



DIPARTIMENTO DI ECONOMIA E FINANZA

Corso di Laurea Economia e Finanza

CATTEDRA: Diritto dei Mercati e degli Intermediari Finanziari

I Green Bond: gli indici finanziari e gli emittenti

RELATORE:

Prof. Mirella Pellegrini

CORRELATORE:

Prof. Francesco Drudi

CANDIDATO:

Benedetta Prisco 765371

Anno Accademico: 2023/2024

Indice

Indice	2
Introduzione.....	4
Capitolo 1 - Dove tutto ha avuto inizio.....	6
1.1 Finanza sostenibile: uno sguardo alla definizione	6
1.1.1 <i>Le basi della finanza sostenibile.....</i>	12
1.2 L'evoluzione della finanza sostenibile	14
1.3 Quadro normativo internazionale	16
1.3.1 <i>La vera svolta: l'Accordo di Parigi.....</i>	19
1.4 Quadro normativo Europeo.....	21
1.4.1 <i>Regolamento (UE) 2019/2088.....</i>	23
1.4.2 <i>Regolamento (UE) 2020/852.....</i>	24
1.4.3 <i>Direttiva 2014/95/UE.....</i>	26
1.4.4 <i>Interventi recenti.....</i>	27
Capitolo 2 - I prodotti finanziari sostenibili	31
2.1 L'evoluzione degli investimenti ESG.....	31
2.1.1 <i>Tra gli investimenti finanziari e la filantropia.....</i>	35
2.1.2 <i>Panoramica globale.....</i>	39
2.1.3 <i>I sei principi degli investimenti responsabili.....</i>	42
2.2 Le strategie d'investimento sostenibili.....	44
2.2.1 <i>Due strategie a confronto: screening negativo e screening positivo.....</i>	47
2.2.2 <i>ESG integration.....</i>	49
2.2.3 <i>Impact investing.....</i>	50
2.2.4 <i>Active ownership.....</i>	52
2.2.5 <i>Sustainability themed.....</i>	53
2.3 Disamina degli strumenti finanziari sostenibili	54
2.3.1 <i>I Social Bond.....</i>	56
2.3.2 <i>I Social Impact Bond.....</i>	57
2.3.3 <i>I Sustainability-linked Bonds.....</i>	59
2.3.4 <i>Blue economy.....</i>	62
2.3.5 <i>Green Loans.....</i>	63
2.3.6 <i>Green Bond.....</i>	67
2.3.7: <i>Crowdfunding ed altri prodotti sostenibili.....</i>	78
Capitolo 3 - Metodologie di rating ESG.....	79
3.1 Identificare la sostenibilità.....	79
3.1.1 <i>Labeling, unlabeling e self-labeling.....</i>	80
3.1.2 <i>Un caso studio: il settore immobiliare.....</i>	87
3.2 Come misurare la sostenibilità	92
3.3 Prima di parlare di rating.....	96
3.4 Un' introduzione ai rating	96
3.4.1 <i>L'attività di rating e le problematiche connesse.....</i>	98
3.4.2 <i>La disciplina europea prima della crisi finanziaria del 2008.....</i>	99
3.4.3 <i>Il codice di (auto)disciplina IOSCO.....</i>	100
3.4.4 <i>Il primo intervento normativo relativo per le agenzie di rating Regolamento n.1060/2009..</i>	101

3.4.5 <i>Le modifiche introdotte con il Regolamento n.513/2011 e l'attuale disciplina del Regolamento n.462/2013</i>	102
3.5 Il processo di giudizio di rating	103
3.5.1 <i>Una prospettiva tabellare</i>	106
3.5.1.1 <i>Standard & Poor's</i>	106
3.5.1.2 <i>Moody's</i>	109
3.5.1.3 <i>Fitch</i>	111
3.6 La valutazione degli analisti	116
3.6.1 <i>La metodologia MSCI</i>	118
Capitolo 4 - Gli emittenti	123
4.1 Il mercato di titoli ESG	123
4.1.1 <i>Le linee guida dell'ICMA</i>	124
4.1.2 <i>Il ventaglio delle opportunità di diversificazione</i>	129
4.1.3 <i>Il profilo rischio-rendimento</i>	136
4.1.4 <i>Il rischio greenwashing</i>	137
4.2 Il caso Gruppo Hera S.p.a.	138
4.2.1 <i>Le caratteristiche delle emissioni</i>	143
4.3 Il credito sostenibile bancario italiano: il caso Intesa Sanpaolo	152
4.3.1 <i>L'attività bancaria</i>	152
4.3.2 <i>Presentazione del gruppo Intesa Sanpaolo</i>	155
4.3.3 <i>Green Bond ed economia circolare</i>	159
4.3.4 <i>Futuro e piano d'impresa 2022-2025</i>	166
4.4. Green Bond sovrani	167
4.4.1 <i>Il caso Italia: i Btp green</i>	169
4.4.1.1 <i>I nuovi titoli di Stato per la transizione ecologica</i>	170
4.4.1.2 <i>Il framework del BTP Green</i>	171
4.4.1.3 <i>La prima emissione</i>	172
4.4.1.4 <i>Le criticità del framework secondo NN Investment Partners</i>	173
Conclusioni	175
Bibliografia	177
Sitografia	180
Indice delle tabelle/figure	186

Introduzione

L'Accordo di Parigi, i Sustainable Development Goals delle Nazioni Unite congiuntamente alla pubblicazione di dati sempre più preoccupanti riportati dalla World Meteorological Organization, tengono viva l'attenzione rispetto al problema del riscaldamento globale e delle ingiustizie sociali. Ragion per cui la finanza, colonna portante della società moderna, è stata chiamata a fornire il proprio contributo a quella che rischia di diventare una crisi senza precedenti, dando prova del fatto che rendimento e sostenibilità possono coesistere e anzi rafforzarsi a vicenda. Questa tesi si prefigge l'obiettivo di analizzare la nascita, lo sviluppo e l'applicazione della finanza sostenibile attraverso le tappe ritenute più importanti per la sua affermazione a livello mondiale, europeo ed italiano.

La finanza sostenibile individua l'insieme delle strategie di investimento che si pongono come obiettivo sia la generazione di un rendimento finanziario per l'investitore che la creazione di un valore sociale condiviso, inclusivo della mitigazione dei rischi ambientali e delle disuguaglianze presenti nella collettività. All'interno del quadro più ampio della finanza sostenibile, l'elaborato discuterà il tema dei green bond.

Tali strumenti adottano una struttura analoga alle altre obbligazioni, ma presentano uno specifico vincolo di destinazione della raccolta, per il quale è previsto un rendiconto annuale che informi gli investitori sull'effettivo utilizzo delle risorse. I green bonds sono presi in considerazione dagli investitori che sono particolarmente sensibili alla questione dei cambiamenti climatici e desiderano investire in imprese che si impegnano in questa direzione. Il green bond infatti si configura come un'obbligazione a "doppio impatto": da un lato, offre ritorni finanziari al pari di qualunque altro titolo obbligazionario e, dall'altro, garantisce ritorni in termini ambientali poiché finanzia attività e progetti con ricadute positive sull'ambiente.

I titoli de quo sono oggetto di attenzione della Commissione europea, che per garantire una maggiore trasparenza sull'utilizzo di tali strumenti ha previsto l'introduzione di particolari standard che vadano a contrastare il fenomeno sempre più frequente del "greenwashing". Tale obiettivo, è ulteriormente sostenuto tramite la recente emanazione

di etichette climatiche (climate label) da associare ai vari benchmark utilizzati prevalentemente dai gestori di fondi come punto di riferimento per la creazione di portafogli climaticamente sostenibili. Sono infatti sempre più numerosi i fondi che, inseriti nel contesto più generale dei fondi SRI, perseguono obiettivi di raggiungimento di un'impronta di carbonio ridotta e una minore esposizione ai combustibili fossili oltre che un maggiore interesse alle opportunità derivanti dallo sviluppo di energie rinnovabili. Nella parte conclusiva del lavoro ci si sofferma sull'emissione di green bond: integrazione tangibile del concetto di sostenibilità all'interno della filosofia operativa dell'emittente mantenendo un alto livello di performance.

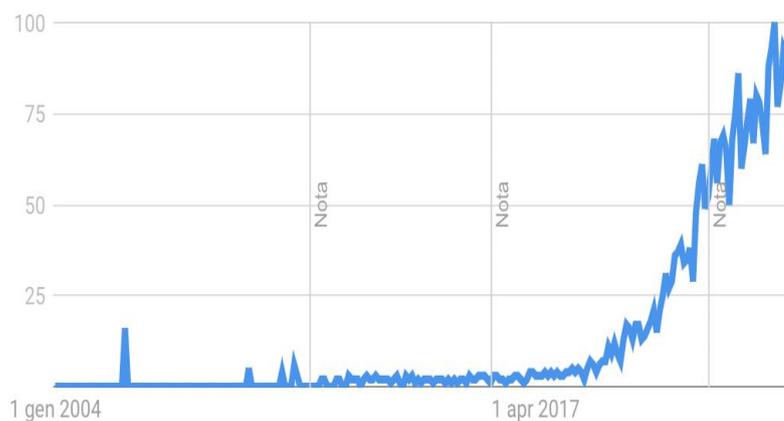
Il lavoro contiene l'elaborazione di un caso studio incentrato sulla multiutility italiana Hera S.p.A., volto a delineare l'impegno profuso della stessa a favore delle tematiche ESG mediante emissioni ed investimenti sostenibili, nonché a comprenderne il collocamento rispetto al settore di appartenenza. Successivamente si considera il caso di Intesa Sanpaolo, primo gruppo bancario ad emettere green bonds in Italia, che rappresenta il volto nuovo dell'Italia che vuole prendere parte al cambiamento che sta investendo il settore finanziario, in maniera decisa e soprattutto efficace e che ha dato prova dell'intenzione del nostro Paese di voler fornire un contributo decisivo al "Green Deal" europeo. Infine, si considera l'emissione di Btp green. Inizialmente i green bonds venivano emessi principalmente da istituzioni finanziarie sovranazionali, quali la Banca mondiale o la Banca Europea per gli Investimenti. Successivamente, anche le imprese private, gli intermediari finanziari nazionali e gli enti pubblici territoriali (come Stati, regioni e municipalità) hanno iniziato a fruire direttamente di tali strumenti finanziari per incrementare la disponibilità di capitali necessari a finanziare la transizione verso un'economia più sostenibile. Di fatto, il 3 marzo 2021 anche il Tesoro italiano ha fatto il suo ingresso nel mercato del debito sovrano collegato alla finanza sostenibile emettendo il primo BTP Green, con scadenza al 30 aprile 2045. Secondo quanto indicato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, si tratta dei nuovi Titoli di Stato italiani connessi al mondo della finanza sostenibile, i cui proventi sono destinati al finanziamento delle spese statali a positivo impatto ambientale al fine di supportare la transizione ecologica del Paese e raggiungere la neutralità climatica entro il 2050 in base a quanto stabilito dal Green Deal europeo.

Capitolo 1 - Dove tutto ha avuto inizio

1.1 Finanza sostenibile: uno sguardo alla definizione

La crescente consapevolezza dell'impatto dell'attività umana sul nostro pianeta è bruscamente emersa nel corso degli ultimi secoli. Quest'ultimo periodo ha visto svilupparsi sistemi di produzione e consumo sempre più complessi, coadiuvati dai notevoli progressi tecnologici. Sviluppi non sufficienti in quanto, la concezione del nostro pianeta come fonte inesauribile di risorse e luogo in cui smaltire ingenti quantità di rifiuti ci ha posto di fronte a sfide sociali e ambientali concrete. La salvaguardia dell'ambiente riveste un ruolo cardine, non solo per la salute del pianeta e per il benessere degli esseri umani, ma anche per l'importanza che riveste in ottica di stabilità economico-finanziaria. Questo perché le conseguenze di una crisi ambientale si riversano sul mondo finanziario.

Fig.1.1: Evoluzione della risonanza del termine ESG.



Fonte: Google Trend

Prima di procedere con la disamina delle caratteristiche e dell'evoluzione della finanza sostenibile è doveroso soffermarci e capire quanto la finanza, in senso lato, abbia un ruolo cardine nella lotta per la salvaguardia dell'ambiente. I criteri ESG (Ambientali, Sociali e

di Governance) e la centralità della finanza, in quanto indubbiamente branca dell'economia più "sensibile" alle esternalità negative o positive che siano, è, a parer mio, tanto brutalmente quanto accuratamente esplicitata da Guido Brera¹ nel collettivo "I Diavoli".

Quest'ultimo riprende il famoso saggio di Read "I, Pencil"² pubblicato nel 1958 sulla rivista "The Freeman". L'economista ha introdotto le virtù del capitalismo portando a sostegno della sua tesi una matita. Quest'ultima è composta da molteplici materiali: il legno, la ghiera di ottone e la grafite estratte da miniere. L'assemblamento di tutti questi materiali ricavati singolarmente, determina la nascita della matita. Questo processo, secondo l'economista, è completamente libero: lo Stato non interviene, nessun individuo è costretto e tutte le azioni che portano alla nascita della matita si realizzano grazie alla mano invisibile del mercato. È sorprendente, ma è tutto qui?

La storia di questa matita può essere guardata anche da un'altra prospettiva come illustrato da Brera.

La grafite è estratta in miniere in Sri Lanka dove i lavoratori sono costretti in condizioni pessime, orari di lavoro inimmaginabili e sottopagati. La miscela contiene idrossido di ammonio che inquina pesantemente le falde idriche.

La ghiera di ottone è ottenuta estraendo rame e zinco da lavoratori sottopagati ed in condizioni precarie.

È evidente che i lavoratori sono semplici mezzi di produzione i cui salari sono costantemente compressi.

Analogamente non sono considerate tutte le esternalità negative quali: consumo dei cieli e dei mari per far sì che tutti i materiali che compongono la matita giungano in un unico posto per costruirla e poi spedirla dappertutto; esternalità che lo Stato avrebbe dovuto prendere in considerazione.

L'analisi di Guido Brera è brutalmente esplicitativa non solo della problematica ambientale e degli obiettivi ESG, ma anche del ruolo centrale della regolamentazione dello Stato.

¹https://it.wikipedia.org/wiki/Guido_Maria_Brera

² <https://cdn.mises.org/I%20Pencil.pdf>

Brutale perché evidenzia le condizioni disastrose in cui sono costretti a lavorare nelle miniere, denuncia l'inquinamento delle falde idriche per l'estrazione dei minerali e sottolinea l'assenza di una guida, o forse un freno.

Il cambiamento è necessario e il mondo della finanza può fungere da catalizzatore in questo processo, indirizzando i capitali verso realtà economiche che adottano comportamenti virtuosi non solo in ambito ambientale ma anche sociale.

Cosa s'intende per *finanza sostenibile*? In letteratura sono disponibili eterogenee definizioni ciascuna significativamente diversa dall'altra rendendo complesso giungere ad una definizione univoca.

Erroneamente quando si parla di *finanza sostenibile* si pensa erroneamente ad iniziative di beneficenza o no-profit; invece, il rendimento resta l'aspetto cruciale, l'obiettivo primario è creare valore per gli investitori affiancando alla creazione di profitto un secondo fine: portare benefici alla società nel suo complesso.

In aggiunta a ciò, si pone attenzione anche a tutti quei valori di sostenibilità che, tra l'altro, sono i protagonisti durante il processo di ricerca e selezione degli investimenti.

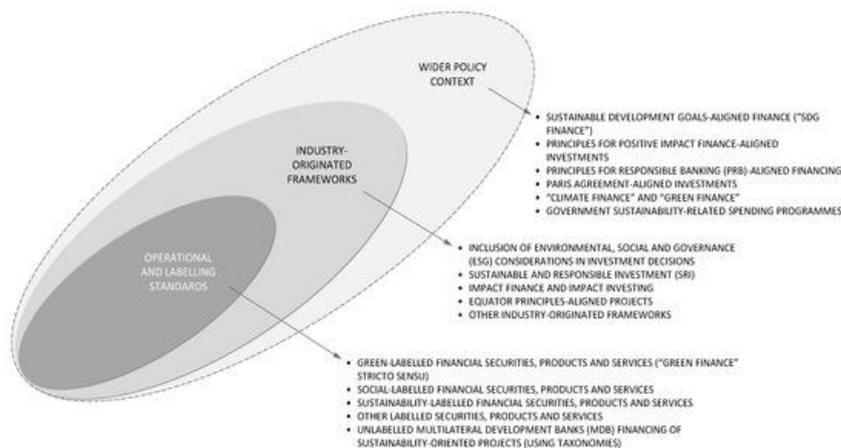
Di seguito sono riportate una serie di definizioni che si ritengono tra le più complete allo scopo di poter fornire una panoramica della versatilità del concetto di *finanza sostenibile*.

Marco Migliorelli³, in un suo studio⁴, cerca di definire la *finanza sostenibile* affermando che il concetto cambia a seconda di dove ci si posizioni nel contesto attuale. L'economista individua uno schema concentrico che prevede come cerchio con il più ampio raggio il contesto politico, seguito da un livello aziendale che coinvolge vari istituti finanziari, e infine i prodotti finanziari etichettati come sostenibili.

³Economist, European Commission and Senior Researcher, IAE University Paris 1 Panthéon-Sorbonne

⁴<https://www.mdpi.com/2071-1050/13/2/975>

Fig. 1.2: Sustainable finance landscape



Fonte: MIGLIORELLI M., What do we mean by Sustainable Finance? Assessing Existing Framework and Policy Risks, Sustainability, 2021

Migliorelli sostiene che a livello istituzionale, la *finanza sostenibile* implica l'adozione di strategie di investimento che mirano a generare un beneficio sociale condiviso, pur mantenendo un interesse precipuo per il rendimento economico.

L'autore definisce la *finanza sostenibile* la finanza a supporto della crescita economica, tenendo conto dei fattori ESG e contribuendo così all'attenuazione delle problematiche ambientali.

All'interno della *finanza sostenibile*, sono incluse, con direzione differente su alcuni SDG (Sustainable Development Goals): la SDG finance, la Green finance e la Climate finance.

Invece, da una prospettiva aziendale, soprattutto per le società di Asset Management, che perseguono gli obiettivi SDG per fini commerciali oltre che ambientali, si parla di *finanza sostenibile* piuttosto che di *impact investing*. Quest'ultimo si riferisce agli investimenti effettuati con l'intenzione di generare impatti sociali e ambientali positivi e misurabili, oltre ad un ritorno economico.

Infine, la *finanza sostenibile*, laddove si tratta di operazioni finanziarie etichettate come sostenibili, si basa sulla definizione di *green bond*. Le obbligazioni verdi sono strumenti

obbligazionari a cui corrisponde il finanziamento di un progetto sostenibile quindi allineato con i principi dei Green Bond Principles⁵ (GBP)⁶.

La Commissione Europea delinea la *finanza sostenibile* come un processo decisionale negli investimenti finanziari che tiene in considerazione i fattori ESG, portando ad investimenti in attività e progetti economici sostenibili nel lungo termine⁷.

Per quanto concerne l'aspetto ambientale, s'intende la mitigazione del cambiamento climatico, la salvaguardia della biodiversità, la prevenzione dell'inquinamento e la promozione dell'economia circolare.

Per quanto riguarda gli aspetti sociali, si fa riferimento alla lotta contro le disuguaglianze, alla promozione dell'inclusività, alle relazioni lavorative, agli investimenti nel capitale umano e alla tutela dei diritti umani.

Per governance, riferita sia alle istituzioni pubbliche che private, si considerano elementi come la struttura manageriale, le relazioni tra dipendenti e le politiche di remunerazione.

A livello di politica europea, la *finanza sostenibile* è vista come sostegno alla crescita economica con l'obiettivo di ridurre la pressione sull'ambiente tenendo conto degli aspetti ambientali, sociali e di governance. Questo approccio include anche la trasparenza riguardo ai rischi legati ai fattori ESG che potrebbero influenzare il sistema finanziario e la loro mitigazione attraverso una gestione finanziaria e aziendale appropriata⁸.

Secondo il World Economic Forum⁹ (2007-2020), i rischi ambientali, geopolitici, sociali e tecnologici stanno superando i rischi economici e finanziari. Rispettivamente questi rischi includono: l'inquinamento atmosferico, le catastrofi naturali, la perdita di biodiversità e la scarsità di risorse naturali; i conflitti mondiali, gli attacchi terroristici e armi di distruzione di massa; le migrazioni forzate, carenza di cibo ed acqua.

È stato necessario considerare questi aspetti per poter adottare politiche che tengano conto del legame tra umanità e ambiente, con l'obiettivo ultimo di mitigare gli impatti negativi

⁵Green Bond Principles sono dei principi istituiti dall'International Capital Market Association (ICMA) nel 2014 e aggiornati nel 2018

⁶MIGLIORELLI M. *What do we mean by Sustainable Finance? Assessing Existing Framework and Policy Risks, Sustainability, 2021*

⁷Commissione Europea, Overview Of Sustainable Finance, ec.europa.eu https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/overview-sustainable-finance_en

⁸ COMMISSIONE EUROPEA, OVERVIEW OF SUSTAINABLE FINANCE, cit.

