementi distintivi dell'EU GBS è la sua stretta conformità alla Tassonomia UE. Questo assicura che i proventi delle obbligazioni verdi siano utilizzati esclusivamente per finanziare progetti che contribuiscono sostanzialmente agli obiettivi ambientali dell'UE.

L'EU GBS richiede che gli emittenti redigano un *Green Bond Framework* (GBF) dettagliato, che descriva come i proventi saranno utilizzati, specificando i progetti verdi che saranno finanziati. Questo documento deve essere reso pubblico prima dell'emissione del bond e deve essere verificato

²⁶ Il *Technical Expert Group on Sustainable Finance* (TEG) è un gruppo di esperti istituito dalla Commissione europea nel 2018 con l'obiettivo di sviluppare raccomandazioni per la finanza sostenibile.

da un revisore esterno accreditato. La verifica esterna è un altro elemento cruciale dell'EU GBS, in quanto garantisce che le informazioni fornite dagli emittenti siano accurate e conformi agli standard richiesti. I revisori esterni devono essere registrati presso l'ESMA, e valutano l'allineamento del bond con gli standard EU GBS e la Tassonomia UE sia prima che dopo l'emissione. Inoltre, gli emittenti devono fornire rapporti periodici dettagliati sull'allocazione dei fondi (*Allocation Reporting*) e sull'impatto ambientale dei progetti finanziati (*Impact Reporting*), aumentando così la trasparenza e la responsabilità nei confronti degli investitori.

L'implementazione dell'EU GBS è stata progettata per superare alcune delle criticità associate ai *Green Bond Principles* dell'ICMA, che, pur essendo molto influenti, sono di natura volontaria e meno rigorosi. L'obbligatorietà della conformità alla Tassonomia UE e la necessità di verifiche esterne imposte dall'EU GBS mirano a ridurre il rischio di greenwashing, assicurando che i progetti finanziati abbiano effettivamente un impatto ambientale positivo. Inoltre, l'EU GBS mira a creare un mercato delle obbligazioni verdi più robusto e standardizzato, capace di attrarre un'ampia gamma di investitori, compresi quelli istituzionali, che sono sempre più interessati a investimenti sostenibili. Pertanto, un'altra caratteristica degli EU GBS è l'inclusività, aprendo il mercato delle obbligazioni verdi ad emittenti UE e non-UE, con flessibilità specifica per gli emittenti sovrani (esattamente l'opposto dell'ICMA).

L'EU GBS non solo promuove la trasparenza e l'integrità nel mercato delle obbligazioni verdi, ma supporta anche la leadership globale dell'Unione Europea nella finanza sostenibile. Con l'adozione di questo standard, l'UE intende fornire un modello che può essere replicato a livello internazionale, contribuendo così a mobilitare i capitali necessari per affrontare le sfide ambientali globali. Secondo il TEG, l'EU GBS rappresenta un passo decisivo verso l'integrazione dei criteri *ESG* nel sistema finanziario globale, favorendo la transizione verso pratiche economiche più sostenibili e responsabili.

CAPITOLO 5 “L’importanza delle banche verso la transizione: caso studio UniCredit”

Dallo studio eseguito nei capitoli precedenti si evince come sia di fondamentale importanza che chiunque, dal cittadino all’ente governativo, dia il proprio contributo nella transizione verso un mondo più sostenibile, perché l’impegno verso la sostenibilità, oltre che raccontato, va anche dimostrato ed implementato.

Soprattutto le banche giocano un ruolo cruciale nello sviluppo di un futuro eco-friendly, fungendo da intermediari nel finanziamento di progetti che promuovono la sostenibilità ambientale e sociale.

In questo capitolo andremo ad analizzare in particolare l’impegno di UniCredit nell’incorporare i criteri *ESG* nelle sue policy, concentrandoci sulla conformità ai principi di finanza sostenibile e sull’efficacia nell’allocazione delle risorse verso progetti socio-economici. Questo ci permetterà di determinare come un istituto finanziario possa contribuire agli obiettivi di sostenibilità, riducendo il proprio impatto ambientale e generando valore sostenibile nel lungo periodo.

5.1 “Introduzione UniCredit”

UniCredit è una banca commerciale pan-europea con un modello di servizio unico nel suo genere, opera in 13 sedi localizzate in Italia, Germania, Europa Centrale ed Orientale. Il suo obiettivo primario è dare alle proprie comunità le leve per il progresso, offrendo i miglior servizi ed aiuti a tutti gli stakeholder e clienti (oltre 15 milioni).

La sostenibilità è parte del DNA di UniCredit. Essendo pienamente impegnata nella creazione del valore a lungo termine per tutti gli stakeholder e misurando le prestazioni dell’azienda non solo sulla base del rendimento economico, ma anche su come essa raggiunge gli obiettivi *ESG*, considerati essenziali per la crescita ambita.