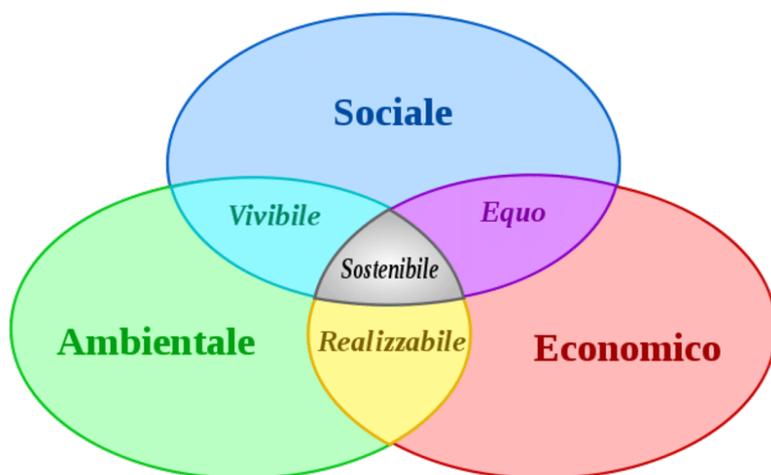
⁹Il Forum economico mondiale (nome originale in inglese: World Economic Forum, conosciuto anche come Forum di Davos) è una fondazione senza fini di lucro con sede a Coligny, vicino a Ginevra, in Svizzera, nata nel 1971 per iniziativa dell'economista ed accademico Klaus Schwab.

delle attività umane e garantire un futuro sostenibile per tutti. Il banco di prova è trovare soluzioni che permettano una coesistenza armoniosa tra i sistemi sociali ed economici da un lato e la rigenerazione dei sistemi naturali dall'altro, concetto noto come sostenibilità ambientale. Inoltre, sta emergendo l'importanza dei fattori sociali nello sviluppo economico, che include la sostenibilità e l'equità intergenerazionale del sistema di welfare, la promozione della parità di genere, la riduzione delle disuguaglianze e l'accesso equo alle tecnologie per i giovani al fine di sfruttare le opportunità dell'innovazione digitale.

Questi obiettivi rappresentano solo alcune delle sfide sociali del nuovo millennio. La mancanza di fiducia nel modello di sviluppo economico orientato al breve termine, che non considera adeguatamente i rischi ambientali, sociali e di governance, ha generato una riflessione su un nuovo modello di sviluppo economico sostenibile.

Il concetto di *finanza sostenibile* è strettamente correlato a quello di sviluppo sostenibile. Lo sviluppo sostenibile mira a soddisfare i bisogni della generazione presente senza compromettere le possibilità delle generazioni future di realizzare i propri. Questa visione di sostenibilità implica un bilanciamento tra lo sviluppo delle attività economiche e la tutela dell'ambiente. La possibilità di assicurare la soddisfazione dei bisogni essenziali comporta la realizzazione di uno sviluppo economico che abbia come fine ultimo il rispetto dell'ambiente, ma allo stesso tempo significa che i paesi più ricchi devono adottare processi produttivi e stili di vita in linea con la capacità della biosfera di assorbire gli impatti delle attività umane, mentre i paesi in via di sviluppo devono crescere compatibilmente con l'ecosistema, sia in termini demografici che economici. Tutto ciò richiede un equilibrio tra tutte le componenti coinvolte come è esemplificato di seguito.

Fig. 1.3: Le tre componenti della sostenibilità.



Fonte: https://it.wikipedia.org/wiki/Sviluppo_sostenibile

1.1.1 Le basi della finanza sostenibile

La *finanza sostenibile* si basa sull'obiettivo di indirizzare i capitali verso attività che tengano conto degli aspetti ESG (ambientali, sociali e di governance), oltre a generare valore economico¹⁰. I fattori ESG sono utilizzati per valutare la sostenibilità e i rischi dei potenziali investimenti finanziari.

I criteri ambientali (E come Environment) si riferiscono all'impatto ambientale, inteso sia come contributo al cambiamento climatico (emissioni di anidride carbonica e di gas serra, la produzione di rifiuti e l'inquinamento degli ecosistemi), sia come concretizzazione di opportunità legate al cambiamento ambientale, come le fonti di energia rinnovabile e le tecnologie green, etc.

I principi sociali (S come Social) riguardano le relazioni dell'organizzazione con gli stakeholder e i dipendenti. Si tratta di aspetti relativi alla gestione del capitale umano come il rispetto degli standard di sicurezza, la retribuzione equa, il coinvolgimento e la formazione dei dipendenti.

Per Governance (G) si intende la guida e la gestione aziendale, considerando elementi quali: l'allineamento degli incentivi tra leadership e stakeholder, i diritti degli azionisti, la

¹⁰ <https://finanzasostenibile.it/attivita/definizione-di-investimento-sostenibile/>

composizione del Consiglio di Amministrazione e della Direzione, i compensi, il rispetto di principi quali etica, trasparenza e la lotta contro la corruzione.

È chiaro quindi quale sia l'obiettivo della *finanza sostenibile*: promuovere investimenti con un impatto positivo sia ambientale che sociale, generando, nel contempo, rendimenti finanziari.

Per raggiungere questo obiettivo la *sustainable finance* può includere diverse strategie e approcci, per esempio:

1. *Investimenti socialmente responsabili (SRI)*: si tratta di investimenti che, per tener fede a valori etici e sociali, evitano settori o aziende che potrebbero essere considerati dannosi. Ad esempio: tabacco, armi e le industrie inquinanti;
2. *Investimenti ad impatto*: riconduciamo a questa categoria gli investimenti volti a generare impatto sociale o ambientale positivo insieme ad un rendimento finanziario. Gli investitori sostengono progetti o aziende che affrontano problematiche quali: l'accesso all'acqua potabile, l'energia rinnovabile e la conservazione della biodiversità;
3. *Finanza verde*: a differenza dei due casi precedenti, si tratta di una branca della finanza che si concentra esclusivamente su investimenti nel settore ambientale (energie rinnovabili, efficienza energetica, gestione dei rifiuti e conservazione della biodiversità);
4. *Finanza sociale*: come nel caso precedente, è una branca della finanza a sé stante ma, a differenza della finanza verde, gli investimenti mirano a generare un impatto sociale positivo (erogazione di finanziamenti a progetti o organizzazioni che promuovono l'inclusione sociale, riduzione della povertà o accesso all'istruzione).

L'obiettivo della *finanza sostenibile* è armonizzare trasversalmente gli obiettivi finanziari con quelli sociali e ambientali, promuovendo investimenti che generino un impatto positivo a lungo termine sul pianeta e sulla società.

1.2 L'evoluzione della finanza sostenibile

Nel tentativo di ripercorrere l'evoluzione storica degli investimenti sostenibili, è doveroso menzionare una filosofia d'investimento spesso considerata affine alla finanza sostenibile ma che ne differisce nei principi: la finanza etica.

Le radici degli investimenti socialmente responsabili risalgono alle religioni che nel corso dei secoli hanno introdotto il divieto di investire in attività non etiche.

Un esempio è la condanna dell'usura sancita con il Secondo Concilio Lateranense nel 1139. Allo stesso modo, a partire dal XVII secolo, in Inghilterra e negli Stati Uniti, la morale religiosa ha influenzato le scelte d'investimento delle istituzioni religiose attraverso criteri di esclusione ispirati al proprio credo. Ad esempio, i Quaccheri, nella riunione del 1758 a Filadelfia, proibirono ai membri di partecipare al commercio degli schiavi, contribuendo allo sviluppo dell'abolizionismo nei primi anni del 1800.

L'estrinsecarsi della finanza etica determinò nel 1928 a Boston l'istituzione del primo fondo etico "Pioneer Fund", con una politica d'investimento volta ad escludere le imprese operanti nel settore bellico, dell'alcool, del tabacco e del gioco d'azzardo.

Nel corso del XX secolo, diversi movimenti per i diritti umani e contro la guerra hanno segnato tappe significative nello sviluppo sociale ed economico. Esempio emblematico di come gli investimenti possano essere utilizzati per promuovere il cambiamento sociale è la storia politica del Sudafrica. A partire dagli anni '60, le proteste guidate dagli studenti sudafricani e americani hanno chiesto alle università e alle istituzioni di ritirare i loro investimenti dalle attività legate al governo sudafricano, sostenitore dell'apartheid. Questa mobilitazione di massa ha contribuito all'inizio della revisione dell'apartheid nel 1984, che si è conclusa nel 1991 con la liberazione di Nelson Mandela.

Allo stesso modo, nel corso del XX secolo, si sono verificati importanti progressi per i diritti delle donne.

La lotta per il riconoscimento formale dei pari diritti delle donne rispetto agli uomini ha raggiunto il suo apice negli anni '70, aprendo la strada ad una maggiore inclusione sociale ed economica delle donne. Tuttavia, la questione della parità di genere rimane di grande attualità, ampliata nel nuovo secolo con l'obiettivo della "gender equality", parte dei 17

Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (SDG)¹¹, definiti nell'Agenda per lo Sviluppo Sostenibile del 2015. Questi obiettivi rappresentano una guida per un futuro più sostenibile, promuovendo la sostenibilità in diversi settori e rappresentando un importante passo avanti verso un approccio globale agli investimenti che sia anche responsabile.

Negli ultimi decenni, particolare attenzione è stata rivolta anche ai problemi ambientali e alla necessità di proteggere le risorse naturali. Le crisi petrolifere degli anni '70 hanno sollevato la consapevolezza dei rischi ambientali e dell'importanza di limitare gli sprechi. La prima definizione di sviluppo sostenibile si deve all' "Our Common Future", pubblicato nel 1987 dalle Nazioni Unite, noto come Brundtland Report: "lo sviluppo sostenibile consente la soddisfazione dei bisogni economici, ambientali e sociali delle attuali generazioni, senza compromettere lo sviluppo delle generazioni future"¹².

Alla fine del secolo scorso sono emersi movimenti ecologisti e campagne contro l'inquinamento; tuttavia, solo negli anni '80 - con eventi disastrosi come l'esplosione del reattore nucleare di Chernobyl, il disastro chimico di Bhopal e l'incidente della petroliera Exxon Valdez in Alaska - l'opinione pubblica ha posto l'ambiente al centro dell'attenzione.

L'importanza degli aspetti ESG negli investimenti è emersa nei primi anni 2000. L'approccio ESG ha ampliato il concetto di investimenti socialmente responsabili, passando dall'esclusione di settori specifici all'integrazione di questi fattori a vari livelli. Nel 2006, le Nazioni Unite hanno introdotto i Principi per gli Investimenti Responsabili (PRI)¹³, con l'obiettivo di diffondere l'investimento sostenibile e responsabile tra gli investitori istituzionali.

Attualmente, più di 1200 firmatari - investitori, società di gestione del risparmio e fornitori di servizi - si sono impegnati ad applicare i principi ESG nelle loro pratiche di investimento e a promuovere la responsabilità sociale nell'industria. Inoltre, la corporate governance ha guadagnato importanza come fattore chiave per limitare i rischi economici e reputazionali, specialmente dopo le crisi finanziarie e gli scandali degli anni 2000.

Gli investitori sono sempre più impegnati nell'engagement e nella stewardship verso le società in cui investono, spingendo i settori a rispondere alle esigenze di innovazione e

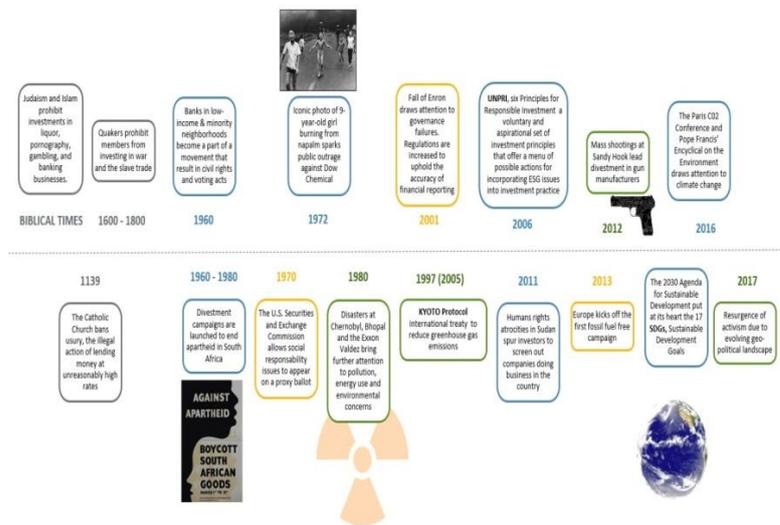
¹¹ <https://www.un.org/sustainabledevelopment/gender-equality/>

¹² <https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/5987our-common-future.pdf>

¹³ <https://www.unpri.org/>

ricerca coerenti con uno sviluppo sostenibile. Di seguito viene presentata una figura esplicativa delle principali tappe dell'evoluzione storico-legislativa degli investimenti sostenibili.

Fig. 1.4: Evoluzione storico-legislativa degli investimenti sostenibili.



Fonte: Sustainable Development Website

1.3 Quadro normativo internazionale

Ciò che ha influenzato maggiormente lo sviluppo degli investimenti in ambito ESG sono state le istituzioni e il partenariato pubblico-privato. Le crescenti preoccupazioni legate al cambiamento climatico hanno portato a delineare lo scenario odierno, carico di direttive comunitarie, leggi nazionali e piani d'azione derivanti da istituzioni intergovernative.

A questo proposito, l'Organizzazione delle Nazioni Unite ha avuto un ruolo da protagonista. Il primo passo fu compiuto nel 1992 a Rio De Janeiro con l'"UN Earth Summit", al quale presero parte 172 governi, 108 capi di Stato e un considerevole numero di organizzazioni non governative (ONG). A Rio, con la dichiarazione finale, sono state poste le fondamenta per la concretizzazione di uno sviluppo sostenibile a livello globale. Secondo la dichiarazione, l'unica via che garantisca una crescita economica di lungo periodo passa attraverso:

- l'applicazione di un approccio precauzionale nella protezione dell'ambiente (principio 15);
- la cooperazione e la responsabilizzazione degli Stati nei confronti di protezione e ripristino degli ecosistemi (principio 7).

Contestualmente, furono sottoscritte altre due importanti convenzioni: la “United Nations Convention on Biological Diversity” e la “United Nations Framework Convention on Climate Change”, allo scopo, rispettivamente, di sviluppare metodi di fruizione sostenibile dei costituenti della diversità biologica e di delineare manovre in favore di una stabilizzazione delle concentrazioni di gas-serra¹⁴.

Il “Global Reporting Initiative” (GRI), è il primo sistema di contabilità sostenibile, creato nel 1997. Si tratta di un'organizzazione internazionale indipendente che ha fornito ad imprese ed enti un linguaggio comune condiviso per comunicare i loro impatti ambientali. Rivisto nel 2016, affinché inglobasse anche temi economici, sociali e di governance, si prefigge l'obiettivo di incentivare l'adesione delle aziende alle raccomandazioni di condotta ESG-responsabile. I GRI Standards sono attualmente i più utilizzati al mondo per rendicontare la sostenibilità¹⁵.

Nel 2005 le Nazioni Unite hanno promosso un gruppo internazionale di investitori istituzionali per lo sviluppo dei cosiddetti “PRI” (Principles for Responsible Investment), presentati nel 2006 a New York.

Attualmente il gruppo fondatore collabora con due notevoli enti delle Nazioni Unite, ovvero United Nations Global Compact e United Nations Environment Programme Finance Initiative, per educare rispettivamente aziende e investitori alle pratiche ESG e per incoraggiare questi ultimi a utilizzare gli investimenti responsabili per aumentare i rendimenti e gestire meglio i rischi¹⁶. Nel 2009, nacque la “Global Impact Investing Network” (GIIN), un'organizzazione senza scopo di lucro dedicata ad aumentare portata ed efficacia degli investimenti ad impatto in tutto il mondo. Essa si focalizza sulla riduzione delle barriere agli investimenti ad impatto, mediante divulgazione di strategie d'investimento alternative e riunioni mirate tra e con gli investitori.

¹⁴ <https://www.treccani.it/enciclopedia/summit-di-rio>

¹⁵ <https://www.globalreporting.org/about-gri/>

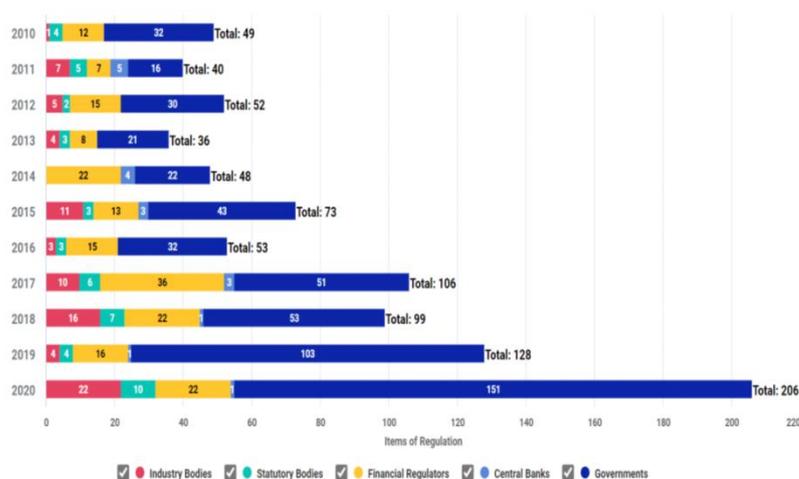
¹⁶ <https://www.unpri.org/about-us/about-the-pri/>

Nel 2011, fu fondata la no-profit Sustainability Accounting Standards Board (SASB), con l'obiettivo di formulare e divulgare standard ESG che potessero auspicabilmente condizionare la performance finanziaria dell'azienda. Gli standard SASB sono stati, inoltre, concepiti in base al settore di riferimento ed anche in modo da essere economicamente vantaggiosi per le aziende¹⁷.

La pubblicazione del 2012 del "Sustainability Framework" dell'International Finance Corporation (IFC), incluse parametri di performance relative, ad esempio, a: condizioni di lavoro, salute, sicurezza e protezione della comunità, sfruttamento efficiente delle risorse e prevenzione dell'inquinamento, conservazione della biodiversità e utilizzo sostenibile delle risorse naturali viventi, nonché gestione dei rischi ambientali e sociali.

Di seguito si riporta un grafico del provider di dati finanziari MSCI con sede a New York. In quest'ultimo si riporta l'entità dell'aumento della regolamentazione del mercato in materia di finanza ESG nel decennio 2010-2020 (MSCI,2022).

Fig. 1.5: ESG Regulators, 2010-2022



Fonte: MSCI,2022

¹⁷<https://www.sasb.org/about/>

1.3.1 *La vera svolta: l'Accordo di Parigi*

Le evoluzioni esaminate fino ad ora sono culminate il 4 novembre 2016 con l'entrata in vigore dell'Accordo di Parigi.

In occasione della ventunesima sessione della conferenza delle parti del protocollo di Kyoto, il 12 dicembre 2015, 197 Stati membri della Convenzione quadro delle Nazioni Unite hanno adottato un Accordo sui cambiamenti climatici (Unfccc), il c,d Accordo di Parigi.

Il motivo della centralità dell'Accordo di Parigi è da ricondursi al fatto che costituisce le fondamenta del processo plurilaterale incentrato sul contrasto al cambiamento climatico perché, per la prima volta, un accordo non solo riunisce ma vincola giuridicamente le nazioni firmatarie nell'impegno comune ad applicare misure ambiziose per contrastare il cambiamento climatico e ad adeguarsi a ciò che esso provoca. Il proposito principale dell'Accordo è di contenere al massimo in 2 gradi Celsius l'innalzamento del riscaldamento globale rispetto ai livelli preindustriali. I Paesi firmatari auspicano, difatti, di toccare al più presto il picco di emissioni di gas-serra, per arrivare ad un mondo neutrale dal punto di vista climatico entro il 2050.

L'Accordo di Parigi si basa su cicli di cinque anni di azioni climatiche via via più ambiziose da parte dei Paesi sottoscrittori. Esso ribadisce che i Paesi sviluppati devono assumere un ruolo guida nel fornire assistenza finanziaria, ma anche tecnica e di sviluppo, ai Paesi più vulnerabili e meno dotati, incoraggiando parti terze a contribuire volontariamente alla loro causa. Grazie all'Accordo di Parigi, le Nazioni hanno potuto concepire un quadro di trasparenza rafforzata (ETF). Per rispettare l'ETF, dal 2024 in poi, si dovranno rendicontare i progressi compiuti nella mitigazione dei cambiamenti climatici e, più in generale, sulle misure di adattamento intraprese e in merito al sostegno fornito o ricevuto. Le informazioni in merito ai progressi collettivi saranno raccolte attraverso l'ETF e confluiranno nell'inventario globale, che ne stimerà l'andamento in funzione degli obiettivi climatici di lungo periodo. Ciò spingerà i Paesi a stabilire piani sempre più ambiziosi per i cicli futuri.

Sempre più Paesi, regioni, città e aziende stanno fissando obiettivi di neutralità carbonica. In particolare, nei settori economici che contribuiscono al 25% delle emissioni totali (ad esempio, energia e trasporti), le soluzioni a zero emissioni di carbonio stanno progressivamente accrescendo la loro popolarità, costituendo anche potenziali

opportunità di business per i pionieri nel settore¹⁸. Entro il 2030, in accordo con gli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile su cui si basa l'Agenda 2030, si prevede che le soluzioni a zero emissioni avranno preso piede specialmente nei settori chiave, responsabili di oltre il 70% delle emissioni globali. L'Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile, sottoscritta il 25 settembre 2015 da 193 Paesi dell'ONU, tra cui l'Italia, rappresenta una promessa a ciascun individuo del mondo per un presente e un futuro migliori, come dichiarato dal segretario generale delle Nazioni Unite. Denuncia l'insostenibilità dell'attuale modello di sviluppo e definisce 17 Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (SDG) articolati in 169 Target da raggiungere entro il 2030.

Fig. 1.6: Agenda 2030.



Con l'Agenda 2030 è stata superata l'idea che la sostenibilità sia soltanto correlata all'ambiente, poiché essa fornisce una visione integrata dello sviluppo, strettamente legate anche agli aspetti economici e sociali. Gli SDG sono strettamente interconnessi, così come le sfere dello sviluppo a cui appartengono. Ad esempio, assicurare un'istruzione inclusiva, equa e di qualità (Obiettivo 4) significa anche favorire pari opportunità di genere (Obiettivo 5); garantire salute e benessere (Obiettivo 3) implica vivere in un pianeta sano (Obiettivi 6, 13, 14 e 15); promuovere un lavoro dignitoso per tutti (Obiettivo 8) richiede anche l'eliminazione delle disuguaglianze (Obiettivo 10). È

¹⁸ The Paris Agreement. <https://unfccc.int/process-and-meetings/the-paris-agreement/the-paris-agreement>

evidente come il perseguimento di ciascuno di questi obiettivi debba tenere in considerazione le reciproche interrelazioni e non ripercuotersi con effetti negativi sugli altri¹⁹.

1.4 Quadro normativo Europeo

Il gruppo HLEG (High-Level Expert Group on Sustainable Finance) istituito dalla Commissione europea nel dicembre 2016 ha svolto un ruolo fondamentale nello sviluppo di indicazioni e consigli riguardo allo sviluppo della *finanza sostenibile*. Le raccomandazioni formulate dal gruppo hanno contribuito all'elaborazione e all'implementazione dell'Action Plan Financing Sustainable Growth, pubblicato dalla Commissione europea nel marzo 2018. Tale Piano d'azione presenta dieci azioni strategiche volte a promuovere la crescita sostenibile attraverso il sistema finanziario.

Tra le principali azioni delineate nell'Action Plan, vi è l'istituzione della tassonomia europea per la finanza sostenibile, un sistema unificato a livello dell'Unione Europea per classificare le iniziative sostenibili. La tassonomia definisce:

- › le attività economiche considerate sostenibili in base ai loro impatti ambientali;
- › la definizione di norme e marchi per i titoli finanziari sostenibili (certificazioni di qualità per i Green Bond);
- › l'elaborazione di indici di riferimento in materia di sostenibilità ESG);
- › la promozione di gestioni societarie che adottino approcci di lungo periodo nei mercati dei capitali in merito ai processi decisionali dei CdA e che integrino i criteri ESG.

La Commissione europea ha, in aggiunta, istituito il gruppo Technical Expert Group (TEG) on Sustainable Finance incaricato di fornire consulenza su:

1. tassonomia, il sistema di classificazione dell'Unione Europea che stabilisce un elenco di attività economiche considerate sostenibili in termini di impatto ambientale;

¹⁹ Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development - Department of Economic and Social Affairs. <https://sdgs.un.org/2030agenda>

2. rendicontazione delle informazioni correlate al clima da parte di imprese di grandi dimensioni e/o di pubblico interesse quali banche, società quotate, asset manager, compagnie assicuratrici, etc.;
3. criteri comuni per la realizzazione di benchmark a basse emissioni di carbonio nell'UE;
4. European Green Bond Standard, parametri di riferimento per le modalità con cui le imprese e le autorità pubbliche possono impiegare i Green Bond per la raccolta di fondi sui mercati dei capitali, allo scopo di finanziare investimenti di grossa entità, rispettando al contempo rigorosi requisiti di sostenibilità e tutelando gli investitori²⁰.

Nel marzo 2018, la Commissione Europea ha pubblicato un "Piano d'Azione per la finanza sostenibile", in cui viene delineata la strategia per la realizzazione di un sistema finanziario in grado di promuovere uno sviluppo sostenibile sotto il profilo economico, sociale e ambientale, contribuendo ad attuare l'Accordo di Parigi sui cambiamenti climatici e l'Agenda 2030 delle Nazioni Unite per lo sviluppo sostenibile. Tale strategia è stata successivamente innovata con la pubblicazione nel luglio del 2021 della Strategia per finanziare la transizione verso un'economia sostenibile, che ha fatto seguito all'adozione da parte della Commissione europea del *Green Deal Europeo* nel giugno 2019.

In attuazione della strategia per la finanza sostenibile, su proposta della Commissione europea, i legislatori europei hanno adottato alcuni atti normativi, che costituiscono i principali elementi del quadro normativo europeo in materia di finanza sostenibile.

Nello specifico:

- il Regolamento(UE)2019/2088 (**Regolamento Disclosure**) pubblicato il 19 dicembre 2019 e direttamente applicabile nell'UE dal 10 marzo 2021, che introduce nuovi obblighi di trasparenza informativa in materia di sostenibilità in capo ad alcune tipologie di intermediari, in merito alle modalità adottate per l'integrazione nelle scelte di investimento e nell'attività di consulenza dei "fattori di sostenibilità";

²⁰ Technical expert group on sustainable finance (TEG).
https://finance.ec.europa.eu/publications/technical-expert-group-sustainablefinance-teg_en

- il Regolamento(UE)2020/852 (Regolamento Tassonomia) pubblicato il 22 giugno 2020 che disciplina una tassonomia delle attività eco-sostenibili, ossia un sistema condiviso a livello europeo di classificazione delle attività economiche eco-sostenibili in ragione del contributo al raggiungimento di specifici obiettivi ambientali, sulla base di criteri e metriche scientifici;
- il Regolamento (UE) 2019/2089²¹ pubblicato il 9 dicembre 2019, che modifica il Regolamento(UE)2016/1011²² (Regolamento Benchmark), introducendo due nuove categorie di indici di riferimento che tengono conto di alcuni aspetti di sostenibilità ambientale.

Quanto detto finora riguarda i Regolamenti a cui si aggiungono gli atti delegati con cui sono state emendate le disposizioni di attuazione delle discipline MiFID II (Direttiva 2014/65/UE), IDD (Direttiva 2016/97/UE), UCITS (Direttiva 2014/91/UE) e AIFMD (Direttiva 2011/61/UE), al fine di favorire l'integrazione dei profili di sostenibilità nei processi degli intermediari, nei processi di *product governance*, nonché delle preferenze della clientela per i fattori ESG nella prestazione dei servizi di investimento e nella distribuzione degli IBIP, anche in relazione alla valutazione di adeguatezza.

1.4.1 Regolamento (UE) 2019/2088

Assieme all'ampliamento della domanda di investimenti ESG, è sorta la necessità di garantire maggiore chiarezza circa le peculiarità ambientali e sociali degli stessi. A questo proposito, le prime indicazioni a livello europeo sono giunte mediante il Regolamento (UE) 2019/2088, conosciuto come “Sustainable Finance Disclosure Regulation”, pubblicato il 9 dicembre 2019 sulla la Gazzetta Ufficiale.

Questo regolamento decreta norme in merito alla trasparenza da adottare nella divulgazione delle informazioni sui prodotti finanziari connesse alla sostenibilità da parte di partecipanti ai mercati finanziari e consulenti finanziari. Tra le raccomandazioni principali vi è quella di evidenziare se e quali caratteristiche ESG siano integrate nel processo d'investimento, sui siti internet e nella documentazione precontrattuale e periodica, e, di fornire una valida spiegazione secondo il principio del “comply or

²¹ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A32019R2089>

²² <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX:32016R1011>

explain”, laddove mancanti. A sostegno del “Sustainable Finance Disclosure Regulation”, il Comitato misto delle tre autorità europee di vigilanza (EBA, EIOPA e ESMA – ESA) ha pubblicato i c.d. “Regulatory Technical Standards” (RTS), ovvero disposizioni di stampo tecnico atte a delineare obiettivi ambientali e informazioni riguardo la dichiarazione di conformità alla tassonomia EU²³²⁴.

1.4.2 Regolamento (UE) 2020/852

Un sistema di classificazione unificato per gli investimenti ecosostenibili è stato ritenuto fondamentale al fine di evitare l’aumento di costi di transazione causati da asimmetria informativa e facilitare l’accesso al mercato dei capitali degli operatori economici per gli investimenti di stampo ESG. La tassonomia delle attività economiche eco-compatibili è stata introdotta nel sistema normativo europeo nel giugno 2020, con l’adozione dell’“EU Taxonomy” (Regolamento (UE) 2020/852) “relativo all’istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del Regolamento UE 2019/2088”, che decreta i parametri secondo cui un’attività economica si possa definire ecosostenibile, al fine di individuarne il grado di ecosostenibilità. Si delineano sei scopi ambientali e climatici secondo cui un prodotto finanziario debba essere concepito. Secondo il regolamento Tassonomia, un’attività, per essere considerata ecosostenibile deve fornire un apporto positivo ad almeno un obiettivo ambientale prestabilito, senza comprometterne nessun altro nel lungo periodo.

È altresì necessario che nello svolgimento di un’attività ecosostenibile siano rispettate le garanzie sociali minime prescritte dall’OCSE e dalle Nazioni Unite²⁵. In ultimo, in tale regolamento è stata predisposta la creazione della Piattaforma per la Finanza Sostenibile, un gruppo eterogeneo di esperti in materia provenienti dal mondo dell’accademia, dell’industria, delle istituzioni e della società civile. La Piattaforma è chiamata a informare e consigliare la Commissione in merito a quattro tematiche principali:

²³ EUR-Lex - 02019R2088-20200712 - EN - EUR-Lex. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX:02019R2088-20200712>

²⁴ Martin Logu. Le tre autorità europee di vigilanza avviano consultazione sui Regulatory Technical Standards SFDR - ESG News. <https://esgnews.it/regulator/le-tre-autorita-europee-di-vigilanza-avviano-consultazione-sui-regulatory-technical-standards-sfdr/>. Mar. 2021

²⁵ EUR-Lex - 32020R0852 - EN - EUR-Lex. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:32020R0852>

1. parametrici tecnici di screening riguardo la tassonomia e “applicabilità” (usability) di tali parametri;
2. quantità di capitale privato utilizzato per investimenti sostenibili e politica finanziaria sostenibile;
3. nuovi obiettivi di sostenibilità da integrare all’attuale “Taxonomy Regulation”;
4. dimensione sociale del concetto di sostenibilità²⁶.

In sintesi, la tassonomia è una classificazione che esplicita per ciascuna attività economica i criteri tecnici in base ai quali essa contribuisce agli obiettivi ambientali dell’Unione Europea.

Il Regolamento in esame definisce sei obiettivi²⁷, e stabilisce che, per essere eco-compatibile, un’attività deve:

- contribuire positivamente ad almeno uno dei sei obiettivi;
- non determinare impatti negativi su nessun altro obiettivo (“do no significant harm” - DNSH);
- essere svolta nel rispetto di garanzie sociali minime (es. le Linee guida OCSE per le imprese multinazionali e i Principi guida delle Nazioni Unite su imprese e diritti umani).

Nell’aprile 2021 la Commissione UE ha pubblicato la versione finale dell’atto delegato e degli allegati che contengono i criteri tecnici di screening per i primi due obiettivi ambientali, relativi alla mitigazione e all’adattamento al cambiamento climatico.

I criteri coprono le attività economiche del 40% delle aziende con sede in Europa, nei settori responsabili dell’80% delle emissioni dirette di gas a effetto serra dell’UE. A settembre 2021 il Consiglio UE ha chiesto una proroga di due mesi del periodo di scrutinio, fino al 7 dicembre dello stesso anno²⁸. Inoltre, a luglio del 2021 è stato adottato l’atto delegato che dettaglia i contenuti, le tempistiche e le modalità con cui le imprese

²⁶ <https://www.inabottle.it/it/ambiente/piattaforma-finanza-sostenibile>. Mar. 2022

²⁷ 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.

²⁸ Le decisioni sui criteri tecnici per alcune attività economiche particolarmente controverse dal punto di vista politico – agricoltura, gas naturale ed energia nucleare – sono state rinviate a un atto delegato complementare da adottare entro la fine del 2021.

soggette alla Non-Financial Reporting Directive - NFRD (in attesa dell'approvazione della CSRD) devono pubblicare informazioni sull'allineamento delle loro attività alla tassonomia (secondo quanto previsto dell'art. 8 dell'omonimo Regolamento). In particolare, le imprese 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 e quota di spese operative relative ad attivi o processi associati ad attività allineate alla tassonomia.

Alle società finanziarie (banche, asset manager e imprese assicuratrici) è richiesto di pubblicare indicatori chiave di performance (o Key Performance Indicator - KPI) che esprimano la percentuale di allineamento degli asset alla tassonomia²⁹.

1.4.3 Direttiva 2014/95/UE

La direttiva 2014/95/UE, anche nota come “Non-Financial Reporting Directive” (NFRD), è una disposizione nei confronti di organizzazioni di rilevanza pubblica (banche o altri istituti finanziari, compagnie di assicurazione, grandi società quotate, etc.) che abbiano un organico medio pari almeno a 500 dipendenti. La NFRD definisce quattro aree di sostenibilità quali questioni ambientali, questioni sociali e benessere dei dipendenti, osservanza dei diritti umani, contrasto di corruzione e concussione, eterogeneità nei consigli di amministrazione delle società (in termini di età, genere, formazione e background professionale) e prescrive il pubblico resoconto annuale di informazioni di carattere non finanziario relative alle suddette aree. Gli enti coinvolti sono chiamati a rendere pubblici gli indicatori di performance più rilevanti per il proprio segmento di mercato, informazioni in merito al loro modello di business, alle loro modalità di identificazione e gestione dei rischi³⁰. Il 10 novembre 2022, i deputati del Parlamento europeo hanno adottato in via definitiva la "Corporate Sustainability Reporting Directive" (CSRD) che mira a riconsiderare le norme introdotte dalla NFRD e a equiparare, progressivamente, i livelli del reporting di sostenibilità e di quello finanziario. L'applicazione delle norme avverrà, infatti, tra il 2024 e il 2028.

²⁹Tassonomia UE e altre normative sulla finanza sostenibile: implicazioni e prospettive per gli operatori finanziari: <https://bit.ly/3azOWEu>

³⁰ Direttiva 2014/95/UE del Parlamento europeo e del Consiglio- EUR-Lex. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/LSU/?uri=celex:32014L0095>

La prima novità sarà l'estensione del campo di applicazione a tutte le società definite grandi, anche a quelle non quotate in Borsa, e in generale, a tutte le società quotate sui mercati regolamentati a prescindere dalla loro estensione, eccezion fatta per le microimprese. La CSRD prevede requisiti di rendicontazione più stringenti sull'impatto delle imprese su ambiente, società e diritti umani e sugli standard sociali, oltre all'obbligo di rendicontare secondo gli standard di sostenibilità dell'UE. Le imprese saranno oggetto di controlli e certificazioni indipendenti, come garanzia dell'affidabilità dei dati forniti. È previsto, inoltre, che le imprese "etichettino digitalmente" tali dati, in modo che siano meccanicamente leggibili e catalogabili in un unico database UE. In sintesi, la CSRD ha come obiettivo l'adozione da parte delle aziende di un linguaggio comune circa la divulgazione di informazioni riguardo la sostenibilità, affinché i dati forniti siano facilmente comparabili, oltre che accessibili ed affidabili, in quanto certificati³¹.

1.4.4. Interventi recenti

È quindi evidente che il quadro normativo in materia di finanza sostenibile è ancora in evoluzione. Nello specifico vi sono numerose proposte attualmente oggetto di negoziato tra Parlamento e Consiglio dell'UE, ovvero:

- a. Direttiva 2014/95/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 22 ottobre 2014 che modifica la Direttiva 2013/34/UE “per quanto riguarda la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese e di taluni gruppi di grandi dimensioni”. La direttiva è stata recepita in Italia dal D.Lgs n. 254 del 30.12.2016, che l'ha resa operativa a partire dal 1° gennaio 2017. Secondo il provvedimento, le società devono rendere pubbliche le informazioni riguardanti:
 - le politiche adottate e i risultati ottenuti in materia ambientale e sociale;
 - il personale, il rispetto dei diritti umani e la lotta contro la corruzione, sia attiva sia passiva.

La dichiarazione contenente le informazioni di carattere non finanziario potrà essere inclusa nella relazione sulla gestione oppure in un documento separato.

³¹ Corporate sustainability reporting. https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/companyreporting-and-auditing/company-reporting/corporate-sustainability-reporting_en. Feb. 2020

Le imprese che non applicano politiche specifiche in uno o più ambiti citati nella Direttiva devono esplicitare le motivazioni di questa scelta secondo il principio del “comply or explain”.

A latere delle misure legislative su menzionate, sempre sulla base del Piano d'azione della Commissione, l'ESMA ha approvato e pubblicato, il 18 luglio 2019 le proprie Linee Guida sui "*Disclosure Requirements Applicable to Credit Ratings*". Tali Linee Guida riguardano anche i criteri con cui deve essere data trasparenza ai fattori ESG, qualora essi costituiscano elementi chiave alla base dei *rating* del credito, secondo la metodologia adottata da una specifica agenzia di *rating*.

- b. In data 30 novembre 2023 è stato pubblicato nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea il Regolamento (UE) 2023/2631 sulle obbligazioni verdi europee e sull'informativa volontaria per le obbligazioni commercializzate come obbligazioni ecosostenibili e per le obbligazioni legate alla sostenibilità (il “Regolamento Green Bond”). Il regolamento, adottato con 418 voti favorevoli, 79 contrari e 72 astensioni e già concordato con i governi UE, stabilisce norme uniformi per gli emittenti di obbligazioni che desiderano utilizzare la denominazione "obbligazione verde europea". Le nuove regole consentiranno agli investitori di indirizzare i loro fondi verso tecnologie e imprese sostenibili con maggiore fiducia. Inoltre, la società che emette l'obbligazione avrà maggiore certezza che questa sarà adatta agli investitori che desiderano aggiungere obbligazioni verdi al proprio portafoglio. Ciò dovrebbe aumentare l'interesse per questo tipo di prodotto finanziario e sostenere la transizione dell'UE verso la neutralità climatica. Le norme sono in linea con i criteri della tassonomia dell'UE³², che definisce quali attività economiche l'UE considera ecosostenibili. Tutte le imprese che scelgono di adottare il marchio EuGB quando commercializzano green bond, saranno tenute a rispettare anche una serie di misure, fra cui la divulgazione di informazioni rilevanti su come saranno utilizzati i proventi del titolo. Dovranno inoltre impegnarsi a predisporre una strategia per la transizione verde dell'impresa e dimostrare come tali investimenti contribuiscono alla sua realizzazione. Tali obblighi di informativa, stabiliti in

³² https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/tools-and-standards/eu-taxonomy-sustainable-activities_en#legislation

cosiddetti "formati modello", potranno essere rispettati anche dalle società che emettono obbligazioni che non sono ancora in grado di rispettare tutte le norme dell'EuGB, ma che desiderano comunque manifestare le loro aspirazioni di rispettare l'ambiente. Il regolamento istituisce un sistema di registrazione ed un quadro di vigilanza per revisori esterni delle obbligazioni verdi europee, ossia i soggetti indipendenti responsabili della valutazione del rispetto delle norme. Stabilisce inoltre che gli eventuali conflitti di interesse, effettivi o potenziali, che possano riguardare i revisori esterni, debbano essere adeguatamente identificati, eliminati o gestiti, e divulgati in modo trasparente. Fino a quando la tassonomia non sarà pienamente operativa, gli emittenti di un'obbligazione verde europea dovrebbero garantire che almeno l'85% dei fondi raccolti dall'obbligazione sia destinato ad attività economiche in linea con i criteri della tassonomia. L'altro 15% può essere assegnato ad altre attività economiche, a condizione che l'emittente rispetti i requisiti sulle informazioni sulla destinazione dell'investimento.

- c. Il 23 febbraio 2022, la Commissione Europea ha presentato la Corporate Sustainability DueDiligence Directive³³ (CSDD) o Supply Chain Act, ovvero, la proposta di legge sugli obblighi di sostenibilità delle imprese. Il 1° giugno 2023, i membri del Parlamento europeo hanno votato a maggioranza per rafforzare la proposta legislativa iniziale della Commissione europea, concordata lo scorso dicembre 2022. L'obiettivo della legge dell'UE sulla catena di approvvigionamento è quello di imporre alle organizzazioni di gestire in modo responsabile gli impatti sociali e ambientali lungo l'intera catena di approvvigionamento, comprese le proprie operazioni commerciali, anche al di fuori del quadro normativo nazionale. La legge potrà essere applicata non appena il Parlamento europeo e il Consiglio dei ministri raggiungeranno una posizione comune.

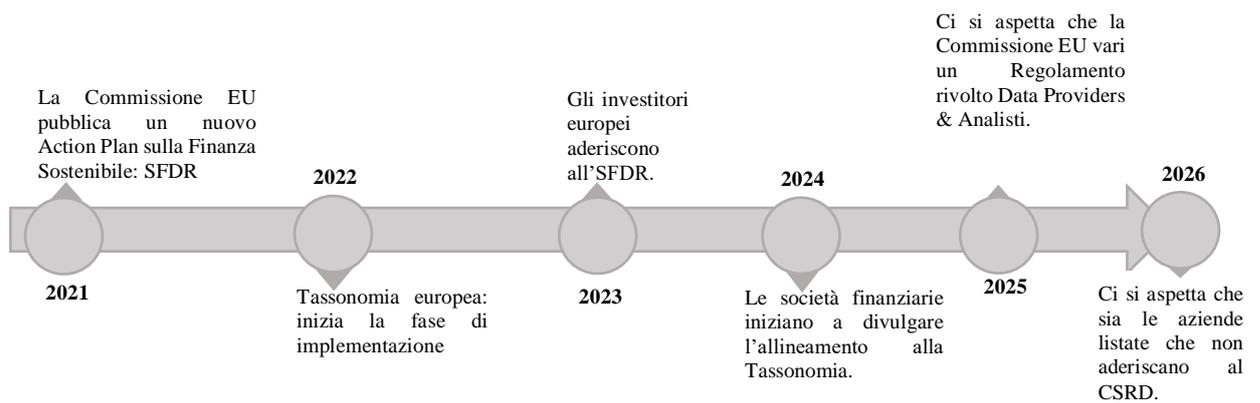
A latere delle misure legislative su menzionate, sempre sulla base del Piano d'azione della Commissione, l'ESMA ha approvato e pubblicato, il 18 luglio 2019 le proprie Linee Guida³⁴ sui "*Disclosure Requirements Applicable to Credit Ratings*". Tali Linee Guida

³³ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX:52022PC0071>

³⁴ <https://www.esma.europa.eu/document/final-report-guidelines-disclosure-requirements-applicable-credit-rating-agencies>

riguardano anche i criteri con cui deve essere data trasparenza ai fattori ESG, qualora essi costituiscano elementi chiave alla base dei *rating* del credito, secondo la metodologia adottata da una specifica agenzia di *rating*.