L’anno di svolta del *commitment ESG* di UniCredit è stato il 2021, fondamentalmente per due motivi: l’elaborazione del nuovo piano strategico triennale *UniCredit Unlocked* e successivamente l’adesione al *Net-Zero Banking Alliance (NZBA)*.

5.1.1 “UniCredit Unlocked”

Publicato il 9 dicembre 2021 è un piano strategico con la finalità di sprigionare il potenziale all'interno di UniCredit, per aprirsi ad una nuova stagione di crescita e creazione di valore.

Fra i vari obiettivi del piano, fra cui un nuovo modello di business, una più efficiente performance finanziaria, una completa digitalizzazione... Il focus del piano strategico è incentrato sulla sostenibilità come parte integrante di ogni azione intrapresa da UniCredit.

I principali obiettivi prefissati nel triennio 2022-2024²⁷ sono:

- riduzione del 60% delle emissioni di gas serra dal 2008 con obiettivo *Net-Zero* entro il 2030;
- 79% di utilizzo di energia rinnovabile negli uffici con obiettivo di azzeramento della plastica monouso presso le sedi entro la fine del 2022;
- contributo di oltre €40 mln per iniziative di *corporate citizenship* e filantropiche per l'educazione finanziaria di 100.000 giovani, mantenendo, al contempo, l'impegno a fornire supporto a categorie a rischio di esclusione finanziaria;
- impegno nella realizzazione delle *policy ESG* globali, per garantire parità di retribuzione fra sessi a parità di lavoro, con un investimento di €100 mln.

Figura 17| Obiettivi ESG UniCredit Unlocked



Fonte: UniCredit Unlocked; 2021

²⁷ Ad oggi, al primo trimestre del 2024, UniCredit ha raggiunto gli obiettivi prefissati nel suo piano strategico, e sta continuando a progredire verso un futuro sempre più sostenibile.

UniCredit ha inoltre fissato un target cumulato di €150 mld di nuovi volumi ESG, per finanziare progetti innovativi per la transizione ambientale.

Figura 18| Piano di investimento ESG UniCredit Unlocked



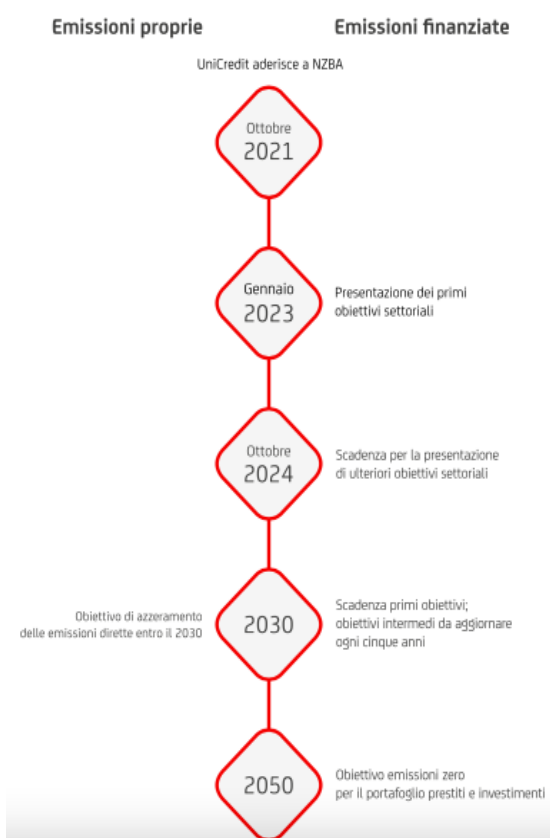
Fonte: UniCredit Unlocked; 2021

5.1.2 “Net-Zero Banking Alliance”

Ad ottobre 2021 UniCredit ha aderito alla *Net-Zero Banking Alliance*, un gruppo di importanti banche globali convocato dalle Nazioni Unite, impegnato ad allineare i propri portafogli di prestiti ed investimenti verso l'obiettivo di emissioni nette pari a zero (*Net-Zero*) entro il 2050.

Figura 19| Percorso Net-Zero

IL NOSTRO PERCORSO VERSO NET ZERO



Fonte: unicreditgroup.eu

UniCredit ha fissato gli obiettivi intermedi al 2030 per i tre settori a più alte emissioni all'interno del proprio portafoglio crediti: Petrolio e gas, Produzione di energia elettrica ed Automotive. Per quanto riguarda il carbone, il Gruppo ha già definito la strategia di abbandono graduale del settore entro il 2028 e la relativa policy è già in vigore. Tutte le banche membri della *NZBA* hanno firmato la dichiarazione di impegno, definendo gli obiettivi climatici:

- Trasferire le emissioni di gas serra (GHG) dai loro portafogli per allinearsi con i percorsi *Net-Zero* entro il 2050 o prima;
- Fissare obiettivi per il 2030, con obiettivi intermedi da fissare ogni 5 anni dal 2030 in poi;
- I primi obiettivi 2030 delle banche si concentreranno su settori prioritari in cui la banca può avere l'impatto più significativo;
- Pubblicare annualmente le emissioni assolute;

L'adesione alla *NZBA* è più che triplicata in numero da quando l'Alleanza è stata lanciata ed aperta a tutte le banche a livello globale.

Figura 20| Membri e dati NZBA; 2024



Fonte: <https://www.unepfi.org/net-zero-banking/members/>

5.2 “L’impegno di UniCredit”

Confrontando gli ultimi due anni (2022, 2023) possiamo notare come UniCredit abbia notevolmente intensificato gli sforzi sostenibili, focalizzandosi particolarmente nei settori a più alte emissioni²⁸, ed emettendo considerevoli Green and Social Bonds per investire in progetti *ESG*.

Da quando sono stati fissati i primi obiettivi *Net-Zero*, le emissioni sono diminuite per il settore Petrolio e gas, così come l’intensità delle emissioni per il settore Produzione di energia elettrica. Mentre l’intensità delle emissioni è rimasta abbastanza stabile per il settore Automotive, principalmente a causa di un cambiamento nella granularità dei dati utilizzati per la stima della baseline di emissioni.

Nel Bilancio Integrato 2022, troviamo le *baseline* di partenza del 2021²⁹ stanziata dalla *IEA*³⁰ ed i relativi finanziamenti iscritti in bilancio. Questi dati verranno confrontati con le informazioni analoghe ma del Bilancio Integrato 2023, e quindi mostrando i primi risultati positivi conseguiti, verso l’obiettivo *Net-Zero*.

5.2.1 “Settore Petrolio e gas”

Nel settore del Petrolio e gas a fine 2021, la *IEA* ha stimato la *baseline*³¹ per le emissioni finanziate di tipologia “Scope 3”³², prevedendo una riduzione delle emissioni assolute del 29% entro il 2030. UniCredit aveva un valore iniziale di emissioni di 21,4 Mt CO₂e, per un totale di €7,8 mld di finanziamenti iscritti in bilancio, relativi al medesimo settore.

²⁸ Petrolio e gas, Produzione energia elettrica, Automotive. Sono i tre settori prioritari individuati ad elevata intensità di carbonio per i quali si dispone di una notevole quantità di dati e parametri di riferimento per lo scenario climatico *Net-Zero*, nonché di linee guida e metodologie consolidate. Inoltre, la rilevanza di questi tre settori all’interno del portafoglio della banca è elevata.

²⁹ Ogni baseline è stata calcolata in base agli utilizzi iscritti in bilancio al 31/12/2021 in riferimento a tutti e tre i settori prioritari.

³⁰ *International Energy Agency* è un organismo semiautonoma dell’*OCSE*, istituito nel 1974 a seguito della prima crisi petrolifera. Gli obiettivi dell’*IEA* sono quelli di monitorare l’evoluzione del mercato mondiale del petrolio, del gas e delle altre fonti di energia, assicurare il rifornimento di petrolio e prodotti petroliferi in situazioni di emergenza, ed assistere i Governi nell’attuazione delle politiche energetiche, promuovendone la sostenibilità, oltre alla sicurezza.

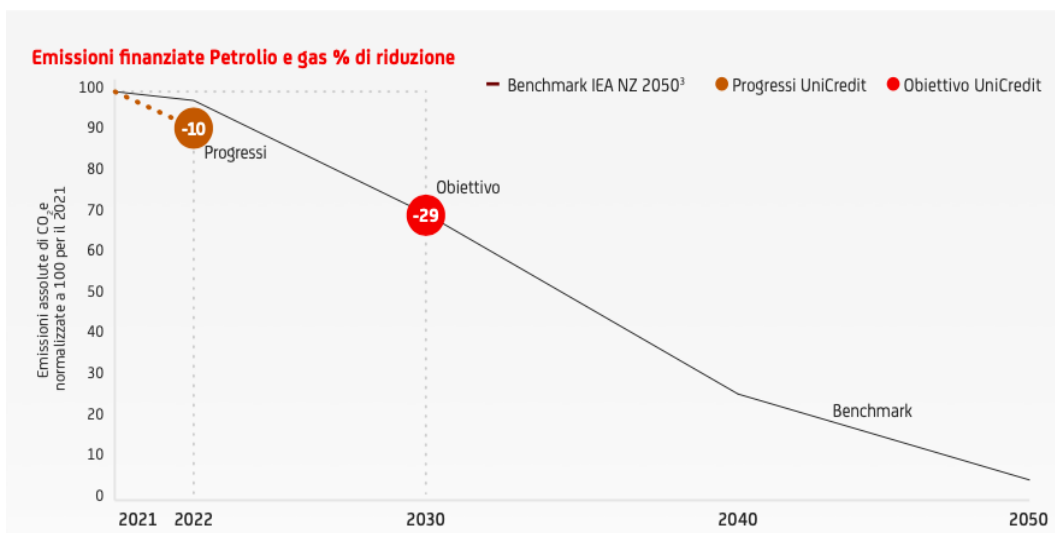
³¹ A fini del calcolo della *baseline* e dell’obiettivo *Net-Zero* della *IEA* (*IEA NZ*) è stata utilizzata la metrica delle emissioni finanziate assolute, escludendo però carbone, bioenergia e rifiuti per rimanere coerente con le policy interne di UniCredit (ad es. la policy che vieta i finanziamenti al settore del carbone).