Fig.1.7: Timeline delle date importanti in ambito di Regolamentazione ESG europea



Fonte: Europa Lex.

Capitolo 2 - I prodotti finanziari sostenibili

2.1 L'evoluzione degli investimenti ESG

Gli investimenti sostenibili sono oggetto di studio da molti anni ma nell'ultimo periodo essi hanno ricoperto un'importanza centrale nell'economia mondiale per mitigare i rischi che il mondo moderno porta con sé, specialmente in ambito climatico. Tuttavia, nonostante la loro recente rapida crescita, la terminologia associata agli investimenti ESG varia considerevolmente, aprendo la strada a numerose interpretazioni. In questo capitolo, inizieremo con il definire cosa si intende per investimenti ESG secondo la definizione offerta dalla Commissione Europea, dopo aver esaminato l'origine più generale di tali criteri.

L'eterogeneità è la caratteristica distintiva degli investimenti ESG. Questi investimenti si sono evoluti significativamente, trasformandosi da mera filosofia finanziaria a una forma specifica di investimento responsabile. Rispetto agli approcci precedenti, che utilizzavano screening di esclusione e giudizi di valore per prendere decisioni di investimento, gli investimenti ESG sono stati influenzati dai mutamenti nella domanda nell'ambito dell'intero settore finanziario. Questi cambiamenti sono stati generati sia dalla ricerca di un migliore valore finanziario a lungo termine che dall'esigenza di un maggiore allineamento con i valori sociali ed ambientali.

Il *Report* dell'OCSE³⁵ fornisce una panoramica di concetti, valutazioni e analisi quantitative al fine di fare luce sui progressi e sulle sfide con riguardo allo stato attuale degli investimenti ESG. Detto report analizza l'ampia varietà di metriche, metodologie e approcci che, sebbene validi, conducono a risultati molto differenziati, aggiungendosi a una serie di pratiche di investimento che, nel loro insieme, portano a un consenso di settore sulla *performance* dei portafogli ad alto valore ESG che può rimanere aperto a diverse interpretazioni.

³⁵ <https://www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-Challenges.pdf>

L'analisi ha rivelato una significativa variazione nei rating ESG a seconda del fornitore selezionato, fenomeno che può essere attribuito a diversi fattori, tra cui diversi framework di riferimento, metodi di misurazione, indicatori chiave e metriche utilizzate, come l'interpretazione qualitativa dei dati e la ponderazione delle sottocategorie. Inoltre, i rendimenti degli investimenti hanno mostrato risultati contrastanti nel corso dell'ultimo decennio, sollevando interrogativi sulla reale influenza dei criteri ESG sulle prestazioni finanziarie.

Questa mancanza di comparabilità di metriche, rating e approcci di investimento rende difficile per gli investitori tracciare il confine tra la gestione dei rischi ESG significativi nell'ambito dei loro mandati di investimento e il perseguimento di risultati ESG che potrebbero richiedere un compromesso nella *performance* finanziaria.

Nonostante tali limitazioni, le valutazioni e il reporting ESG hanno il potenziale di fornire una quantità considerevole di informazioni sulla gestione e la resilienza delle aziende nel perseguire la creazione di valore a lungo termine. Questi strumenti potrebbero anche rappresentare un meccanismo di mercato cruciale per aiutare gli investitori ad allineare meglio i propri portafogli secondo criteri ambientali e sociali che supportano lo sviluppo sostenibile. Tuttavia, il progresso nell'ottimizzare l'impatto degli investimenti ESG richiede ulteriori sforzi verso la trasparenza, la coerenza delle metriche, la comparabilità delle metodologie di valutazione e l'allineamento alla significatività finanziaria. Infine, nonostante gli sforzi delle Autorità di regolamentazione, degli organismi di definizione degli standard e dei partecipanti del settore privato in diverse giurisdizioni, potrebbe emergere la necessità di una guida globale per garantire l'efficienza, la resilienza e l'integrità del mercato. Successivamente ci soffermeremo sulle motivazioni che portano le aziende e gli individui a scegliere questa tipologia di investimenti.

L'acronimo ESG affonda le proprie radici nei primi anni del Duemila, ma solo di recente si stanno delineando definizioni comuni e disponibilità di dati sufficienti per consentire analisi accurate. Il termine è stato coniato nel 2005 durante la conferenza "*Who Cares Wins*". Dietro questo acronimo si celano tre concetti: *Environmental*, *Social* e *Governance*, i quali nel corso del tempo sono diventati parametri essenziali per valutare la performance di un'azienda o di un'organizzazione in termini di sostenibilità ambientale, sociale e di governance.

Sono in fase di sviluppo una serie di standard globali univoci per misurare il "successo" delle aziende in questi ambiti, ma molti di questi criteri possono già essere valutati in modo soddisfacente.

Per quanto concerne il criterio Ambiente (Environmental), esso comprende una serie di parametri che mirano a valutare il comportamento di un'azienda nei confronti dell'ambiente in cui è immersa. Tra questi parametri figurano l'utilizzo delle risorse naturali, le emissioni di gas serra e l'efficienza energetica³⁶.

Con il termine *Social*, invece, si fa riferimento all'impatto sociale che l'organizzazione genera sui suoi stakeholders, tra cui clienti, dipendenti e fornitori, in termini di uguaglianza, inclusione, rispetto della privacy e riconoscimento dei diritti.

Infine, il criterio della *Governance* mette in luce i temi legati alle buone pratiche di gestione aziendale, come la composizione del consiglio di amministrazione, le politiche retributive e l'etica aziendale.

Alcuni di questi criteri si possono evincere nella *tabella 2.1*:

Tabella 2.1 – Criteri ESG

Environmental factors	Social factors	Governance factors
Natural resource use	Workforce	Board independence
Carbon emissions	Human rights	Board diversity
Energy efficiency	Diversity	Shareholder rights
Pollution/waste	Supply chain	Management compensation
Environmental opportunities		Corporate ethics

Fonte: Boffo e Patalano 2020, ESG Investing: Practices, Progress and Challenges

Il processo che ha portato alla definizione di tali criteri vede come capisaldi alcuni eventi che si sono verificati principalmente nell'ultimo decennio. Tra questi, i principali sono stati gli Accordi di Parigi (dicembre 2015) e l'adozione dell'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile (settembre 2015), concretizzatasi operativamente nella formulazione dei 17 Obiettivi per lo Sviluppo Sostenibile (noti come SDGs, acronimo di Sustainable

³⁶ Boffo R. e Patalano R.: ESG Investing: Practices, Progress and Challenges". OECD Paris.2020

Development Goals). Questi obiettivi sono diventati la base di un programma più ampio di interventi, composto da ben 169 target (Bellini, 2021).

L'iniziale attenzione ai temi della sostenibilità può essere attribuita al lavoro del Club di Roma³⁷ presso il MIT (Massachusetts Institute of Technology) con il rapporto "*I Limiti della Crescita*"³⁸, risalente agli anni '70 del secolo scorso. Nello stesso periodo, fu siglata la Dichiarazione di Stoccolma³⁹, che ha sancito il diritto degli esseri umani ad “avere accesso a condizioni di vita soddisfacenti, in un ambiente che consentisse di vivere con dignità e benessere”⁴⁰. Va tuttavia evidenziato che negli anni '70 la sensibilità era principalmente rivolta al criterio ambientale, ossia all'impatto che lo sviluppo economico aveva sull'ambiente; solo successivamente si è prestata attenzione formale agli altri criteri.

Tornando agli SDGs, come evidenziato nella figura, essi si presentano come obiettivi strettamente interconnessi riguardanti una vasta gamma di tematiche, dalla riduzione della povertà alla promozione della parità di genere, dalla salute alla lotta contro il cambiamento climatico, e molte altre. I criteri ESG spesso si rifanno agli obiettivi definiti dall'ONU; di conseguenza, valutare le performance di un Paese nel raggiungimento di tali obiettivi fornisce una panoramica preliminare sulla concreta realizzazione delle pratiche ESG.

³⁷ Organizzazione senza scopo di lucro e senza finalità politiche o religiose, aperto ai contributi intellettuali di scienziati e umanisti, economisti e politici, uomini d'affari e persone della società civile. È stato il primo forum internazionale ad affrontare le problematiche dello sviluppo su scala globale. Fondato a Roma nel 1968 dall'economista italiano A. Peccei e dallo scienziato scozzese A. King, il C. di R. è stato poi trasferito a Parigi, in seguito ad Amburgo e infine a Zurigo, dove attualmente si trovano gli uffici amministrativi.

³⁸ Nel 1972, contemporaneamente alla prima Conferenza mondiale dell'ambiente, viene dato alle stampe "*The limits of growth*", commissionato dal Club di Roma, guidato fra gli altri da Aurelio Peccei, a cinque giovani studiosi del MIT: Jorgen Randers, Jay Forrester, Donella Hager-Meadows, Dennis L. Meadows and William W. Behrens III. L'opera applica un modello per dare sostanza scientifica a un messaggio storico: le risorse non sono infinite e con questo modello di crescita - economica e demografica - il sistema Terra andrà ben presto incontro alla più grave crisi della sua storia. Nasce così l'ambientalismo scientifico, anche se gli scenari del MIT si riveleranno poi eccessivamente pessimisti e in molti casi sbagliati.

³⁹ https://www.mase.gov.it/sites/default/files/archivio/allegati/educazione_ambientale/stoccolma.pdf

⁴⁰ Dichiarazione di Stoccolma, 1972.

Figura 2.2– Obiettivi di Sviluppo Sostenibile ONU



Fonte: United Nations 2020

2.1.1 Tra gli investimenti finanziari e la filantropia.

Secondo la definizione della Commissione Europea, “la *finanza sostenibile* si riferisce al processo di valutazione delle considerazioni ambientali, sociali e di governance (ESG) nel momento in cui si assumono decisioni di investimento nel settore finanziario, con l'obiettivo ultimo di favorire investimenti più a lungo termine in attività e progetti economici sostenibili

Nel contesto europeo, la *finanza sostenibile* è interpretata come la finanza che promuove la crescita economica e allo stesso tempo riduce le pressioni ambientali, tenendo conto degli aspetti sociali e di governance.

Per coloro che non sono esperti nel settore, potrebbe sembrare che investimenti ESG, investimenti sostenibili e investimenti di impatto siano concetti simili, ma in realtà differiscono significativamente.

Si può affermare che “*ESG investing exists within a broader spectrum of investing based on financial and social returns*”⁴¹. Per comprendere queste differenze, è utile considerare un continuum di situazioni nel quale possiamo collocare, ad un estremo, i “comuni investimenti finanziari”, ispirati dalla ricerca del massimo ritorno economico (o del

⁴¹ <https://www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-Challenges.pdf>

migliore mix rischio/rendimento) che, a seconda dei casi, può assumere la forma di capital gain o di remunerazione del capitale investito.

All'estremo opposto troviamo, invece, la filantropia, intesa come insieme di azioni volte a ricercare il “solo ritorno sociale”, in termini di raggiungimento di obiettivi di interesse generale.

Tra questi due estremi si collocano le forme di investimento che incorporano metriche e metodologie ESG: gli investimenti di impatto e gli investimenti ESG. Tuttavia, distinguere tra fondi ESG e fondi che adottano strategie di impatto può essere complicato. È quindi importante chiarire le differenze tra di loro. Come evidenziato nella tabella, gli investimenti ESG si collocano ad un gradino inferiore rispetto agli investimenti d'impatto. Mentre questi ultimi hanno come obiettivo principale generare un beneficio sociale e solo in secondo luogo quello finanziario, gli investimenti ESG si propongono, in primis, di creare valore finanziario a lungo termine investendo in attività sostenibili in ogni modo possibile.

Tabella 2.3– Gamma di investimenti sociali e finanziari

	Philanthropy		Social Impact Investing		Sustainable and Responsible Investing ⁸	Conventional financial investing
	Traditional Philanthropy	Venture Philanthropy	Social Investing	Impact investment	ESG investing	Fully commercial investment
Focus	Address societal challenges through the provision of grants	Address societal challenges with venture investment approaches	Investment with a focus on social and/or environmental outcome and some expected financial return	Investment with an intent to have a measurable environmental and/or social return	Enhance long-term value by using ESG factors to mitigate risks and identify growth opportunities.	Limited or no regard for environmental, social or governance practices
Return Expectation	Social return only	Social return focused	Use of ESG metrics and methodologies		Financial market return focused on long-term value	Financial market return only
	Social impact		Social and financial		Financial returns	

Fonte: Boffo e Patalano 2020

Come evidenziato in un'intervista pubblicata su ESG News⁴², è possibile trovare titoli con un alto rating ESG ma con un basso impatto positivo, e viceversa. Questo fenomeno potrebbe essere dovuto al fatto che le performance ESG valutano in primis “... la capacità

⁴²L'intervista cui ci si riferisce è: “IMPact SGR, ecco le differenze tra ESG e impatto” riportando le opinioni di due esponenti di tale società: Mangilli e Salviato. <https://www.youtube.com/watch?v=BVEMp1lgeek>

manageriale di gestire i rischi e le opportunità di natura extra finanziaria su base settoriale” mentre gli investimenti di impatto cercano di misurare quelli che sono i reali effetti in termini di sostenibilità che un’azienda genera con i propri prodotti e servizi⁴³.

La questione risulta spigolosa, ma si può esporre un esempio chiarificatore, che riporta la divergenza tra queste due differenti performance ed aiuta a comprendere meglio il problema. La società McDonald’s raggiunge risultati soddisfacenti sul fronte ESG ma presenta risultati altrettanto negativi se considerata dal punto di vista dell’impatto. Infatti, se da una parte la capacità manageriale della società riesce a gestire bene i rischi che contraddistinguono il settore alimentare e non solo, dall’altra i prodotti venduti da McDonald's sono spesso ricchi di zuccheri aggiunti e sale, e la produzione di carne contribuisce notevolmente alle emissioni di CO2 e gas metano. Questo esempio evidenzia la discrepanza tra la valutazione ESG e l’impatto effettivo di un’azienda sull’ambiente e sulla società.

Secondo il provider di IMPact SGR⁴⁴, l’indicatore di impatto di McDonald’s è pari a -46%. Da questo esempio si evince, pertanto, come due risultati che in un primo momento potrebbero sembrare andare nella stessa direzione, ovvero ESG e performance d’impatto, in realtà siano molto divergenti. Ragion per cui è emersa la necessità di distinguere bene le diverse tipologie. Di seguito è proposta una panoramica riassuntiva degli intermediari finanziari, protagonisti della finanza sostenibile.

Gli intermediari finanziari, come suggerisce il termine, fungono da collegamento tra coloro che possiedono dei risparmi, tipicamente privati cittadini, e coloro che necessitano di finanziamenti, sovente le imprese. In questo modo, gli intermediari finanziari raccolgono risparmi dai primi e li investono nelle seconde, ottenendo una remunerazione. Una parte di quest’ultima costituirà il margine principale per l’istituto finanziario, mentre un’altra parte andrà restituita all’individuo risparmiatore come rendimento, incoraggiandolo ad accantonare di più per ottenere un ritorno economico maggiore⁴⁵.

⁴³ Dario Mangilli, 2022. Head of Sustainability di IMPact SGR.

⁴⁴ IMPact è una società di asset management, specializzata in strategie di *listed impact investing*, che offre soluzioni d’investimento che uniscono performance finanziarie e misurazione d’impatto. L’obiettivo di IMPact è misurare gli effetti positivi e negativi generati ed integrarli nei processi decisionali d’investimento al fine di promuovere e accelerare la transazione verso un’economia globale ad impatto positivo. <https://www.impactsgroup.it>

⁴⁵ <https://www.consob.it/web/investor-education/gli-intermediari-finanziari>

I risparmiatori, tuttavia, non sono tutti uguali: ciascuno è caratterizzato da un diverso grado di avversione al rischio, e questo influenza non poco le decisioni di investimento. Ovviamente, maggiore sarà il rischio maggiore è il rendimento atteso dell'investimento. In generale, i risparmiatori possono scegliere di investire i propri risparmi in:

- › *Titoli di Stato*: titoli emessi dai governi nazionali per finanziare il debito pubblico. Sono considerati titoli altamente sicuri e molto liquidi, il che li rende poco remunerativi. I titoli di Stato possono essere emessi da diversi paesi del mondo e presentano scadenze e caratteristiche diverse⁴⁶. Inoltre, confrontandoli tra loro, è possibile valutare lo spread, ossia il differenziale di rischio tra un Paese e l'altro. Tipicamente, per i titoli italiani, lo spread è la differenza tra il tasso di rendimento dei Bund tedeschi e dei BTP italiani⁴⁷.
- › *Obbligazioni*: titoli di debito emessi da società private al fine di ottenere finanziamenti. Hanno un rischio generalmente abbastanza basso ragion per cui maturano un tasso di interesse modesto. Essendo titoli di debito, le società si impegnano a ripagare il finanziamento negli anni e perciò chi contrae un'obbligazione ha il diritto di rifarsi sul patrimonio della società nel caso in cui questa fallisca. Ciononostante, esistono obbligazioni dal merito creditizio diverso il che comporta tassi di remunerazione variabili⁴⁸.
- › *Azioni*: strumento di partecipazione alla proprietà della società emittente. Di fatto, chi investe in azioni diventa "proprietario" dell'azienda e assume i rischi connessi, inclusi quelli legati a situazioni di crisi aziendale. L'investitore, quindi, non detiene alcun diritto o garanzia ad ottenere la restituzione dell'investimento. Proprio per il maggior rischio che rappresenta questo strumento, a seconda della società che emette tali azioni, il tasso può essere particolarmente remunerativo.
- › *Derivati*: i derivati sono strumenti finanziari ad alto rischio il cui valore è correlato all'andamento sottostante. I prodotti derivati possono avere finalità di copertura, di speculazione o di arbitraggio. Spesso vengono contratti in concomitanza con altri prodotti finanziari, ad esempio investimenti in titoli (es. covered warrant)⁴⁹.

⁴⁶ <https://www.borsaitaliana.it/obbligazioni/formazione/ititolidistatoitaliani/ititolidistatoitaliani.htm>

⁴⁷ <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/spread-titoli-di-stato159.htm>

⁴⁸ <https://www.consob.it/web/investor-education/le-obbligazioni>

⁴⁹ <https://www.consob.it/web/investor-education/i-derivati>

- *Fondi comuni d'investimento*: i fondi sono prodotti finanziari gestiti da società di gestione del risparmio (SGR) in cui è possibile investire. Le SGR raccolgono i risparmi degli investitori e li investono in molteplici attività finanziarie come azioni, obbligazioni e titoli di Stato. Oltre alle SGR vi sono anche società di investimento a capitale variabile (SICAV) e società di investimento a capitale fisso (SICAF). La differenza principale tra queste ultime due e i fondi comuni tradizionali (SGR) consiste nel fatto che le SICAV e le SICAF sono società su cui i risparmiatori investono direttamente diventando soci, mentre le SGR si occupano meramente della gestione degli investimenti. Nonostante ciò, tutte e tre le società svolgono la stessa funzione. I fondi a seconda della loro composizione possono essere: fondi obbligazionari, fondi azionari, fondi bilanciati (caratterizzati sia da azioni che da obbligazioni) o fondi monetari (composti da strumenti del mercato monetario)⁵⁰.

2.1.2 *Panoramica globale*

A questo punto, è opportuno offrire una panoramica sull'ammontare degli investimenti sostenibili a livello mondiale, con particolare attenzione ai cinque maggiori mercati finanziari: Stati Uniti, Europa, Canada, Giappone, Australia.⁵¹ I dati mostrano che la quantità di investimenti sostenibili nei suddetti mercati ha raggiunto i 35.3 trilioni di dollari di Asset Under Management (AUM), registrando una crescita del 15% in due anni⁵².

Queste tipologie di investimento, che riuniscono ben sette diverse strategie, arriverebbero a rappresentare quasi il 36% di tutti gli asset gestiti in modo professionale a livello globale (i quali toccano l'enorme valore di 98.4 trilioni di dollari). Tuttavia è importante notare che questi Paesi non sono omogenei e presentano differenze significative. Mentre USA, Canada e Giappone registrano una forte crescita nella quantità di investimenti sostenibili, l'Europa e l'Australia mostrano un rallentamento del tasso di crescita. Questo fenomeno è essenzialmente spiegato dal fatto che negli ultimi anni la legislazione europea e australiana sono state caratterizzate da modifiche significative

⁵⁰ <https://www.consob.it/web/investor-education/i-fondi-comuni>

⁵¹ Global Sustainable Investment Review 2020, pubblicato da GSIA nel luglio 2021.