³² Le emissioni vengono suddivise in tre categorie: Scope 1, che comprende le emissioni dirette controllate dall’organizzazione; Scope 2, che riguarda le emissioni indirette legate alla produzione di elettricità; scope 3, che include le emissioni indirette provenienti dalla catena del valore dell’azienda.

Per raggiungere l'obiettivo di 15,2 Mt CO₂e entro il 2030, UniCredit si sta concentrando nel coinvolgere ulteriormente i clienti con strategie di transizione per supportarli attivamente nel loro percorso, nonché a ridurre gradualmente i finanziamenti verso i clienti, con alte emissioni, non allineati alla transizione. Questo nuovo approccio sviluppato consente di bilanciare la necessità di garantire la sicurezza energetica, passando al contempo a fonti di energia più sostenibili.

Ed è così che in un solo anno UniCredit ha ridotto i finanziamenti nel settore a €5,7 mld (circa -27%), facendo di conseguenza diminuire le emissioni a 19,3 Mt CO₂e (-10%).

Figura 21| Progressi UniCredit nel Settore Petrolio e gas



Fonte: Bilancio Integrato Unicredit 2023

Inoltre, per supportare la transizione del settore, UniCredit sta promuovendo iniziative settoriali che agevolino la crescita di combustibili puliti alternativi, come l'idrogeno. Dal 2021 fa parte della *European Clean Hydrogen Alliance*, istituita dalla Commissione europea per sostenere lo sviluppo di progetti di idrogeno verde che guidino la transizione energetica. UniCredit sta investendo in nuove tecnologie climatiche come quelle sviluppate da *Tree Energy Solutions (TES)*³³

³³ TES è una società di transizione energetica integrata su scala industriale all'avanguardia nella produzione di e-NG (gas naturale elettrico derivato dall'idrogeno verde).

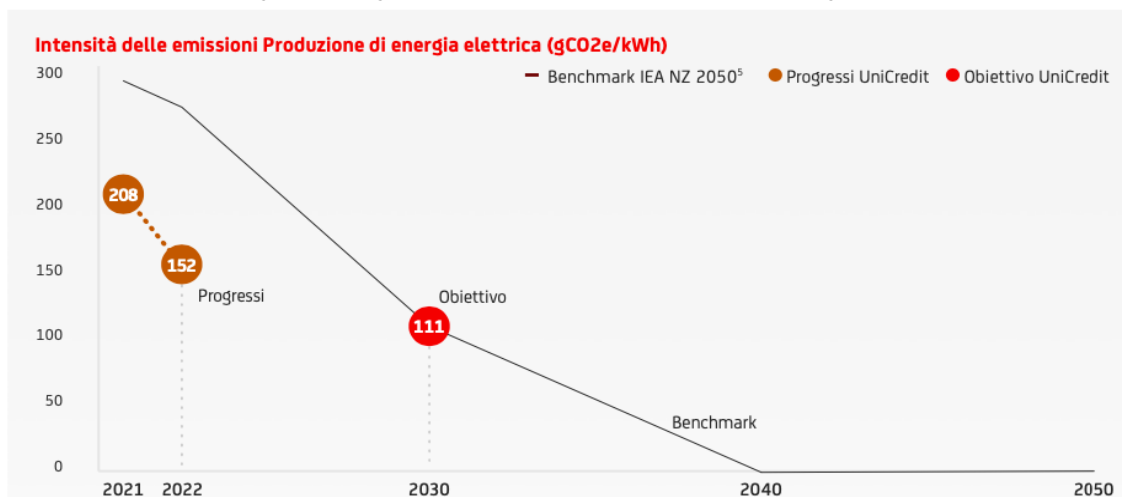
5.2.2 “Settore Produzione energia elettrica”

Secondo lo scenario *IEA NZ* riferito all’Europa, nel 2021 l’intensità fisica³⁴ è stata pari a 295 gCO₂e/ kWh. Nel 2021 l’intensità fisica della banca è stata pari a 208 gCO₂e/ kWh, inferiore al valore di riferimento. L’obiettivo imposto dalla *IEA*, al quale UniCredit fa riferimento, entro il 2030 è pari a 111 gCO₂e/ kWh. In questa analisi l’attenzione si è concentrata sulle emissioni di “Scope 1”, le più rilevanti per il settore³⁵.

Nel 2022 l’intensità fisica del portafoglio creditizio della banca ha raggiunto i 152 gCO₂e/ kWh, in calo del 27% rispetto al 2021. Il risultato raggiunto è ben al di sotto della traiettoria target grazie al miglioramento di due principali fattori. In primo piano vi è la qualità dei dati che ha contribuito ad una migliore individuazione dei finanziamenti per le energie rinnovabili. Più di cinque miliardi di euro del portafoglio sono relativi a finanziamenti ad imprese di produzione di energia esclusivamente rinnovabile o a finanziamenti dedicati ad operatori tradizionali per il sostegno alla produzione di energia da fonti rinnovabili. Tant’è che i finanziamenti iscritti in bilancio in questo settore sono aumentati, passando da €8,9 a €10,4 mld.

Inoltre, UniCredit accompagna i suoi clienti nel passaggio da una produzione di energia da combustibili fossili a fonti di energia più sostenibili.

Figura 22| Progressi UniCredit nel settore Produzione di energia elettrica



Fonte: Bilancio Integrato UniCredit 2023

³⁴ L’intensità fisica delle emissioni di carbonio per unità di energia elettrica prodotta, ponderata per il portafoglio, è stata utilizzata come metrica per il calcolo della baseline e la definizione dell’obiettivo.

³⁵ Le emissioni di Scope 2 e 3 non sono state prese in considerazione, alla luce del loro ridotto impatto sulla catena del valore dell’energia elettrica ed a causa della scarsa disponibilità di dati.

5.2.3 “Settore Automotive”

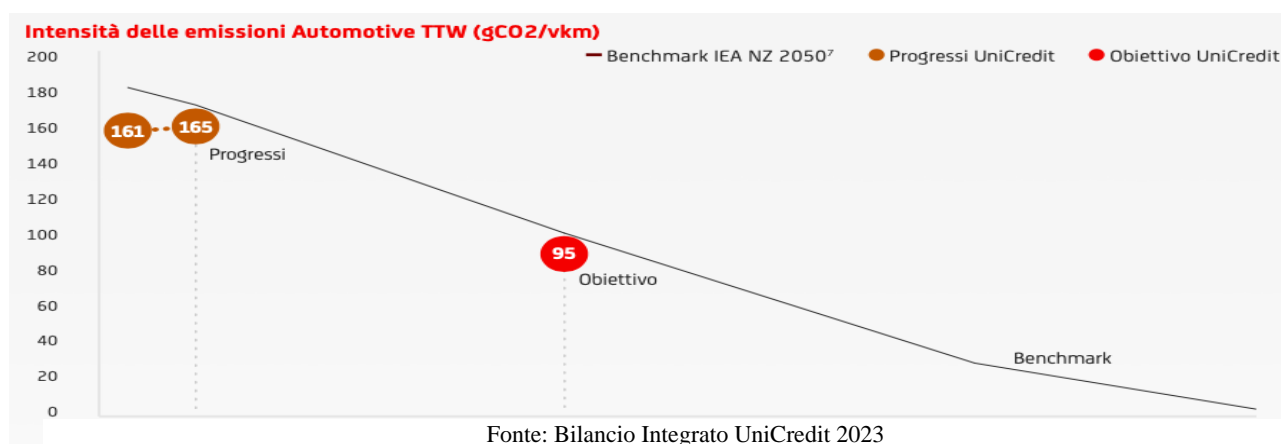
Il settore Automotive è un pilastro dell’economia globale e, al tempo stesso, uno dei principali contributori al cambiamento climatico. Il trasporto su strada in Europa rappresenta circa un quinto delle emissioni di gas serra (GHG).

In questo settore l’analisi del profilo di emissioni del portafoglio si è concentrata sulle emissioni di “Scope 3”, categoria 11 *Tank-to-wheel (TTW)*³⁶, rispetto alle quali le case automobilistiche dispongono di maggiori leve per realizzare la decarbonizzazione, come il passaggio ai veicoli elettrici ed il miglioramento dell’efficienza dei carburanti.

Nel 2022 l’intensità fisica del portafoglio creditizio di UniCredit è rimasta piuttosto stabile rispetto al 2021 con 165 gCO₂/vkm³⁷ mostrando un leggero aumento (+2,3% rispetto al 2021), diversamente da quanto visto nei settori esaminati in precedenza. Ma rimanendo comunque al di sotto del benchmark *IEA NZ*.

Questo aumento può essere spiegato da un lato grazie al forte aumento delle vendite di veicoli ibridi ed elettrici delle case automobilistiche del portafoglio della banca. Dall’altro, questo beneficio è stato totalmente compensato dall’effetto negativo causato da un miglioramento dei dati utilizzati per calcolare le emissioni (ovvero dati più granulari sulle vendite in base al modello di auto ed alla marca per area geografica che consentono una migliore stima delle emissioni).

Figura 23| Progressi UniCredit nel settore Automotive



³⁶ La "Categoria 11 *Tank-to-Wheel*" è uno specifico ambito delle emissioni di Scope 3 che si riferisce alle emissioni generate direttamente dall'utilizzo dei veicoli. Nello specifico, copre le emissioni provenienti dalla combustione del carburante dal "serbatoio alla ruota". Nel contesto delle politiche ambientali e della sostenibilità, soprattutto nel settore automobilistico, le emissioni *TTW* sono particolarmente rilevanti perché sono direttamente influenzate dalla tecnologia del veicolo e dal tipo di carburante utilizzato.