⁵² Global Sustainable Investment Alliance (GSIA).

nell'ambito degli investimenti responsabili, rendendo di conseguenza complicato effettuare confronti con i dati passati. Tali cambiamenti normativi evidenziano ancora una volta che il ramo degli investimenti ESG è ancora una “industria in transizione”⁵³.

Nella *tabella 3* si può notare l'andamento degli investimenti ESG nel periodo 2014-2020.

Tabella 2.4– Crescita degli investimenti sostenibili 2014-2020⁵⁴.

	2014	2016	2018	2020	GROWTH PER PERIOD			COMPOUND ANNUAL GROWTH RATE (CAGR) 2014-2020
					GROWTH 2014-2016	GROWTH 2016-2018	GROWTH 2018-2020	
Europe* (EUR)	€9,885	€11,045	€12,306	€10,730	12%	11%	-13%	1%
United States (USD)	\$6,572	\$8,723	\$11,995	\$17,081	33%	38%	42%	17%
Canada (CAD)	\$1,011	\$1,505	\$2,132	\$3,166	49%	42%	48%	21%
Australasia* (AUD)	\$203	\$707	\$1,033	\$1,295	248%	46%	25%	36%
Japan (JPY)	¥840	¥57,056	¥231,952	¥310,039	6,692%	307%	34%	168%

Fonte: GSIA 2021

Questi dati si riferiscono esclusivamente al periodo 2014-2020; la tabella mostra che, in ordine, i Paesi a registrare il maggior incremento nel biennio 2018-2020 (arco temporale in cui si concentra il rapporto del Global Sustainable Investment Alliance preso a riferimento⁵⁵) sono: il Canada (+48%), gli USA (+42%) e il Giappone (+34%). Diversamente, in Europa si è verificata ad una diminuzione del 13%.

Tuttavia, sia Europa che Stati Uniti rimangono leader mondiali per volume finanziario di investimenti sostenibili effettuati: insieme costituiscono più dell'80% del totale a livello globale.

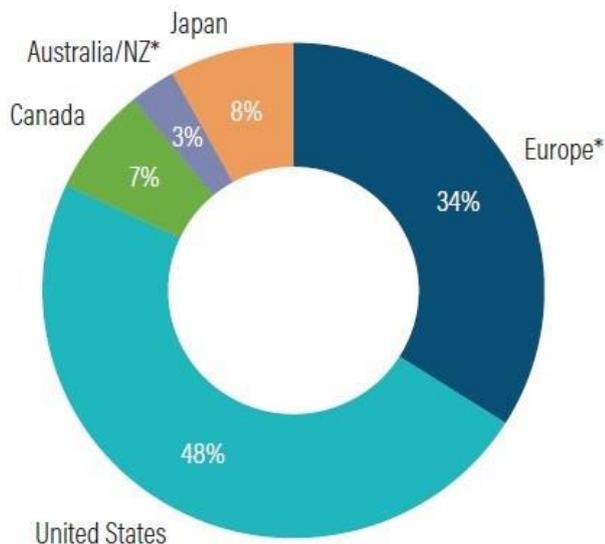
Gli altri Paesi menzionati, invece, mantengono proporzioni relativamente stabili in termini di investimenti sostenibili. La figura presenta le proporzioni di investimenti sostenibili sul totale investito nei Paesi appena citati (dati 2020).

⁵³ GSIA, 2021.

⁵⁴ Dati in miliardi e valuta locale.

⁵⁵ <https://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/08/GSIR-20201.pdf>

Figura 2.5– Proporzione di investimenti sostenibili per Paese nel 2020



Fonte: GSIA 2021

Come evidenziato da questi dati, sempre più soggetti si stanno interessando alla finanza sostenibile, tendenza confermata dal primo sondaggio⁵⁶effettuato da BlackRock⁵⁷su questo tema.

Lo studio in esame ha coinvolto 425 intervistati, rappresentanti tre grandi blocchi geografici:

- EMEA, ovvero *Europe, Middle East e Africa*;
- AMRS, ovvero *North and South America*;
- APAC, ovvero *Asia-Pacific*.

Dai risultati emerge che tra i criteri ESG è prevalente la dimensione ambientale, seguita da quella sociale e infine dalla governance. Il cambiamento climatico è percepito come la tematica più urgente che gli investitori desiderano affrontare e integrare nelle proprie strategie di investimento⁵⁸. Nello specifico, l'88% degli investitori ha classificato l'ambiente come priorità attuale (percentuale destinata ad aumentare di un punto

⁵⁶BlackRock (2020) *Sustainability goes mainstream*.

⁵⁷ BlackRock è la più grande società d'investimento del mondo, con un patrimonio che ammonta a 10000 miliardi di dollari. La sede è a NY ed un terzo degli asset gestiti è in Europa.

⁵⁸ BlackRock, Il nostro approccio alla sostenibilità. <https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/our-commitment-to-sustainability-exec-summary-it.pdf>

percentuale in 3-5 anni). In ogni modo, nel medesimo arco temporale, il criterio che assumerà maggiore importanza sarà quello sociale, che registrerà una crescita di interesse dal 52% attuale al 58%; il criterio di governance, diversamente, subirà un calo di attenzione.

Di qui si comprende bene la locuzione “*Climate is king*”⁵⁹, associata alle attuali scelte di investimento.

2.1.3 I sei principi degli investimenti responsabili

Per comprendere appieno gli investimenti sostenibili, è doveroso trattare il tema dei PRI, ovvero i Principi di Investimento Responsabile (dall’inglese *Principles for Responsible Investment*), promossi dall’ONU nel 2006 con l’obiettivo di promuovere un nuovo sistema finanziario globale sostenibile che favorisca la creazione di valore a lungo termine. Al 2021 i firmatari dei PRI risultavano più di 4000 provenienti da oltre 60 nazioni, per un totale di circa 120 trilioni di dollari di assets⁶⁰.

I principi sono in totale sei, e ciascuno di essi propone una serie di azioni per poter incorporare nelle proprie strategie di investimento i criteri ESG che sono:

1. incorporare le tematiche ESG nell’ambito dell’analisi finanziaria e dei processi decisionali riguardanti gli investimenti. Azioni in linea con questo principio includono il supporto allo sviluppo sostenibile di metriche e analisi ESG, l’incoraggiamento di studi e ricerche su questo tema, così come il sostegno alla formazione ESG per gli investitori istituzionali;
2. essere azionisti attivi e incorporare i parametri ESG nelle politiche e pratiche di azionariato;
3. esigere la rendicontazione sui parametri ESG da parte delle aziende in cui si investe.

Questo principio è collegato, ad esempio, alla raccomandazione di produrre report standardizzati sui temi ESG oppure richiedere informazioni in merito all’aderenza di codici o iniziative internazionali;

⁵⁹ BlackRock Sustainability goes mainstream. 2020 Global Sustainable Investing Survey. <https://img.lalr.co/cms/2021/05/28202727/blackrock-sustainability-survey.pdf>

⁶⁰ PRI Annual Report, 2021. <https://www.unpri.org/annual-report-2021>

4. promuovere l'accettazione e l'implementazione dei principi all'interno dell'industria finanziaria;
5. collaborare per migliorare l'efficacia nell'implementazione dei principi; riportare periodicamente le attività e i progressi compiuti nell'applicazione dei principi.

La crescente attenzione verso gli investimenti sostenibili è testimoniata dal fatto che gli attori del mercato finanziario non sono più interessati esclusivamente al ritorno finanziario, ma diversamente cercano di focalizzarsi su investimenti che, oltre ad avere come orizzonte temporale il lungo termine, apportino anche numerosi benefici sull'ambiente circostante.

Il fatto che sia “*the right thing to do*”⁶¹ è oramai un dato confermato dai numerosi studi svolti.

Per comprendere meglio le motivazioni di fondo che spingono gli investitori, individuali e non, verso l'adozione di strategie di investimento sostenibili il sito specializzato ESG News enumera le ragioni principali alla base dell'attenzione degli operatori finanziari verso tre temi ESG:

1. Produrre un impatto positivo sulla società e sul pianeta. Scegliendo di investire in aziende che integrano nelle proprie strategie di fondo l'adeguamento ai principi ESG, si contribuisce positivamente all'ambiente circostante allontanandosi dai diversi rischi reputazionali e legali a cui l'azienda potrebbe andare incontro se non si adeguasse a tali criteri.
2. Assicurarsi un miglior rendimento finanziario. È confermata da diversi studi, come ad esempio dalla ricerca “*ESG and Financial Performance*” (2021)⁶², la sussistenza di una correlazione positiva tra l'adozione di criteri ESG e migliori performance finanziarie;
3. Garantire una maggiore diversificazione di portafoglio. Gli investimenti in fondi ESG offrono una maggiore diversificazione se confrontata con quella prodotta da

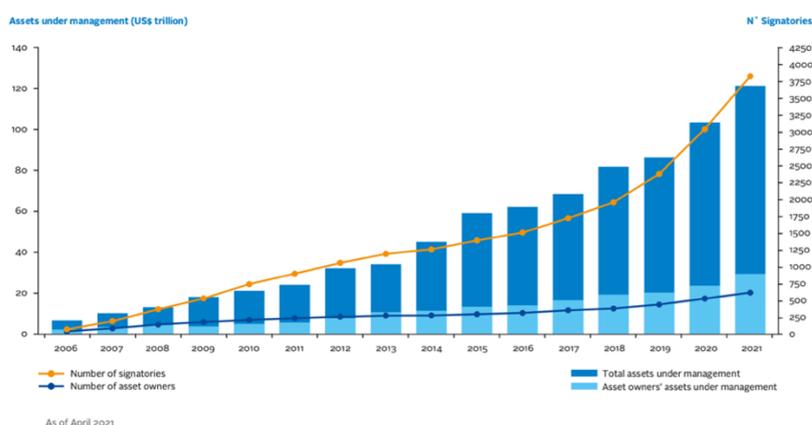
⁶¹<https://ir.blackrock.com/news-and-events/press-releases/press-releases-details/2020/BlackRock-Survey-Shows-Acceleration-of-Sustainable-Investing/default.aspx>

⁶² Collaborazione tra Rockefeller Asset Management, Casey Clark e NYU Stern Center, Sustainable Business (2021). <https://www.stern.nyu.edu/experience-stern/faculty-research/new-meta-analysis-nyu-stern-center-sustainable-business-and-rockefeller-asset-management-finds-esg>

altre gestioni; il che porta ad una maggiore stabilità del portafoglio in caso di rischi sistemici⁶³.

Dunque, in sintesi: la reputazione aziendale, il rendimento finanziario a lungo termine e la capacità di mitigare rischi sono le tre ragioni principali che spingono gli investitori ad adottare strategie sostenibili. Inoltre, secondo l'Autorità Europea degli Strumenti Finanziari e dei Mercati, i fondi ESG potrebbero vantare costi di gestione inferiori rispetto a fondi non sostenibili.

Figura 2.6: Numero di firmatari e aderenti al PRI



Fonte: PRI, 2021.

2.2 Le strategie d'investimento sostenibili

Alla base di queste strategie ci sono due approcci generali: da un lato è possibile procedere escludendo titoli non ritenuti sostenibili, dall'altro si può procedere con una selezione dei titoli che invece si reputano tali. Verranno illustrate di seguito tutte le possibili strategie sostenibili e non. La disamina delle strategie della finanza sostenibile deve doverosamente prendere le mosse dall'Eurosif⁶⁴, il Forum europeo per gli investimenti responsabili, che ha sintetizzato in sette punti i principi chiave della finanza sostenibile:

⁶³ ESG News, 2022. <https://esgnews.it/focus/analisi-e-approfondimenti/investimenti-esg/>

⁶⁴ <https://www.eurosif.org>

1. *Exclusion screening*: l'approccio consiste nell'evitare di investire in imprese o settori considerati contrari, per loro natura, agli standard ESG o agli standard etici. I settori comunemente esclusi sono il gioco d'azzardo; la produzione e distribuzione di tabacco o di pornografia; la produzione di armi; l'attività di ricerca che comporta la sperimentazione animale; le società legate ai combustibili fossili (Divest- Invest⁶⁵);
2. *Best in class screening*: la selezione dei titoli da includere in portafoglio avviene secondo i criteri ESG, privilegiando gli emittenti leader o con performance migliori rispetto ai concorrenti all'interno di un settore, categoria o classe di attività. Questa strategia comporta un'analisi dettagliata e una valutazione degli standard ESG, al fine di assegnare un rating ed identificare le migliori opportunità di investimento;
3. *Norms based screening*: gli investimenti vengono selezionati in base al rispetto di norme e standard internazionali definiti da organizzazioni come OCSE, ONU e agenzie dell'ONU, tra cui ILO, UNEP, UNICEF e UNHCR. Questo approccio si concentra sull'aderenza a regolamenti e convenzioni globali che riguardano questioni ambientali, sociali e di governance. Le aziende vengono valutate e selezionate in base al loro rispetto di tali norme e standard, e vengono escluse quelle che non si conformano o violano tali linee guida. Questa strategia mira a promuovere il comportamento responsabile delle aziende a livello internazionale e a incoraggiare il rispetto dei diritti umani, la sostenibilità ambientale e altre pratiche etiche;
4. *ESG integration in financial analysis*: le tre dimensioni dello sviluppo sostenibile (ambientale, sociale e di governance, abbreviate come ESG) vengono integrate insieme agli indicatori di performance finanziaria nell'analisi e nella valutazione di un investimento. Questo significa che, oltre a considerare i tradizionali indicatori finanziari come utili e redditività, vengono valutati anche i criteri ESG. Le aziende, quindi, vengono analizzate non solo in base alla loro redditività, ma anche alla loro gestione ambientale, alle politiche sociali e alle pratiche di governance. Questo approccio permette di selezionare le imprese che si

⁶⁵Iniziativa volta a incoraggiare il disinvestimento dalle fonti fossili (divest) e a promuovere il finanziamento dell'economia a basso impatto carbonico (invest), con l'obiettivo di spingere le imprese a rivedere le proprie politiche ambientali per evitare di subire disinvestimenti da parte di altri investitori.

distinguono per il loro impegno verso lo sviluppo sostenibile e che integrano efficacemente tali criteri nella loro strategia aziendale;

5. *Sustainability themed investing*⁶⁶: questa tipologia di approccio consiste nella selezione degli emittenti in portafoglio in base a specifiche tematiche ambientali, sociali e di governance. Gli investitori si concentrano su temi specifici, quali i cambiamenti climatici, l'efficienza energetica, l'agricoltura sostenibile e il miglioramento del sistema sanitario e scolastico. Invece di considerare settori o industrie in generale, si mira a individuare aziende che si distinguono per il loro impegno o le loro soluzioni relative a una determinata tematica sostenibile. Questo approccio consente agli investitori di indirizzare i loro capitali verso aree specifiche di interesse sostenibile e di promuovere direttamente il cambiamento in settori rilevanti per la sostenibilità;
6. *Corporate Engagement*⁶⁷: approccio di investimento responsabile a lungo termine che si concentra sul processo di coinvolgimento attivo con le società (azionisti) al fine di influenzare i loro comportamenti in modo che rispettino i criteri ESG. Questo coinvolgimento si traduce in un dialogo costruttivo con le aziende su questioni di sostenibilità e nella partecipazione attiva alle assemblee degli azionisti per esercitare i diritti di voto. L'obiettivo è incoraggiare le società a migliorare le proprie pratiche ESG, adottare politiche più sostenibili e trasparenti, e ad affrontare eventuali preoccupazioni sollevate dagli investitori in merito alle loro prestazioni ESG. Mediante il dialogo e il voto, gli investitori possono esercitare un'influenza significativa sulle pratiche aziendali e contribuire a promuovere un comportamento più responsabile e sostenibile;
7. *Impact Investing*: gli investimenti di questa categoria devono generare un impatto sociale e ambientale positivo, senza tralasciare l'elemento reddituale. Di quest'ultima strategia d'investimento si comincia a parlare per la prima volta nel 2007⁶⁸ in una conferenza fra investitori e filantropi dove due importanti istituzioni finanziarie, quali JP Morgan e la fondazione Rockefeller, coniarono questo termine in occasione del "Bellagio Summit" nei pressi del Lago di Como. Questo approccio ha dato origine a una nuova categoria di investimenti che mirano a

⁶⁶ Investimenti tematici sostenibili.

⁶⁷ Azionariato attivo.

⁶⁸ www.rockefellerfoundation.org

generare un "doppio risultato", combinando obiettivi finanziari con obiettivi sociali e ambientali.

2.2.1 *Due strategie a confronto: screening negativo e screening positivo*

Lo screening negativo è una strategia che implica l'esclusione di determinati investimenti o categorie di investimenti⁶⁹ considerati non conformi a determinati criteri etici, sociali o ambientali. In tal modo, questa strategia riesce a creare un portafoglio di investimento che non include alcuna attività o settore non rispettosi di determinati canoni precisi. Ci sono diversi gradi di restrizione con cui può essere applicato lo screening negativo: il metodo più semplice da attuare, in quanto non richiede alcuna analisi aziendale o verifica da parte di chi l'adotta, si realizza tramite l'esclusione di specifici settori ritenuti non sostenibili per definizione. La semplice esclusione rappresenta la caratteristica minima per poter definire un titolo sostenibile⁷⁰. Quest'approccio non richiede analisi dettagliate circa le singole aziende o verifiche da parte dell'investitore, ma si basa sull'esclusione automatica di interi settori o tipologie di attività non compatibili con i criteri di sostenibilità. Tra i settori che vengono tendenzialmente definiti non sostenibili per eccellenza e che vengono esclusi attraverso lo screening negativo sono⁷¹:

- › Armi;
- › Alcol;
- › Tabacco;
- › Energia nucleare;
- › Gioco d'azzardo;
- › Pornografia;
- › Aziende petrolifere.

⁶⁹<https://www.eurosif.org/responsible-investment-strategies/>

⁷⁰ Liang H., Ranneboog L., Corporate social responsibility and sustainable finance: A review of the literature, *ecgi.global*, 2020

⁷¹ <https://www.robeco.com/it/punti-di-forza/investimenti-sostenibili/glossario/negative-screening.html>

Uno screening negativo più intenso, invece, coinvolge anche altre caratteristiche che potrebbero far ritenere un'azienda poco sostenibile; i fattori presi in considerazione sono legati a⁷²:

- rispetto dei diritti umani;
- sfruttamento di manodopera;
- test sugli animali;
- azioni riduttive della biodiversità e deforestazione;
- ingegneria genetica.

L'implementazione dello screening negativo in un fondo di investimento lo rende idoneo a rientrare nell'Art. 8 del Regolamento 2019/2088, poiché promuove caratteristiche sociali e ambientali. Tuttavia, questa strategia da sola potrebbe non essere abbastanza per poter qualificare il fondo come un prodotto finanziario in linea con l'Art.9 del medesimo regolamento, il quale richiede che la sostenibilità sia l'obiettivo principale del prodotto finanziario.

Lo screening positivo è un approccio complementare allo screening negativo, e consiste nella selezione di titoli emessi da aziende virtuose in tema di sostenibilità. Tali aziende si distinguono per i loro elevati standard di sostenibilità rispetto alla media del settore, manifestando un maggiore interesse per la protezione dell'ambiente, rispetto dei diritti umani e la sostenibilità dei propri investimenti⁷³.

Lo screening positivo può essere più o meno severo riguardo ai criteri di selezione, con distinzioni tra la strategia *best in class* e il *norms based screening*⁷⁴. Nel caso si utilizzi la strategia *best in class* le aziende selezionate sono considerate le migliori del proprio settore in termini di sostenibilità. Ciò consente di integrare nei portafogli dei fondi di investimento titoli appartenenti a settori che tradizionalmente non sono noti per pratiche commerciali sostenibili. Grazie a ciò possono essere definiti "sostenibili" rispetto ai competitors, grazie all'impatto ambientale e sociale minore⁷⁵.

Il *norms based screening* prevede, al contrario, una selezione degli investimenti in conformità a standard e norme internazionali. Possono essere considerate sia norme

⁷² Candriam, Candriam Article 8 Equities, Bonds & Multi-Assets Strategies

⁷³ Liang H., Ranneboog L., Cit.

⁷⁴ Liang H., Ranneboog L., Cit.

⁷⁵ <https://www.robeco.com/it/punti-di-forza/Investimenti-Sostenibili/Glossario/Best-In-Class.html>

internazionali, nonché combinazioni di diverse norme concernenti i fattori ESG. Un esempio può essere il rispetto degli United Nations Global Compact Principles⁷⁶ pubblicati dalle Nazioni Unite, piuttosto che norme e convenzioni nazionali.

2.2.2 ESG integration

Questa strategia si caratterizza per l'integrazione in un portafoglio d'investimento di titoli che raggiungano un determinato *ESG score* che sia superiore rispetto a quello medio degli altri titoli.

Secondo l'Eurosif l'*ESG integration* consiste nell'integrare esplicitamente, da parte delle società di Asset Management, i rischi e le opportunità legate agli standard ESG nell'analisi finanziaria tradizionale e nelle decisioni di investimento, servendosi di processi sistemici e risorse di ricerca appropriate. Tale processo di integrazione si concentra sull'impatto potenziale che gli ESG possono avere sul rendimento economico della società, il che potrebbe influenzare le decisioni di investimento. Gli aspetti possono riguardare:

- ' *Environmental*, concerne qualsiasi aspetto dell'attività che ha conseguenze, positive e negative che siano, sull'ambiente. Ciò può includere emissioni di gas serra, l'uso di energie rinnovabili, lo spreco di risorse, l'inquinamento chimico, la gestione dei rifiuti e delle risorse idriche, nonché l'impatto della biodiversità.
- ' *Social*, impatti correlati sia alle relazioni con la comunità, come il miglioramento della salute e dell'educazione, sia gli impatti sul luogo di lavoro, come l'adesione ai diritti umani, la non discriminazione, e la relazione positiva con gli stakeholder. Esempi di impatti sociali possono essere lavoro minorile e la forza lavoro, relazioni con la comunità locale, l'adozione del sistema meritocratico e di promozione o le pratiche aziendali controverse (armi, zone di conflitto), standard di salute e sicurezza o libertà di associazione.
- ' *Governance*, questo terzo ed ultimo aspetto riguarda la qualità della gestione e della cultura aziendale, i profili di rischio ed altri elementi legati alla governance. Ciò include la responsabilità del consiglio di amministrazione e le relative

⁷⁶ <https://unglobalcompact.org/What-Is-Gc/Mission/Principles>

decisioni, nonché la gestione delle strategie sulle performance sociali e ambientali. Inoltre, gli aspetti di governance mettono in luce la trasparenza delle informazioni fornite e la realizzazione degli obiettivi aziendali senza frodi o corruzione. Esempi possono riguardare le politiche di remunerazione, i diritti degli stakeholder, la struttura del Consiglio di amministrazione e questioni legate ai tipici reati aziendali come corruzione, evasione o attività di lobbying⁷⁷.

2.2.3 Impact investing

Questa strategia consta di investimenti effettuati all'interno di aziende, organizzazioni e fondi con l'obiettivo di generare un impatto ambientale o sociale, pur mantenendo un interesse economico.

L'impact investing è una strategia di investimento versatile e può essere svolta sia nei mercati in via di sviluppo che nei mercati sviluppati. Tale strategia può comportare rendimenti variabili, sia positivi che negativi, a seconda delle circostanze. L'impact investing, come vedremo più avanti, è alla base dei prodotti sostenibili classificati rispondenti delle caratteristiche richieste dall'Art.9 del regolamento SFDR⁷⁸.

Il *Global Impact Investing Network* (GIIN), organizzazione no profit dedita a promuovere e migliorare l'efficacia degli investimenti ad impatto, definisce l'Impact Investing come “*un insieme di investimenti in società, organizzazioni e fondi, con l'intenzione di generare un impatto quantificabile a livello sociale e ambientale oltre che rendimenti finanziari*”⁷⁹. Questa strategia offre soluzioni finanziarie (con rendimenti in linea oppure inferiori a quelli di mercato) a problemi/bisogni sociali e ambientali. Le principali caratteristiche della strategia d'investimento in esame sono:

- › *Intenzionalità dell'investitore di generare un impatto positivo dal punto di vista sociale e ambientale*: elemento indispensabile per la finanza ad impatto è la volontà, o meglio l'intenzione dell'investitore di collocare i capitali privati in progetti, imprese e fondi di investimento che generano benefici sociali misurabili,

⁷⁷ Gruppo di interesse o colloquialmente indicato con l'anglicismo *lobby*, è un gruppo organizzato di persone o di aziende che cerca di influenzare con varie strategie dall'esterno le istituzioni per favorire particolari interessi, la cui influenza può far leva su elementi immateriali o materiali.

⁷⁸ <https://www.cyberlaws.it/2022/articolo-9-regolamento-sfdr-esg/>

⁷⁹ www.thegiin.org/impact-investing/need-to-know/#what-is-impact-investing

compatibilmente con un rendimento economico da assicurare all'investitore. In particolare, l'intenzionalità di generare un *impatto sociale* anteposta all'intenzionalità di generare profitto è un aspetto che differenzia la finanza d'impatto dalle restanti strategie SRI che riguardano investimenti e che si fondano sul rispetto di determinati vincoli ambientali o sociali e derivano da risorse che altrimenti sarebbero gestite per l'unico scopo del profitto; l'investimento a *impatto sociale* prevede, dunque, l'intenzione esplicita di generare un impatto positivo misurabile, senza rinunciare a produrre, al contempo, un ritorno accettabile per l'investitore. Ne risulta, quindi, che gli investimenti di impatto hanno come obiettivo principale quello di generare sia un ritorno finanziario che un *impatto sociale*. In questa ottica la creazione di un impatto positivo è uno scopo specifico, non un risultato inaspettato.

- › *L'aspettativa di un rendimento finanziario*: che può variare in funzione degli obiettivi dell'investitore ma deve garantire il recupero del capitale investito. Tale aspetto, tuttavia, non può prescindere dal rapporto rischio/rendimento atteso: pertanto, l'obiettivo di creare un *impatto sociale* positivo deve considerare anche le valutazioni di ordine economico e finanziario, al fine di garantire un equilibrio tra gli obiettivi finanziari e sociali.
- › *La flessibilità del tasso di rendimento atteso*: che può posizionarsi al di sotto o allinearsi ai rendimenti di mercato.
- › *L'eterogeneità dei rendimenti*: inferiori oppure in linea con quelli del mercato e che possono includere varie forme d'investimento, quali anticipi sui flussi di cassa, fixed income, venture capital e private equity. Questa eterogeneità di rendimenti riflette la varietà di strategie e vincoli di investimento, propri della finanza ad impatto, per raggiungere obiettivi sociali ed economici.
- › *La misurabilità dell'impatto sociale e ambientale* per garantire trasparenza e responsabilità. Ciò avviene mediante la misurazione e *rendicontazione degli impatti generati*, attraverso la pubblicazione di una reportistica dedicata (report d'impatto). Questi report forniscono un quadro dettagliato degli effetti positivi ottenuti dalle attività d'investimento sia sulla società che sull'ambiente, consentendo agli investitori in primis di valutare l'efficacia delle loro decisioni ed, in secundis di assumere decisioni ponderate per il futuro.

- *Orizzonte d'investimento di medio lungo periodo*: dato che l'investimento è improntato ad un miglioramento permanente dei problemi sociali e ambientali. L'*Impact Investing* si colloca tra la Filantropia e le strategie d'investimento SRI. Si differenzia dalle iniziative filantropiche poiché, pur avendo in comune con queste ultime l'obiettivo e la volontà di creare un *impatto sociale* positivo, non prescinde da valutazioni di ordine economico e finanziario. Si differenzia dalle altre strategie SRI per l'intenzionalità e la misurabilità dell'investimento: l'investitore infatti colloca le proprie risorse finanziarie in società che fanno attivamente del bene, dimostrando l'intenzione proattiva di raggiungere risultati sociali positivi, rispetto ad un semplice screening negativo volto ad escludere investimenti in aziende o industrie che generano un impatto negativo.

2.2.4 *Active ownership*

Adottando una strategia di *Active ownership*, gli investitori hanno l'opportunità di prendere parte alle decisioni aziendali attraverso il diritto di voto e di intervento, comunicando con il management della società per poter apportare il proprio contributo.

Questa strategia, tuttavia, pur prevedendo un processo di lungo termine, potrebbe non essere sufficiente per influenzare significativamente la strategia aziendale o migliorare la sua Disclosure. Secondo l'Eurosif, tale strategia potrebbe non essere abbastanza forte da poter costituire un fondo sostenibile⁸⁰.

Il crescente interesse per le tematiche legate alla sostenibilità e la consapevolezza dei rischi derivanti dalla gestione inadeguata degli obiettivi di investimento sostenibile hanno enfatizzato l'importanza di un coinvolgimento attivo degli investitori. Con "partecipazione attiva" si intende la volontà di esercitare la propria influenza ed i propri diritti come investitore, come azionista e come obbligazionista. Gli investitori desiderano avere sempre di più voce in capitolo riguardo alle decisioni aziendali delle società presenti nei loro portafogli, specialmente se si tratta di sostenibilità. La "partecipazione attiva" è il mezzo attraverso il quale gli investitori possono contribuire direttamente al progresso delle aziende, dei mercati e dell'economia nella sua interezza; e, con essi favorire il

⁸⁰ EUROSIF

miglioramento della società e dell'ambiente nel suo insieme. Il termine “*stewardship*⁸¹” spesso viene utilizzato in maniera intercambiabile sebbene possa essere considerato uno dei principali approcci all'active ownership.

Tutte le strategie precedentemente descritte, ad eccezione dello screening negativo, possono essere ricomprese all'interno dell'Art. 9 secondo la prassi comune. Tuttavia, rimane nella discrezione delle aziende la distinzione tra i fondi rientranti nell'Art.8 da quelli rientranti nell'Art. 9, non essendoci un criterio netto per distinguerli adeguatamente.

2.2.5 Sustainability themed

A questa strategia vengono ricondotti gli investimenti o assets focalizzati su specifici aspetti legati agli ESG. Per adottare tale approccio, è necessario analizzare e selezionare i vari titoli mediante pratiche che tengono conto dei fattori ESG.

Dalla panoramica illustrata emergono molteplici strategie che possono essere utilizzate per creare un fondo sostenibile. È chiaro che alcune strategie risultano più rigide di altre e che impattano positivamente sull'ambiente e la società, come ad esempio l'impact investing. Altre, invece, come i negative screening, si limitano ad evitare l'insorgere di ulteriori danni e a non aggravare la situazione attuale. Altre ancora, come la best in class, premiano i comportamenti migliori ma non garantiscono una neutralità in termini di emissioni.

L'Unione Europea, con il duplice obiettivo di promuovere maggiore trasparenza e affrontare le disparità tra i fondi, anche al fine di garantire e informare gli investitori sulla sostenibilità dei titoli nominati come tali, è intervenuta con due documenti riguardanti la *finanza sostenibile*.

È possibile conseguire gli obiettivi menzionati selezionando gli investimenti che rispettano le norme e gli standard internazionali, come quelli definiti dall'OCSE o dalle Nazioni Unite.

⁸¹Le attività di stewardship, svolte dagli intermediari finanziari, hanno l'obiettivo di preservare ed accrescere il valore degli investimenti affidati per conto di altri (gli investitori). In altre parole, qualsiasi intermediario di investimento (gli asset manager in primis) che si occupa di beni per conto di un beneficiario o cliente ha obblighi di natura fiduciaria (il cosiddetto *fiduciary duty*) ovvero l'obbligo di gestire al meglio e nell'interesse degli investitori.

Un principio fondamentale della *finanza sostenibile* è promuovere il dialogo con le imprese su temi legati alla sostenibilità, anche coinvolgendo gli azionisti, per contribuire ad influenzare positivamente i comportamenti delle compagnie.

Quando si esamina il coinvolgimento delle banche nella finanza sostenibile⁸², emerge un quadro variegato di attività. Tra queste, vi sono l'offerta di prodotti e servizi volti a soddisfare le esigenze di sostenibilità della clientela. Ad esempio, le banche possono concedere finanziamenti per favorire l'acquisto di abitazioni ad alta efficienza energetica o per interventi di riqualificazione finalizzati a migliorare l'efficienza energetica degli immobili. Sono inoltre disponibili prodotti di investimento specificatamente dedicati alla sostenibilità, come i fondi comuni ESG e le obbligazioni verdi.

Gli "operatori di finanza sostenibile", soggetti alla regolamentazione dal TUB⁸³, si contraddistinguono per il rispetto di specifici requisiti di governance partecipativa, politiche creditizie, trasparenza, limiti alle disparità retributive interne e reinvestimento dei profitti nelle attività. In definitiva la finanza sostenibile coinvolge a vario titolo, oltre alle banche, anche le imprese, gli operatori finanziari, gli intermediari attivi nella consulenza agli investimenti, i consumatori e autorità di vigilanza sia a livello europeo che nazionale.

2.3 Disamina degli strumenti finanziari sostenibili

La *finanza sostenibile* si avvale di una gamma di strumenti finanziari che perseguono la sostenibilità orientando i capitali verso attività che generano un impatto economico positivo e contemporaneamente contribuiscono al benessere della società senza conseguenze negative sull'ambiente. Ciascuno strumento sostenibile è caratterizzato da livelli variabili di complessità e standardizzazione. Si riportano alcuni esempi di modelli finanziari che includono:

⁸² <https://www.esg360.it/tag/banking/>

⁸³ <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/intermediari/Testo-Unico-Bancario.pdf>. Art.111-bis (pag.214)

1. **Green Bonds** (Obbligazioni Verdi): Emissioni legate a progetti con impatti positivi sull'ambiente, con linee guida fornite dalle Green Bond Principles (GBP) della International Capital Market Association (ICMA);
2. **Social Bonds** (Obbligazioni Sociali): Fondi destinati a finanziare progetti sociali, nuovi o esistenti;
3. **Sustainability-Linked Bonds** (SLBs): Obbligazioni legate al raggiungimento di obiettivi sostenibili/ESG, con caratteristiche finanziarie e strutturali collegate;
4. **Social Impact Bonds** (SIBs): Finanziamento di progetti sociali con obiettivi misurabili, con restituzione del capitale solo in caso di successo;
5. **Development Impact Bond** (DIB): Garanzie per finanziare programmi di sviluppo in Paesi con risorse scarse coinvolgendo investitori privati;
6. **Sustainable Bonds** (Obbligazioni Sostenibili): Finanziano progetti sia ambientali che sociali;
7. **BTP Green**: Titoli di Stato italiani dedicati alla transizione ecologica;
8. **Blue Bonds**: Proventi utilizzati per finanziare progetti marini, biodiversità e pesca sostenibile;
9. **Transition Bonds**: Finanziano progetti legati alla transizione climatica dell'emittente;
10. **Prestiti Sostenibili** (Green loans): Finanziano interventi in linea con la mobilità sostenibile, efficientamento energetico ed energia rinnovabile;
11. **Incentivi per l'Impatto Sociale** (SIINC): Premi finanziari per il raggiungimento di risultati sociali;
12. **Sustainability-Linked Derivatives** (SLD): Derivati collegati a indicatori di performance per raggiungere obiettivi di sostenibilità;
13. **Futures e Options ESG**: Strumenti derivati collegati a indici di capitale basati su obiettivi di sostenibilità (ESG);
14. **Polizze Sostenibili/ESG**: Coniugano protezione dai rischi con il miglioramento del benessere della comunità.

Questi strumenti rappresentano una svolta significativa nell'evoluzione del settore finanziario verso una maggiore integrazione di considerazioni ambientali, sociali e di governance nelle decisioni di investimento. Come precedentemente accennato, appartengono alla categoria degli strumenti di debito sostenibile sia i *bond*, ovvero

obbligazioni e gli altri strumenti di debito negoziati sui mercati finanziari, sia i *loans*, vale a dire prestiti di denaro stipulati privatamente. Di conseguenza, il mercato del debito sostenibile comprende sia il segmento dei mercati finanziari dove vengono emessi e scambiati i *bond* sostenibili, sia il settore dei servizi finanziari in cui vengono negoziati i *loans* sostenibili. Nonostante le differenze sostanziali tra *bond* e *loans* ed i rispettivi mercati, è doveroso procedere alla trattazione congiunta del tema generale degli strumenti di debito sostenibile, considerando le significative analogie nel sistema di regolamentazione e *governance* internazionale. Oltre a *bond* e *loans*, esistono anche altri strumenti di debito che possono ricevere l'etichetta sostenibile, come i *commercial paper*, le *revolving credit facilities* o i depositi bancari; tuttavia, il mercato per tali strumenti è attualmente limitato ed ancora in fase di sviluppo e sperimentazione.

2.3.1 I Social Bond

I Social Bond sono strumenti obbligazionari emessi da istituzioni bancarie con l'obiettivo di finanziare progetti socialmente rilevanti. La particolarità di questi strumenti è la rinuncia, da parte dell'emittente, di una quota del proprio margine e/o la rinuncia di una parte del rendimento del sottoscrittore. I progetti finanziari comprendono diverse aree, come l'accesso ai servizi sanitari e abitativi, l'inclusione finanziaria, la sicurezza alimentare e l'occupazione. I Social Bond offrono ai sottoscrittori un rendimento di mercato e prevedono che, con il funding derivante dal prestito obbligazionario collocato, si erogino somme di denaro a titolo di liberalità nel caso dei cosiddetti Social Bond grant based e/o finanziamenti a condizioni competitive a sostegno di progetti o investimenti ad elevato *impatto sociale* nel caso dei Social Bond loan based.

Per quanto concerne le due tipologie di Social Bond è bene sottolineare che soltanto la categoria loan based sembra allinearsi con l'Impact Investing⁸⁴, perché con essa si focalizza l'attenzione su progetti sociali specifici in cui vengono investite le risorse raccolte. I Social Bond grant based, a differenza dei loan based, ricadono invece nel campo degli interventi a carattere filantropico.

⁸⁴Forum per la finanza sostenibile (2017), "Impact Investing: la finanza a supporto dell'impatto socio-ambientale", Social Impact. <https://finanzasostenibile.it/wp-content/uploads/2017/12/manuale-impact-investing-WEB.pdf>

Nel 2017, l'International Capital Market Association (ICMA)⁸⁵ ha delineato, per l'emissione dei social bond, una serie di linee guida, denominate "Social Bond Principles"⁸⁶, per regolare l'emissione dei social bond. Lo scopo di suddetti principi è favorire lo sviluppo del mercato dei Social Bond mediante l'adozione di pratiche trasparenti e la rendicontazione agli investitori. I Social Bond Principles riguardano:

- l'utilizzo dei proventi per finanziare progetti a *impatto sociale* adeguatamente descritti nella documentazione relativa al titolo, e se possibile valutati e quantificati;
- la valutazione e selezione dei progetti attraverso la comunicazione da parte dell'emittente:
 - di un social bond degli obiettivi sociali;
 - del processo di selezione dei progetti coerenti con gli obiettivi sociali citati;
 - dei criteri di selezione ed eventualmente di quelli di esclusione;
- la gestione dei proventi del social bond che dovrebbero essere depositati su un conto dedicato, trasferiti a un portafoglio specifico o in ogni caso tracciati dall'emittente. Inoltre, l'emittente dovrebbe comunicare agli investitori come intende collocare i proventi temporaneamente non impiegati nei progetti;
- la rendicontazione dei dati relativi all'utilizzo dei proventi, includendo un elenco dei progetti in cui le risorse sono impiegate con una descrizione degli stessi ed il dettaglio delle somme allocate e degli impatti attesi.

2.3.2 I Social Impact Bond

Il Social Impact Bond (SIB) è uno strumento finanziario finalizzato alla raccolta di finanziamenti privati da parte del settore pubblico. La restituzione degli investimenti e le remunerazioni dipendono dal raggiungimento di obiettivi specifici di impatto sociale. In termini pragmatici, con il Social Impact Bond il raggiungimento dell'*impatto sociale* previsto produrrà un risparmio per la Pubblica Amministrazione e quindi un margine che potrà essere usato per la remunerazione degli investitori. La differenza tra bond

⁸⁵ ICMA è un'associazione la cui missione è promuovere mercati di titoli di debito transnazionali coerenti a livello internazionale e globalmente efficienti, che sono essenziali per finanziare la crescita e lo sviluppo economico sostenibile. www.icmagroup.org/About-ICMA/

⁸⁶ https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Translations/2018/Italian-SBP_2018-06.pdf

tradizionale e SIB è sostanziale: il bond finanziario tradizionale è un titolo di debito sul quale il detentore riceve un interesse fisso (cedola) che matura entro un certo lasso di tempo; il SIB invece, genera un rendimento solo quando vengono raggiunti specifici risultati sociali.

Il funzionamento del SIB prevede, in primis, la collaborazione tra un intermediario finanziario ed un ente pubblico; l'intermediario in accordo con l'ente pubblico emette un SIB collocandolo presso investitori privati che forniscono i capitali necessari a sostenere un progetto di tipo sociale. L'intermediario "gira" il denaro ottenuto attraverso i SIB agli enti non profit, che si occupano di fornire i servizi attesi dal progetto e, trattiene le commissioni a copertura dei propri costi, prelevandole direttamente dal capitale raccolto presso gli investitori. I soggetti non profit dovrebbero garantire risultati sociali volti a sollevare il settore pubblico dall'obbligo di soddisfare i bisogni connessi all'aumento di rischi sociali e ricevono il loro compenso anche nel caso in cui i servizi resi non abbiano permesso di raggiungere l'obiettivo.

In caso di valutazione positiva e di verifica di conformità per i requisiti di qualità e sussistenza dell'impatto sociale previsto da parte di un ente indipendente, l'ente pubblico è tenuto a versare agli investitori, attraverso l'intermediario designato, l'importo concordato più una percentuale prestabilita. La remunerazione dell'intermediario è correlata al livello di performance raggiunto.

Nell'eventualità in cui il progetto non dovesse raggiungere gli standard stabiliti, l'ente pubblico non sarà tenuto a fornire alcun compenso, cosa che potrebbe comportare per gli investitori il rischio di perdere capitale ed interessi. Il Social Impact Bond viene ricondotto alla più ampia gamma di strumenti Pay-by-Results spesso adottati da vari governi inglesi per finanziare servizi di sanità pubblica e welfare.

I social impact bond (SIB), noti anche con l'espressione "Pay for Success financing", sono strumenti finanziari progettati per coinvolgere sia il settore pubblico che i privati in iniziative di welfare. In particolare, questa tipologia di strumenti viene utilizzata in settori come la sanità, la prevenzione del crimine e la riabilitazione degli ex detenuti, l'istruzione e l'assistenza ai senza tetto. Gli investitori sottoscrivono l'obbligazione prestando così il denaro ad un fornitore di servizi sociali chiamato a raggiungere certi obiettivi ad una data prefissata. Se l'iniziativa ha successo, il governo rimborsa gli investitori con interessi; in caso contrario, non è tenuto a pagare nulla.

In conclusione, schematicamente, la struttura del SIB prevede cinque portatori di interesse:

1. Pubblica Amministrazione (comunale, regionale o nazionale) che remunererà l'investitore in caso di raggiungimento degli obiettivi;
2. i fornitori del servizio (organizzazioni no-profit o imprese sociali);
3. gli investitori;
4. l'intermediario specializzato che coordinerà il progetto e gestirà i pagamenti;
5. un valutatore indipendente che misura l'impatto generato e l'efficacia dei risultati ottenuti⁸⁷.