³⁷ La metrica principale per il settore Automotive è stata quella dell'intensità fisica ponderata per l'esposizione (gCO₂/vkm), che misura l'intensità delle emissioni di Scope 3, categoria 11 *TTW*, dei nuovi veicoli prodotti.

5.3 “Analisi Green Bond UniCredit”

UniCredit contribuisce egregiamente nel suo impegno sostenibile, anche con la promozione di strumenti finanziari sostenibili, dal 2021 ha emesso ben 10 Green Bond propri, per un totale di €5,6 mld immessi nella finanza sostenibile, di cui €2,75 mld in Italia, suddivisi in 3 bonds (2021,2022,2023).

Per regolare l’emissione delle obbligazioni UniCredit ha adottato un *Sustainability Bond Framework* che si basa sui principi e sulle linee guida introdotte dai *Green Bond Principles*, dai *Social Bond Principles* e dalle *Sustainability Bond Guidelines*, tutti versione 2021, amministrati dall’ICMA. Per promuovere la trasparenza nelle divulgazioni riguardanti gli impatti ambientali e sociali degli investimenti in obbligazioni. Il Framework è inoltre inteso ad allinearsi, nella misura attualmente possibile, al Regolamento *European Green Bond Standard*.

Unicredit si è adattata e continua a farlo alla regolamentazione in evoluzione degli ultimi anni. Uniformandosi a regolamentazioni come la *CSRD*, la *SFDR* e la *General Administrative Regulations (GAR)*. Tutte regolamentazioni finalizzate a migliorare e standardizzare la trasparenza delle informazioni sulla sostenibilità comunicate dalle aziende, classificando i prodotti di investimento in base al loro impatto ambientale e sociale.

La regolamentazione, continua ad evolversi, e di conseguenza il Framework di UniCredit dovrà allinearsi agli ultimi standards emanati quanto prima.

5.3.1 “Green Bond 2021”

Emesso a giugno 2021 con un valore di €1 mld, i *proceeds* sono stati distribuiti per il 75% ad investimenti riguardanti *renewable energy*, mentre il restante 25% in *green building*.

Un esempio di *eligible green asset* in ambito energia rinnovabile, è il finanziamento per la transizione energetica fotovoltaica con l’installazione di 52 impianti fotovoltaici per un progetto dal valore di €358,8 mln per 113,7 MW.

Mentre un esempio di finanziamento *green building* è la ristrutturazione di un hotel che ha permesso di migliorare la classe di efficienza energetica dell’edificio da F ad A1 con un risparmio di 68 tonnellate di CO2 all’anno.

UniCredit, a seguito degli investimenti emette un *Green Impact Reporting*, analizzando i contributi degli *eligible green assets* alla mitigazione dei cambiamenti climatici, utilizzando due diversi set di informazioni per calcolare l'impatto ambientale:

1. per i progetti di energia rinnovabile, l'impatto si basa sul risparmio annuale di CO₂e (tonnellate), sulla produzione di energia rinnovabile (MWh) per anno e sulla capacità installata (MW);
2. per i progetti di *green building*, l'impatto si basa sul risparmio annuale di CO₂e (tonnellate), sul risparmio energetico totale (MWh) per anno e sull'area totale lorda degli edifici (m²).

Figura 24| UniCredit Green Impact Reporting 2021



Fonte: UniCredit Sustainability Bond Report 2022

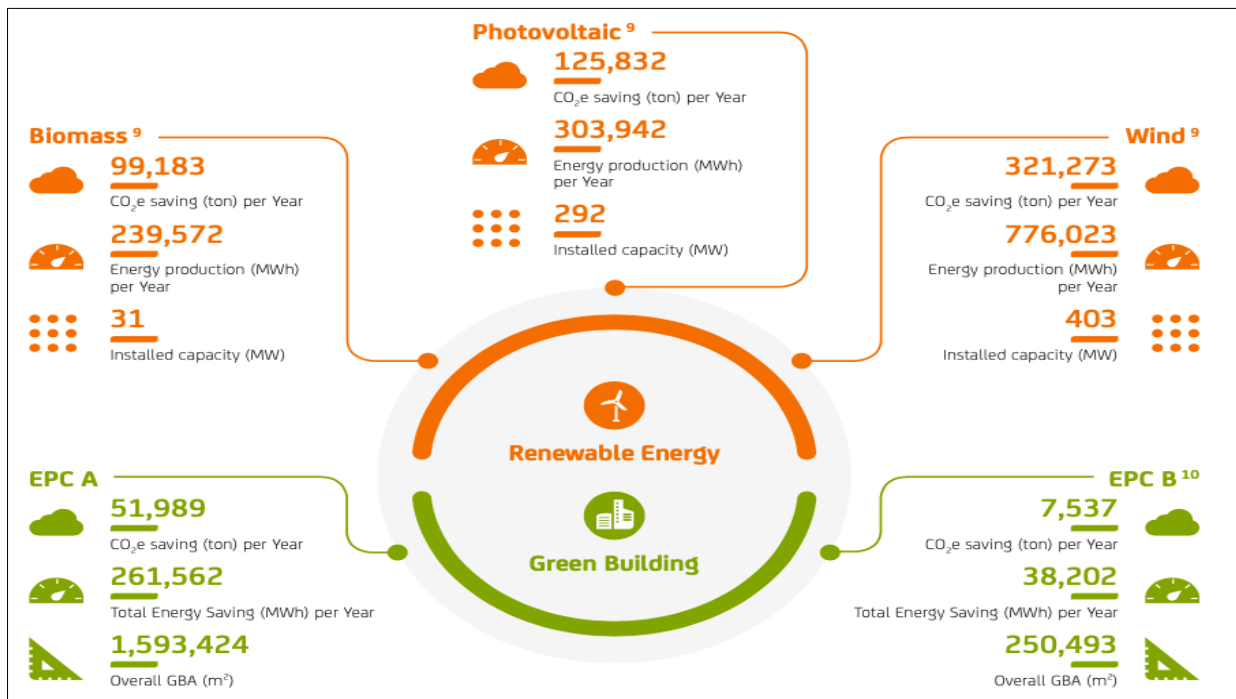
5.3.2 “Green Bond 2022”

Emesso a novembre 2022 sempre con un valore di €1 mld, i *proceeds* sono stati distribuiti per il 39% ad investimenti riguardanti *renewable energy*, mentre il restante 61% per l’investimento in *green building*.

Un esempio di *eligible green asset* nell’ambito energia rinnovabile può essere rappresentato dal finanziamento per la produzione di energia fotovoltaica. Il 19 dicembre 2022 UniCredit, nel ruolo di MLA & Bookrunner, Banca di Copertura, Agente e Banca Conto, ha chiuso con successo un

finanziamento di un progetto di prestito green di €140 mln per l'implementazione di 28 impianti fotovoltaici (oltre 26 MW) geograficamente ben diversificati, coprendo quasi tutto il territorio italiano.

Figura 25| UniCredit Green Impact Reporting 2022



Fonte: UniCredit Sustainability Bond Report 2023

Questo capitolo mette in luce come, in un mondo in rapida evoluzione, con sfide ambientali e sociali sempre più pressanti, UniCredit emerge non solo come un attore chiave nel panorama bancario europeo, ma anche come un esempio virtuoso di come la finanza sostenibile possa e debba essere intrinseca alla strategia aziendale per assicurare un futuro prospero e sostenibile.

Conclusioni

In conclusione, questo elaborato ha fornito un'analisi dettagliata della finanza sostenibile, mettendo in risalto le sue caratteristiche distintive e l'evoluzione nel contesto globale. Attraverso una disamina dei green bond, è stato evidenziato il loro ruolo cruciale in questo contesto storico, dove la crescente consapevolezza globale sui cambiamenti climatici e sulle disuguaglianze sociali hanno condotto tali strumenti finanziari al centro delle strategie aziendali e nelle politiche pubbliche ecocompatibili.

La finanza sostenibile risponde alle critiche ed alle lacune della finanza tradizionale, che spesso ha favorito il profitto a breve termine a discapito delle considerazioni ambientali e sociali. Integrando i suoi principi *ESG*, non solo promuove pratiche di investimento responsabili, ma stimola anche un approccio integrato alla gestione delle risorse economiche ed ambientali. Gli investimenti in progetti sostenibili, quali le energie rinnovabili e le costruzioni green, dimostrano come sia possibile coniugare l'obiettivo di rendimenti finanziari con la necessità di ridurre l'impatto ambientale.

Le normative europee sono state fondamentali nel promuovere pratiche finanziarie sostenibili, offrendo un quadro regolamentare chiaro e trasparente per garantire l'integrità del settore, e sanzionando le aziende che praticano il greenwashing. In particolare, la Tassonomia UE ed il *Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR)* sono strumenti fondamentali che assicurano la trasparenza e la comparabilità degli investimenti sostenibili, rafforzando la fiducia degli investitori e stimolando la crescita del mercato green.

Per finire, la sostenibilità crea valore, e la finanza sostenibile, fungendo da catalizzatore del cambiamento, possiede il potenziale per dare forma ad una nuova economia più consapevole delle questioni ambientali e sociali. L'Unione Europea, con i suoi sforzi normativi e regolamentari, si pone in prima linea in questo processo di trasformazione, rappresentando un modello da seguire per gli altri paesi.

Il futuro della finanza sostenibile dipenderà dalla capacità di innovare e adattarsi ad un contesto in continua evoluzione, mantenendo al centro l'obiettivo di un equilibrio tra sviluppo economico, equità sociale e protezione ambientale.