2.3.3 I Sustainability-linked Bonds

I Sustainability-linked Bonds (SLBs)⁸⁸ sono obbligazioni societarie emergenti, la cui caratteristica principe risiede nel fatto che i pagamenti sono legati agli indicatori di performance chiave (KPI) di sostenibilità dell'emittente rispetto ai criteri ambientali, sociali e di governance (ESG).

La nascita dei Sustainability-linked bond viene attribuita alla corporate bond Enel del settembre 2019 chiamato "General Purpose SDG Linked Bond". Questo bond è stato emesso per far fronte alla necessità di ampliamento della capacità produttiva originata da fonti rinnovabili.

Sostanzialmente consisteva in un'emissione obbligazionaria "sostenibile" multi-tranche dell'ammontare totale di 2,5 miliardi di euro, che prevedeva un incremento del tasso cedolare di 25 punti base soltanto nell'eventualità di mancato raggiungimento, nel periodo 2017-2030, dell'obiettivo di riduzione del 70% delle emissioni di CO₂.

Il mercato dei SLB è in forte crescita. Nel 2019, l'emissione totale di SLB è stata di 7,2 miliardi di dollari, ed è raddoppiata l'anno successivo raggiungendo 122,8 miliardi di dollari nel 2021. In accordo con la definizione ufficiale dei Sustainability-Linked Bond

⁸⁷ Galeone P. e Meneguzzo M. (2017), "La finanza sociale. Pubblico, privato, non profit: le prospettive comuni in Europa e in Italia", Rubbettino, Soveria Mannelli

⁸⁸ <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/sustainability-linked-bond-principles-slb/>

Principles⁸⁹, un SLB è “un qualsiasi tipo di strumento obbligazionario che incentiva il raggiungimento, da parte dell’emittente, di predeterminati obiettivi di performance di sostenibilità”.

Le caratteristiche finanziarie e/o strutturali dell’obbligazione variano in funzione del raggiungimento degli obiettivi di sostenibilità prestabiliti. Questi ultimi, sono definiti mediante l’individuazione di predeterminate soglie di performance di sostenibilità, note come Sustainability Performance Targets (SPT), misurate mediante indicatori chiave di performance (KPI) predefiniti e verificati da una terza parte indipendente. I KPI variano a seconda degli obiettivi di sostenibilità da perseguire. In termini esemplificativi, possono includere valutazioni esterne (rating ESG) o metriche, le emissioni di gas serra di un’azienda o il numero di membri femminili del consiglio di amministrazione.

La differenza sostanziale tra i SLB e i Green Bond risiede nell’assenza di una clausola di "utilizzo dei proventi" per la categorizzazione dei SLB e nella maggior parte dei casi i fondi vengono utilizzati per scopi aziendali generali. La finalità ultima dei SLB non è quindi l’utilizzo specifico dei proventi, ma piuttosto quella di migliorare il profilo di sostenibilità dell’emittente allineando i termini delle obbligazioni al raggiungimento di specifici obiettivi di performance di sostenibilità SPT.

I Sustainability-Linked Bond Principles incoraggiano gli emittenti ad adottare SPT ambiziosi e KPI misurabili e trasparenti. Per di più, gli emittenti sono tenuti a divulgare informazioni rilevanti e a nominare una terza parte indipendente per verificare l’allineamento dell’obbligazione con i Sustainability-Linked Bond Principles. I KPI di sostenibilità sono integrati nella documentazione di strutturazione dell’obbligazione, verificati regolarmente ed utilizzati per regolare il tasso d’interesse nel corso della vita del SLB.

Come illustrato da Kölbel⁹⁰ e Lambillon⁹¹ nel saggio “Who pays for sustainability?”⁹² l’aggiustamento della cedola funziona, tipicamente, come segue: se la

⁸⁹I Sustainability-linked Bonds ("SLBs") sono qualsiasi tipo di prestito obbligazionario dotato di caratteristiche finanziarie e/o strutturali che possono variare a seconda che l'emittente raggiunga o meno obiettivi di sostenibilità/ESG predefiniti; ICMA (2020). <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Translations/2020/Italian-SLBP2020-06-280920.pdf>

⁹⁰Professore di Sustainable Finance presso l’università di St. Gallen.

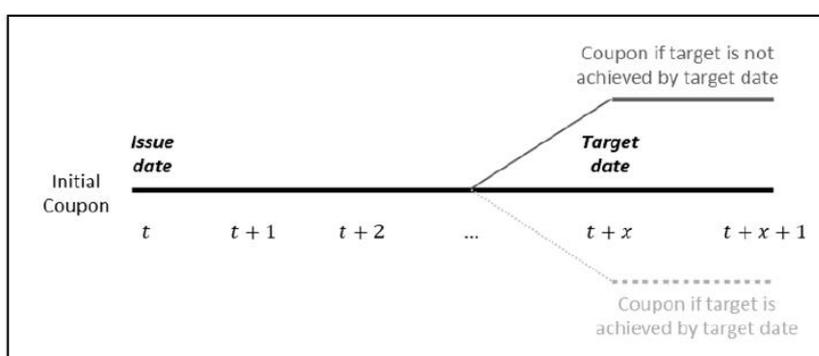
⁹¹ Ricercatore presso l’Univeristà di Zurigo.

⁹² Julian F. Kölbel, Adrien-Paul Lambillon “Who pays for sustainability? An analysis of Sustainability-Linked Bond” (2022); Swiss Finance Institute Reserch Peaper Series n. 23-07

società non raggiunge i criteri predeterminati, la cedola aumenta di 25 punti base. In alcuni casi, il SLB può essere legato a diversi obiettivi SPT e di conseguenza avere diversi incrementi della cedola (ad esempio, 5 bps per ogni SPT). L'incremento tipico della cedola è di 25 bps, ma può essere inferiore o superiore per alcune imprese. In alcuni casi, inoltre, la cedola può anche diminuire di 25 bps in caso di raggiungimento di un KPI.

La figura seguente illustra il meccanismo tipico di un SLB. La riduzione della cedola è rappresentata come una linea tratteggiata grigio chiaro, poiché il caso più comune è quello di includere solo una penalità per il mancato raggiungimento dell'SPT.

Figura 2.7: Meccanismo tipico di un SLB



Fonte: Kölbel e Lambillon, 2022

Pertanto, i SLB possono determinare un'influenza impatto mediante due canali: in primo luogo offrono un tangibile incentivo finanziario per le imprese ad affrontare la loro sostenibilità. Se l'impresa non soddisfa gli obiettivi SPT, lascia sul tavolo del denaro. Di conseguenza, a meno che gli SPT non sarebbero stati raggiunti comunque, i SLB incentivano le imprese a cambiare.

In secondo luogo, gli emittenti di SLB devono impegnarsi a raggiungere gli obiettivi di sostenibilità definiti, per i quali saranno ritenuti responsabili e rispetto ai quali saranno finanziariamente responsabili in futuro. I SLB potrebbero quindi costituire un impegno pubblico alla sostenibilità che è costoso abbandonare al di là della sanzione finanziaria per motivi di reputazione. I SLB stabiliscono effettivamente un prezzo per i miglioramenti specifici, dando alle aziende un chiaro segnale di ciò che devono fare e di quale sarà la ricompensa.

2.3.4 *Blue economy*

La *blue economy* si propone come branca dell'economia speculare alla *green economy*: com'è già chiaro implicitamente, se quest'ultima propone di ridurre le emissioni inquinanti, l'economia "blu" si pone l'obiettivo di azzerare le emissioni nocive per il pianeta attraverso un utilizzo più efficace delle risorse. Questa nuova filosofia finanziaria, infatti, implica investimenti in innovazione tecnologica, trasformazione e riuso dei prodotti. I protagonisti della *blue thinking* sono: oceani, mari, laghi e fiumi in quanto risorsa strategica da tutelare e preservare per uno sviluppo sostenibile. I settori coinvolti dalla *blue economy* sono eterogenei! Oltre alla pesca e all'acquacoltura rientra in questa categoria il turismo costiero, il trasporto commerciale, le industrie emergenti legate alle biotecnologie acquatiche e all'energia marina, tra cui la tecnologia di produzione energetica derivata da turbine eoliche o da moti ondosi e maree.

Negli ultimi anni la *blue economy* ha mostrato la sua resilienza rispetto alle crisi finanziarie, riuscendo a mitigare, seppur parzialmente, gli effetti della recessione sulle economie costiere. Gli Stati che si affacciano sul mare sono per loro natura quelli maggiormente coinvolti dalla "trasformazione blu". L'Italia è la terza più grande economia blu d'Europa, con i suoi 8.670 km di coste, e si attesta come capofila per tasso di produttività delle risorse marittime.

Spicca in particolare la Sicilia che sta sviluppando importanti progetti anche con il sostegno dell'Unione Europea: basti pensare al Distretto della pesca e "crescita blu," che coinvolge 16 soggetti tra Enti Pubblici e di Ricerca, Associazioni di categoria e Consorzi di produttori, impiegando oltre 1.300 lavoratori. Il progetto ha l'obiettivo, già in parte raggiunto, di incrementare la competitività del sistema pesca siciliano in chiave di sostenibilità proteggendo nel contempo la biodiversità che, di fatto ne assicura lo sviluppo e la persistenza nel tempo.

A sottolineare il ruolo sempre più centrale della *blue economy*, nel febbraio 2020 la Commissione europea e il Fondo europeo per gli investimenti hanno lanciato il fondo *BlueInvest*, con una dotazione di 75 milioni di euro.

Tale strumento finanzia diversi fondi sottostanti finalizzati a sostenere attività economiche e produttive legate alla *blue economy*. Attraverso la piattaforma *BlueInvest* si stimoleranno gli investimenti e si agevolerà l'accesso ai finanziamenti per imprese,

PMI, start-up e le *scale-up company* – vale a dire società innovative che hanno già definito il proprio business e sono pronte a replicarlo.

2.3.5 Green Loans

Dopo l'introduzione dei Green Bond Principals (GBP), è emerso un quadro analogo definito dalla Loan Market Association (LMA⁹³)⁹⁴ e dalla Asia Pacific Loan Market Association (APLMA⁹⁵) nel 2018, noto come Green Loan Principles⁹⁶ (GLP).

I GLP, ispirati in gran parte ai GBP, delineano un prestito verde come uno strumento destinato unicamente a finanziare o rifinanziare progetti verdi ammissibili, nuovi o già esistenti, allineati a quattro componenti chiave. L'elemento cruciale di un prestito verde è l'impiego futuro dei proventi per progetti verdi; questo impegno deve essere esplicitamente dichiarato nei documenti finanziari. I progetti identificati devono apportare benefici ambientali evidenti, soggetti a valutazione e, se possibile, quantificazione, misurazione e divulgazione da parte del mutuatario. I GLP riconoscono diverse categorie di ammissibilità per i progetti verdi, affrontando le principali sfide ambientali come il cambiamento climatico, l'esaurimento delle risorse naturali, la perdita di biodiversità e l'inquinamento dell'aria, dell'acqua e del suolo, utilizzando come riferimento l'elenco dei Principi di Green Bond.

Il mutuatario di un prestito verde deve trasmettere chiaramente agli investitori gli obiettivi di sostenibilità ambientale del progetto, il processo di determinazione dell'ammissibilità dei progetti verdi, i criteri di ammissibilità e i parametri di esclusione.

I mutuatari sono incentivati ad integrare queste informazioni nei loro obiettivi aziendali più ampi ed a divulgare eventuali standard o certificazioni verdi cui intendono

⁹³ La Loan Market Association (LMA) è stata costituita nel dicembre 1996 e ha sede a Londra, Regno Unito. Il suo duplice obiettivo iniziale era: contribuire allo sviluppo del mercato secondario dei prestiti in Europa; sviluppare le migliori pratiche del settore e la documentazione standard. La LMA è attiva sia sul mercato primario che sul mercato secondario.

⁹⁴ <https://www.lma.eu.com/sustainable-lending>.

⁹⁵ L'Asia Pacific Loan Market Association è stata fondata nel 1998 per promuovere la crescita, la liquidità e le migliori pratiche nei mercati dei prestiti nell'Asia del Pacifico. L'APLMA è un'associazione professionale senza scopo di lucro. Il numero di membri è cresciuto fino a 400 istituzioni e comprende anche altre istituzioni finanziarie. Attraverso i suoi vari comitati, l'APLMA promuove standard su questioni critiche che interessano il mercato dei prestiti, tra cui finanza verde e sostenibile, negoziazione di prestiti e tassi di riferimento privi di rischio.

⁹⁶ https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/LMA_Green_Loan_Principles_Booklet-220318.pdf

conformarsi. A tale riguardo si raccomanda l'utilizzo di un conto dedicato o di tracciare in modo trasparente i proventi del prestito per garantire l'integrità del prodotto. I mutuatari devono anche implementare un processo di governance interno che includa il monitoraggio delle operazioni di allocazione di tali fondi. Inoltre i mutuatari devono fornire informazioni aggiornate sull'uso dei proventi, incluso un elenco dei progetti verdi beneficiari con una breve descrizione degli importi necessari e degli impatti previsti. Queste informazioni dovrebbero essere divulgate solo agli istituti partecipanti al prestito. I GLP suggeriscono l'utilizzo di indicatori qualitativi di performance e, quando possibile, di misure quantitative (come capacità energetica, produzione di energia, riduzione delle emissioni di gas serra, ecc.). Ai mutuatari in grado di monitorare gli impatti raggiunti si consiglia di includerli nei rapporti periodici.

Nonostante le somiglianze, vi sono due aspetti chiave che differenziano notevolmente i GLP dai GBP.

In primo luogo, nel caso dei GLP le linee guida si rivolgono principalmente al mutuatario mentre, nei GBP si rivolgono all'emittente. Questo approccio limita il coinvolgimento delle organizzazioni che emettono gli strumenti finanziari nel processo di determinazione dei prestiti verdi, il che potrebbe comportare un impegno ridotto da parte di tali intermediari finanziari.

In secondo luogo, la portata potenziale dei GLP è limitata ai prestiti di grandi dimensioni emessi da grandi imprese, a causa dei costi operativi relativamente elevati che i mutuatari devono affrontare per gestire un prestito verde. Questi costi, come quelli legati alla gestione dei proventi e agli obblighi di rendicontazione, possono rendere poco attraenti i prestiti verdi di dimensioni ridotte.

L'accettazione del riscaldamento globale come un'area politica critica da parte dei governi ha aumentato la domanda di soluzioni per mantenere la crescita economica garantendo nel contempo la sostenibilità ecologica del nostro pianeta per il futuro. Wang e Zhi descrivono il mercato della finanza verde come "un intermediario di credito del capitale della protezione ambientale" riflettendo così la speranza che il meccanismo di mercato allochi fondi verso driver economici socialmente più accettabili tramite investimenti di natura sociale. Tuttavia, la discussione si basa sulla necessità di equilibrio tra risultati ecologici e crescita economica, con il pendolo che oscilla dall'uno all'altro a seconda delle circostanze del momento, come durante la crisi finanziaria globale. Infatti, spinti da

preoccupazioni sempre crescenti legate alla sostenibilità ambientale globale e dalla necessità di mantenere la loro licenza sociale, gli investimenti sostenibili sono cresciuti esponenzialmente, attirando 12 trilioni di dollari nel 2018⁹⁷.

Tuttavia, la rapida espansione di questo settore non è stata priva di difficoltà; ad esempio sono sorte domande riguardanti l'identificazione della funzione obiettivo principale delle aziende:

- su cosa dovrebbero concentrarsi e come dovrebbero bilanciare la redditività con questioni più ampie di sostenibilità rilevanti per l'intera comunità e per l'economia nel suo complesso?
- fin dove arriva deve arrivare il bilanciamento tra crescita economica e priorità sociali come la protezione ambientale?

Le strutture degli investimenti sociali e le opinioni che le circondano sono altrettanto varie e complesse, con una letteratura in forte crescita concentrata su vari aspetti della classe di attività, con riflessioni che si spingono alla valutazione se il sistema finanziario capitalista sia il migliore da considerare quando si tratta di sostenibilità ecologica. È però opportuno, per ovvi motivi, concentrarsi cercando di rispondere all'urgenza che circonda la necessità di comprendere le implicazioni economiche e finanziarie del "verde aziendale" e della responsabilità sociale delle imprese nel contesto di green bond e green loan puntando la riflessione sulla sola prospettiva aziendale.

È quindi necessario identificare domande chiave e opportunità per indagare sul fenomeno della finanza verde al fine di stimolare ulteriori ricerche in questa area critica e per individuare gli aspetti salienti da approfondire nel futuro, del programma di ricerca. Infatti, la necessità di costruire una maggiore comprensione dei meccanismi finanziari verdi in grado di sostenere meglio la capacità della finanza verde di indirizzare gli investimenti in una direzione più ecologicamente equilibrata è stata identificata da tempo. Il raggiungimento della sostenibilità ecologica è molto più vicino alla realtà se possono essere individuate soluzioni che riducono la complessità e incoraggiano lo sviluppo graduale di un'economia verde.

Dopo l'introduzione dei Green Bond Principles, un quadro simile è stato sviluppato dalla Loan Market Association (LMA) e dalla Asian Pacific Loan Market Association

⁹⁷ Global Sustainable Investment Alliance (GSIA), Report 2018.

(APLMA), che nel 2018 hanno reso pubblici i Green Loan Principles (GLP). Ispirati in larga misura ai GBP, i GLP definiscono un prestito verde come qualsiasi strumento che sia unicamente destinato a finanziare o rifinanziare, in tutto o in parte, progetti verdi ammissibili nuovi e/o esistenti, allineati alle seguenti quattro componenti fondamentali dei GLP.

Come già evidenziato, il fattore determinante di un prestito verde è l'utilizzo dei proventi per progetti verdi (comprese altre spese correlate e di supporto, tra cui la Ricerca e Sviluppo) ed è esplicitamente dichiarato nei documenti finanziari. Tutti i progetti verdi devono quindi fornire evidenti benefici ambientali, che saranno oggetto di valutazione e, ove possibile, di quantificazione, misura e divulgazione da parte del mutuatario. I GLP riconoscono esplicitamente ampie categorie di ammissibilità per tali progetti verdi, con l'obiettivo di affrontare le principali aree di preoccupazione ambientale. A tal fine, l'elenco fornito dai Green Bond Principles viene preso come riferimento.

Il mutuatario di un prestito verde deve comunicare chiaramente ai suoi finanziatori:

- gli obiettivi di sostenibilità ambientale del progetto sottostante;
- il processo attraverso il quale il mutuatario determina come i progetti rientrino nelle categorie di progetti verdi ammissibili;
- i relativi criteri di ammissibilità, compresi, i parametri per il rifiuto.

I mutuatari sono incoraggiati a chiarire la posizione di tali informazioni all'interno del loro più ampio contesto di obiettivi societari e a rendere noti eventuali standard o certificazioni verdi cui stanno cercando di conformarsi.

I proventi del prestito dovrebbero affluire ad un conto riservato o, almeno, dovrebbero essere tracciati dal mutuatario in un modo trasparente che promuova l'integrità del prodotto, anche mediante un processo di governance interna che preveda il monitoring delle operazioni di allocazione di tali fondi.

I mutuatari devono comunicare e tenere a disposizione informazioni aggiornate sull'utilizzo dei proventi da rinnovare annualmente fino al completo utilizzo e, se necessario, anche in seguito in caso di sviluppi rilevanti. Tali informazioni dovrebbero includere un elenco dei progetti verdi cui sono stati destinati i proventi del prestito verde ed una breve descrizione dei progetti, degli importi e dell'impatto previsto.

I GLP raccomandano l'uso di indicatori di performance qualitativi e, ove possibile, di misure di performance quantitative relative a capacità energetica, produzione di energia elettrica, riduzione/eliminazione delle emissioni di gas a effetto serra, ecc.

Un elemento cruciale di differenziazione tra GBP e GLP è dato dal fatto che i primi potrebbero, in linea di principio, applicarsi a tutte le emissioni obbligazionarie ammissibili, mentre l'applicazione potenziale dei GLP è fondamentalmente limitata a tutti gli strumenti idonei in termini di utilizzo dei proventi e, di fatto, si rivolge a prestiti di grandi dimensioni emessi da grandi imprese (ed eventualmente sindacati) dati i costi operativi relativamente elevati che i mutuatari devono affrontare per gestire un prestito verde (costi per la gestione dei proventi e gli obblighi di rendicontazione), che solo parzialmente sono proporzionali alle dimensioni finanziarie del progetto rendendoli troppo elevati per essere accattivanti per prestiti di dimensioni limitate.

I Green Loans costituiscono appena il 3% del mercato del debito verde nel 2021 ed il 60% del volume proviene dall'Asia-Pacifico. Il contributo di questa tipologia di emittenti è cresciuto del 18% nel 2021, ma a causa della natura bilaterale di molti dei prestiti in circolazione, solo i più grandi sono stati effettivamente registrati e resi di pubblico dominio. Molti di questi non si sono qualificati per l'inclusione nel Climate Bonds Green Bond Database (GBDB) a causa di una disclosure inadeguata.

2.3.6 Green Bond

Gli strumenti più utilizzati nell'ambito della finanza sostenibile sono i green bond. Si tratta di titoli a reddito fisso, emessi con lo scopo di ottenere capitali per finanziare o rifinanziare attività che genereranno un impatto positivo per l'ambiente, per esempio: energie rinnovabili, gestione sostenibile dei rifiuti e delle risorse idriche, tutela della biodiversità, efficientamento energetico.