La transizione verso un'economia sostenibile richiederà un impegno collettivo da parte di governi, istituzioni finanziarie, aziende e cittadini. Solo attraverso una collaborazione globale ed un'azione coordinata sarà possibile raggiungere gli obiettivi di sostenibilità, favorire una crescita economica inclusiva, e garantire un futuro migliore per le generazioni presenti e future.

Bibliografia

- Bloomberg, “Global Regulatory Forum”; 2023.
- Capital Group, “ESG Global Study”; 2023.
- European Commission, “EU Green Bond Standard”; 2021.
- ESMA, “Sustainable Finance Roadmap 2022-2024”; 2022.
- Forum Per La Finanza Sostenibile, “Tassonomia UE e altre normative sulla finanza sostenibile: implicazioni e prospettive per gli operatori finanziari”; 2021.
- Greco Luca, “Green Claims Directive: cosa prevede la proposta di normativa anti-greenwashing”. 2023.
- ICMA, “The Green Bond Principles”; 2018.
- ICMA, “The Sustainability Linked Bond Principles”; June 2023.
- Willis, J., “The Greenwashing Hydra”. Planet Tracker (2023).
- Kumar, S., Sharma, D., Rao, S. et al. “Past, present, and future of sustainable finance: insights from big data analytics through machine learning of scholarly research”. Ann Oper Res (2022).
- Mavridis Dimitrios, “The State of SRI in Europe – Past, Present and Future”; 2018.
- Moccia Andrea, “Finanza Sostenibile e Rating ESG”; Tesi di Laurea. Università degli studi di Padova; 2022.
- Piazzini Michele, “Green Bond and sustainable finance”; Tesi di Laurea. Università politecnica delle marche; 2020.
- Technical Expert Group on Sustainable Finance (TEG), “Report on EU GBS”; 2019.
- UniCredit, “Bilancio Integrato” 2022.
- UniCredit, “Bilancio Integrato” 2023.
- UniCredit, “Investor Presentation”; 2021.
- UniCredit, “Sustainability Bond Framework”; 2021.
- UniCredit, “Sustainability Bond Report” 2022.
- UniCredit, “Sustainability Bond Report” 2023.

Sitografia

- <https://www.parliamodiinvestimenti.it/cosa-significa-esg-definizione-storia-e-principali-attori-di-questo-mondo/>
- <https://www.eqs.com/it/polo-di-conoscenza-compliance/blog/esg-significato-criteri-normative/>
- <https://www.digital4.biz/whitepapers/esg-tutto-quello-che-ce-da-sapere-sui-criteri-di-environmental-social-e-governance/>
- <https://www.ippo-engineering.eu/cose-la-sostenibilita-ambientale/#:~:text=Gli%20obiettivi%20della%20sostenibilit%C3%A0%20ambientale,-L'obiettivo%20primario&text=permettere%20a%20tutti%20di%20avere,di%20rispetto%20ambientale%20e%20sociale>
- <https://www.santanna.it/il-bicchiere-mezzo-pieno/la-sostenibilita-ambientale/>
- <https://unipd-centrodirittiumani.it/it/schede/La-lunga-strada-verso-Rio/207>
- https://it.wikipedia.org/wiki/Rapporto_Brundtland
- <https://www.mase.gov.it/pagina/lagenda-21#:~:text=Agenda%202021%20%C3%A8%20un%20documento,de%20Janeiro%20nel%20giugno%201992.>
- <https://fundspeople.com/it/glossario/cosa-sono-le-cop-resoconto-degli-incontri-piu-significativi/>
- <https://unric.org/it/agenda-2030/>
- <https://www.consilium.europa.eu/it/policies/climate-change/paris-agreement/cop28/>
- <https://unfccc.int/process-and-meetings/the-paris-agreement>
- <https://www.consilium.europa.eu/it/policies/climate-change/paris-agreement/cop28/#ambition>
- <https://www.forbes.com/advisor/it/investire/esg-significato-criteri-finanza-sostenibile/>
- <https://www.esg360.it/social-responsibility/un-global-compact-cose-e-perche-e-importante-per-le-imprese/>
- <https://greenmoney.com/europe/>
- <https://www.lfde.com/it-it/493-attualita-sri/la-storia-dellsri/>
- <https://www.unicreditgroup.eu/it/investors/esg-investors.html>
- <https://www.unepfi.org/net-zero-banking/>
- <https://italiarapparigi.esteri.it/it/litalia-e-le-ooii/aie/#:~:text=Gli%20obiettivi%20dell'AIE%20sono,prodotti%20petroliferi%20in%20sit uazioni%20di>
- <https://www.unicreditgroup.eu/it/esg-and-sustainability/our-sustainability-strategy.html>
- <https://www.capitalgroup.com/intermediaries/it/it/investments/esg/capital-group-esg-global-study-2023.html>
- <https://economiepertutti.bancaditalia.it/informazioni-di-base/finanza-sostenibile/faq/index.html?dotcache=refresh>
- <https://investiresponsabilmente.it/glossario/tassonomia-ue-delle-attivita-eco-compatibili/>
- <https://www.resourcify.com/blog/green-claims-directive-explained>