I Green Bond rappresentano un'opportunità per aumentare la disponibilità di capitali necessari alla transizione verso un'economia più sostenibile, oltre che per ridurre i costi del debito per i progetti aventi ripercussioni ambientali positive, quali possono considerarsi le iniziative legate alla prevenzione e controllo dell'inquinamento, infrastrutture per i trasporti e più in generale iniziative legate all'utilizzo sostenibile dell'acqua o all'edilizia eco-compatibile.

Con l'adozione nel 2015 dell'Agenda 2030 dell'ONU per lo sviluppo sostenibile globale, nel 2016 sono entrati in vigore i Sustainable Development Goals (SDG)⁹⁸, ovvero gli obiettivi di sviluppo sostenibile che hanno sostituito i Millennium Development Goals (MDGs), scaduti nel 2015. 193 Paesi hanno concordato 17 obiettivi e 169 target specifici allo scopo di ridurre le disparità, porre fine a tutte le forme di povertà ed affrontare i cambiamenti climatici, per cui i Green Bonds si configurano come una categoria particolare dei "Sustainable Development Bonds".

Nel novembre 2016, la Commissione Europea ha enfatizzato le potenzialità e il funzionamento del mercato dei Green Bond, presentando un pacchetto di misure intitolato "*Energia pulita per tutti gli europei*"⁹⁹ secondo il quale dal 2021 per raggiungere gli obiettivi individuati per il 2030 su clima ed energia sarà necessario un supplemento di 177 miliardi di euro l'anno; questi nuovi meccanismi di finanziamento e di investimento potrebbero quindi essere essenziali. Inizialmente le nuove obbligazioni provenivano principalmente da istituzioni finanziarie sovranazionali¹⁰⁰; via via sono poi pervenuti sul mercato anche titoli emessi da singole aziende, municipalità e agenzie statali.

Al momento non esiste uno standard globale per certificare come "verde" un determinato bond ma ci sono le linee guida elaborate dall'International Capital Market Association (ICMA) cui gli emittenti possono decidere di allinearsi in maniera volontaria; i cosiddetti Green Bond Principles (GBP)¹⁰¹, che enfatizzano la trasparenza, l'accuratezza e l'integrità delle informazioni che devono essere riportate agli obbligazionisti, fanno riferimento alle seguenti quattro aree d'interesse:

1. *Impiego dei proventi*: occorre identificare con chiarezza la destinazione dei proventi in modo che vadano a sostegno di iniziative ad impatto ambientale positivo. L'emittente è quindi tenuto a rendere noto quali siano tali progetti attraverso un documento legale che andrà anche a distinguere quanto ammontare viene utilizzato per nuove attività e quanto per il rifinanziamento di vecchi progetti; dovrà, inoltre, descrivere minuziosamente quale sarà l'impatto positivo sull'ambiente e, se possibile, dovrà quantificarlo.

⁹⁸ www.globalgoals.org

⁹⁹ www.europa.eu/rapid/press-release_IP-16-4009_it.htm

¹⁰⁰ Banca Mondiale o Banca Europea per gli Investimenti.

¹⁰¹ www.icmagroup.org

Tabella 2.8: Categorie e relativi progetti finanziabili con green bond.

CATEGORIA	IPOTETICI PROGETTI AMBIENTALI
Energia rinnovabile	Realizzazione di metodi all'avanguardia per produrre energia e trasmetterla
Energia efficiente	Metodologie volte alla diminuzione degli sprechi energetici
Inquinamento	Riduzione dell'emissione di anidride carbonica ed effetto serra
	Riciclaggio e raccolta differenziata dei rifiuti
	Controllo dei rifiuti
Risorse e spazi naturali e culturali	Implementazione di agricoltura e allevamento sostenibili
	Salvaguardia patrimoni naturali e culturali
	Riduzione spreco d'acqua nell'attività agricola e di allevamento
Biodiversità marina e terrestre	Interventi proattivi volti alla riduzione dell'inquinamento di mari, laghi e fiumi
	Organizzazioni per la protezione degli animali in via d'estinzione
Trasporto sostenibile e non inquinante	Introduzione di mezzi di trasporto alimentati con energia rinnovabile
	Introduzione mezzi di trasporto con minori emissioni di anidride carbonica
Idrico	Gestione dello spreco d'acqua ed emissione di acqua potabile
Climatico	Riduzione temperatura globale
Tecnologico	Diffusione prodotti ecosostenibili, quali gli elettrodomestici certificati CE.
Edilizia	Costruzione di edifici che utilizzano materiali facili da smaltire

Fonte: ICMA

2. *Valutazione e selezione dei progetti*: vengono previsti procedimenti specifici per cui gli emittenti dichiarano:
 - se il progetto è in linea con gli obiettivi di sostenibilità ambientale;
 - la metodologia applicata nel processo di selezione usata;
 - i criteri di esclusione o altri criteri per identificare e gestire rischi ambientali e sociali rilevanti, associati ai progetti selezionati;
3. *Gestione dei proventi*: i ricavi netti dovrebbero essere sempre tracciati o depositati in un conto dedicato oppure ricorrendo ad un portafoglio specifico, garantendo la massima trasparenza; inoltre l'emittente dovrebbe indicare agli investitori come vengono allocati i ricavi non utilizzati nei progetti;
4. *Rendicontazione*: ai fini della tracciabilità dell'uso dei ricavi che siano resi disponibili sono previsti report per mantenere aggiornati gli investitori sull'avanzamento dei progetti finanziati. Agli emittenti quindi è richiesto di

redigere report annuali o periodici, dall'emissione alla scadenza del titolo, nei quali si comunica agli investitori la tipologia di progetti finanziati, la percentuale di capitale raccolto utilizzata in ognuno di essi, il loro impatto sull'ambiente ed il loro rendimento. Se vi fossero cambiamenti importanti di contesto e nella realizzazione dei progetti però devono essere resi noti tempestivamente. I GBP raccomandano, infine, di comunicare gli indicatori di performance qualitativi e quantitativi utilizzati e di inserire eventuali indici usati per valutare il rendimento del Green Bond.

I Green Bond Principles raccomandano all'emittente di nominare uno o più revisori indipendenti per confermare l'allineamento dei GB alle linee guida. Vi sono varie metodologie con le quali il revisore può attestare la conformità ai principi, ognuna di queste si differenzia per scopo e quadro di riferimento:

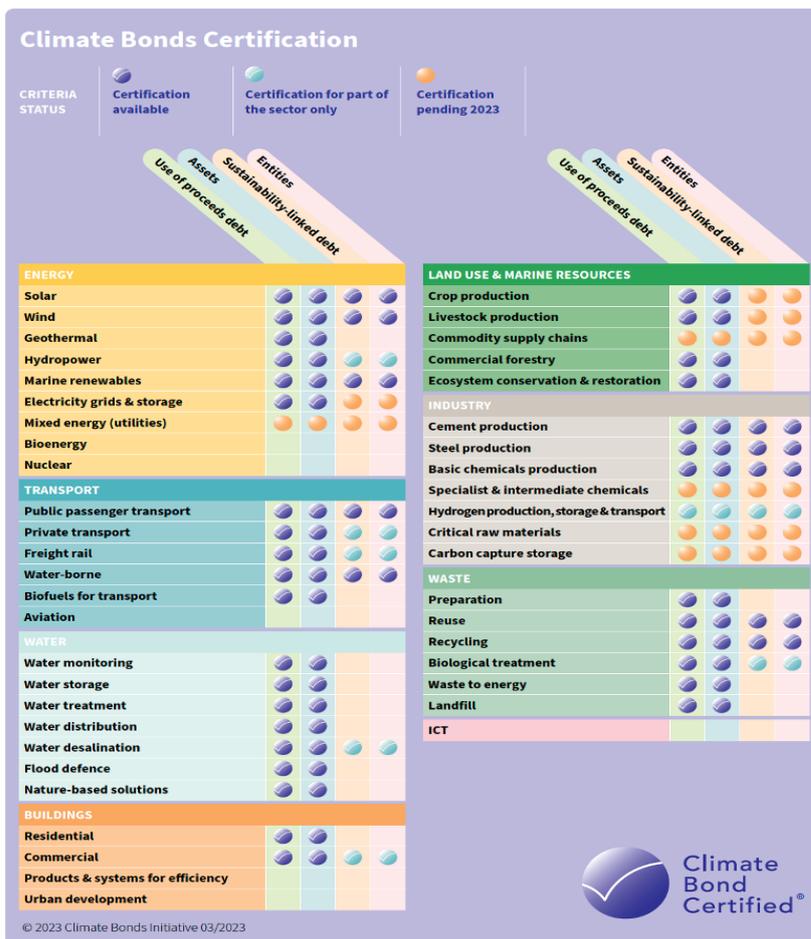
1. *Second party opinion*. È una sorta di seconda opinione rilasciata da un'organizzazione indipendente e che ha competenze in tema ambientale, sociale e di sostenibilità. Generalmente comporta una verifica della conformità ai principi; in particolare, può includere una valutazione degli obiettivi complessivi, della strategia, della politica e/o dei processi relativi alla sostenibilità ambientale dell'emittente o dei progetti finanziati¹⁰²;
2. *Verifica*. Un emittente può ottenere una verifica indipendente in relazione: a) alla correttezza della procedura utilizzata per monitorare costantemente il capitale raccolto, b) alla buona stesura del report annuale e c) all'effettiva riconducibilità del titolo ad una delle categorie previste dai Green Bond Principles;
3. *Certificazione*. È una richiesta dell'emittente nei confronti di una terza parte qualificata allo scopo di certificare l'allineamento del titolo ai GBP. L'organizzazione più famosa in questo ambito è la Climate Bond Initiative, la quale ha creato un sistema per etichettare le obbligazioni come Green Bond (vedi paragrafo precedente);
4. *Rating*. L'emittente può chiedere di far valutare il proprio titolo da un'agenzia di rating per assegnargli una determinata classe; sono presi in considerazione: a) il rischio legato al Green Bond, b) il suo rendimento e c) l'impatto che si presume

¹⁰² ICMA (2018), "Guidelines for Green, Social and Sustainability Bonds External Reviews", disponibile a <https://www.icmagroup.org/green-social-and-sustainability-bonds/green-bond-principles-gbp/>

genererà sull'ambiente. Il punteggio del titolo dovrà essere tenuto distinto da quello assegnato all'organismo emittente in quanto è focalizzato alla singola emissione¹⁰³. Tra le principali agenzie che rilasciano questo tipo di rating troviamo Moody's Investors Service e Standard and Poor's Global ratings.

Un secondo quadro di principi è stato pubblicato dalla Climate Bond Initiative¹⁰⁴. A differenza dei Green Bond Principles la Climate Bond Initiative ha previsto una tassonomia per classificare tutte le attività che possono essere definite "green"; i settori previsti sono specifici, esaustivi e ben dettagliati. Di seguito la tabella con la classificazione.

Tabella 2.9: Tassonomia CBI.



Fonte: <https://www.climatebonds.net/standard/taxonomy>

¹⁰³Federal Ministry for Economic Cooperation and Development (2018), "Green Bonds – Ecosystem, Issuance Process and Case Studies".

¹⁰⁴[https://webapp.sebgroup.com/mb/mblib.nsf/aw/3c57af239091dddfc125822400522b99/\\$file/giz_seb_gr eenbondpublication_web.pdf](https://webapp.sebgroup.com/mb/mblib.nsf/aw/3c57af239091dddfc125822400522b99/$file/giz_seb_gr eenbondpublication_web.pdf)

Il sistema appena descritto per certificare i Green Bond ha lo scopo di far crescere il mercato di questo strumento incentivando emittenti ed investitori a preferire investimenti che abbiano un impatto ambientale positivo. La certificazione garantisce che:

- l'obbligazione sia completamente allineata ai Green Bond Principles;
- vengano utilizzate le migliori pratiche nell'ambito di controlli interni, revisione, segnalazione e verifica e che siano periodicamente redatti i report previsti;
- le attività finanziarie siano in linea con il raggiungimento degli obiettivi previsti dall'Accordo di Parigi per i cambiamenti climatici¹⁰⁵.

Il processo di certificazione si sviluppa in 5 fasi:

1. la società, l'ente o il governo preparano tutti i documenti necessari all'emissione (non vi sono differenze con le obbligazioni tradizionali);
2. l'emittente richiede l'intervento di un verificatore che si assicura che tutti i principi vengono rispettati;
3. se tutto è in regola, il bond ottiene la certificazione;
4. entro 24 mesi dall'emissione ci sarà un secondo controllo del verificatore per effettuare una verifica post-emissione;
5. l'emittente è tenuto a pubblicare annualmente un report per tenere continuamente aggiornati gli stakeholders sull'andamento del titolo¹⁰⁶.

Oltre a questi due principi riconosciuti a livello internazionale, alcuni paesi - tra cui Francia, Brasile, Cina e India - hanno adottato dei propri standard nazionali che si differenziano tra loro proprio sulla definizione di ciò che può essere considerato "green" e ciò che non lo è.

Attualmente esistono quattro tipologie di Green Bond:

¹⁰⁵ Climate Bond Initiative (2019), "Climate Bonds Standard Version 3.0. International best practice for labelling green investments".
<https://www.climatebonds.net/resources/press-releases/2019/12/climate-bonds-launches-version-30-international-climate-bonds>

¹⁰⁶ Climate Bond Initiative (2019), "Climate Bonds Standard Version 3.0. International best practice for labelling green investments", disponibile a <https://www.climatebonds.net/resources/press-releases/2019/12/climate-bonds-launches-version-30-international-climate-bonds>

1. *Green Project Bond* emessi per uno o più progetti ambientali per i quali l'investitore ha un'esposizione diretta al rischio potendo o meno rivalersi e fare ricorso all'emittente;
2. *Standard Green Use of Proceeds Bond* emesso: direttamente dall'emittente del tipo "recourse to the issuer" coerente con i Green Bond Principles, ovvero, da un intermediario finanziario che lo utilizza per finanziare un portafoglio di progetti "green" e prevede il ricorso all'emittente a livello aziendale senza essere legato al flusso di entrate dei progetti per i quali i fondi devono essere utilizzati;
3. *Green Use Of Proceeds Revenue Bond*, un'obbligazione del tipo "non recourse to the issuer" conforme ai Green Bond Principles in cui l'esposizione creditizia relativa al titolo è imputabile ai flussi di cassa provenienti e garantiti dai ricavi e il cui utilizzo dei proventi è legato a progetti ambientali correlati o meno a tali flussi. Questa tipologia differisce dalla precedente, in quanto non si ha il ricorso all'emittente a livello aziendale, ma piuttosto l'investitore è esposto al rischio di credito presentato dai progetti sottostanti per i quali vengono raccolti i fondi, ma a differenza del *Green Project Bond* l'investitore beneficia di un portafoglio di progetti più diversificato;
4. *Green Securitised Bond* comprendono obbligazioni garantite emesse a garanzia di uno o più progetti ambientali e la cui prima fonte di rimborso deriva dai flussi finanziari derivanti dalle attività sottostanti. Borsa Italiana riveste un ruolo attivo nel promuovere la definizione di standard informativi in grado di favorire lo sviluppo dei Green Bonds. Oltre a far parte della Sustainable Stock Exchanges Initiative¹⁰⁷, con il fine di sostenere la transizione ad un'economia a basso impatto

¹⁰⁷ In collaborazione con investitori, aziende (emittenti), regolatori, policy maker e organizzazioni internazionali rilevanti, l'iniziativa Sustainable Stock Exchanges (SSE) è una piattaforma globale per esplorare come gli scambi possono migliorare le prestazioni sulle questioni ESG e incoraggiare la sostenibilità. investimento. L'iniziativa SSE cerca di realizzare questa missione attraverso un programma integrato di conduzione di analisi politiche basate sull'evidenza, facilitando una rete e un forum per la costruzione del consenso tra più parti interessate e fornendo assistenza tecnica e servizi di consulenza. La ricerca e la consulenza attuali si concentrano su cinque argomenti: informativa ESG, finanza verde, uguaglianza di genere, crescita delle PMI e regolamentazione dei titoli. L'iniziativa SSE è un programma di partenariato delle Nazioni Unite organizzato da UNCTAD, UN Global Compact, UNEP FI e PRI. Le borse valori sono i principali partner dell'ESS. Aderendo all'iniziativa, gli scambi si impegnano pubblicamente a promuovere la sostenibilità nel loro mercato. Attualmente esistono 100 scambi di partner SSE in tutto il mondo.

ambientale, aderisce alla Climate Bonds Initiative¹⁰⁸. attraverso London Stock Exchange Group, che rientra tra i firmatari del Paris Pledge for Action¹⁰⁹,

L'interesse per i Green Bond è esploso dopo l'Accordo di Parigi. L'accordo definisce un piano d'azione globale inteso a rimettere il mondo sulla buona strada per evitare cambiamenti climatici pericolosi limitando il riscaldamento globale ben al di sotto dei 2°C¹¹⁰. L'Accordo è stato sottoscritto da ben 195 paesi il 12 dicembre 2015, a riprova del fatto che l'interesse verso la tutela dell'ambiente e verso il contrasto all'innalzamento della temperatura globale cresce sempre più ed incoraggia gli attori economico-finanziari ad intervenire.

La Climate Bonds Initiative (CBI) è un'organizzazione internazionale, senza scopo di lucro, dedicata a mobilitare il mercato obbligazionario globale verso soluzioni che facilitino la transizione ad un'economia a basse emissioni clima-alteranti¹¹¹; i suoi analisti hanno distinto il mercato dei Green Bond in due segmenti distinti: "labelled e unlabelled". Nel primo (labelled) si trovano tutte le obbligazioni ufficialmente etichettate come "Green Bond" in quanto rispettano tutti i principi previsti dall'organizzazione; nel secondo (unlabelled) invece si trovano quei bond che non sono direttamente collegati a "progetti verdi" specifici ma sono emessi comunque da imprese e società che hanno avviato una qualche forma di cambiamento verso le fonti rinnovabili¹¹².

Allo scopo di comprendere il mercato dei Green Bond è necessario conoscere quali sono i principali attori coinvolti in questo fenomeno, sia dal lato dell'emissione che quello dell'acquisto.

Fra gli emittenti di Green Bond troviamo: governi nazionali, amministrazioni locali, società finanziarie e non (un'ampia varietà di settori sono interessati a questo mercato,

¹⁰⁸ La Climate Bonds Initiative è un'organizzazione no-profit internazionale focalizzata sugli investitori. È l'unica organizzazione al mondo che lavora per mobilitare il mercato obbligazionario da 100 trilioni di dollari per soluzioni al cambiamento climatico. Supportata da un comitato consultivo di 50 membri, CBI ha una base di stakeholder internazionale tra investitori istituzionali, ONG e il settore finanziario. L'obiettivo è quello di sviluppare un mercato ampio e liquido di obbligazioni verdi e climatiche che contribuirà a ridurre il costo del capitale per i progetti climatici e a migliorare l'accesso al debito a basso costo nei mercati emergenti.

¹⁰⁹ Il Paris Pledge è una dichiarazione pubblica di intenti nata in occasione del COP21 a Parigi che punta a spingere tutti gli investitori, le imprese, le organizzazioni e le ONG a sottoscrivere ed affermare il loro forte impegno verso un clima più stabile e più sicuro.

¹¹⁰ https://ec.europa.eu/clima/policies/international/negotiations/paris_it

¹¹¹ <https://www.borsaitaliana.it/pro-link/partner/climatebondinitiative/climatebondsinitiative.htm>

¹¹² <https://valori.it/obbligazioni-verdi-la-parola-al-mercato/>

come per esempio: immobiliare, agroalimentare, delle utilities, dei cosmetici e della cura personale), agenzie governative, banche multilaterali di sviluppo (sono istituzioni sopranazionali create dagli stati sovrani che ne sono azionisti ed hanno come mandato principale quello di ridurre la povertà e promuovere lo sviluppo economico¹¹³) e banche commerciali. Ancora fra le istituzioni finanziarie la BEI (Banca europea per gli Investimenti) e la World Bank Group sono quelle che svolgono un ruolo primario nello sviluppo del mercato dei Green Bond, stabilendo prassi e standard minimi per le future emissioni.

Nel campo degli investitori, invece, si trovano: singoli individui, società e qualsiasi tipo di investitore istituzionale (per esempio hedge funds, compagnie di assicurazione, società di investimento, fondi comuni di investimento, fondi pensione e fondi sovrani). Ovviamente gli investitori sono tutti interessati al ritorno economico dell'investimento, ma la maggior parte dà anche molta importanza ai temi ambientali in quanto si sta sviluppando l'idea che il cambiamento climatico comporta un insieme di rischi che, se non vengono sapientemente gestiti, non solo causeranno danni all'ambiente, ma anche ingenti perdite finanziarie. Uno dei principali vantaggi nell'investire in Green Bond, per società o istituzioni, sta nel fatto di poter comunicare, ai clienti e al pubblico in generale, il proprio impegno verso la sostenibilità, senza dover sostenere costi extra; questo aspetto rappresenta una sorta di campagna pubblicitaria a costo zero¹¹⁴.

Agenzie di rating e revisori dei conti giocano anch'essi un ruolo fondamentale: sono responsabili della verifica della conformità a tutte le norme, regole e standard che riguardano i Green Bond, ma anche del rispetto delle regole del mercato obbligazionario in generale.

Tra gli stakeholders vi sono anche i regolatori, che sono responsabili della supervisione del mercato dei capitali, regolano le emissioni e le disposizioni in materia di liquidazione. Vari enti fanno parte di questa categoria ed, in particolare ci sono organi di regolamentazione di borse valori e banche centrali.

¹¹³<https://anie.it/banche-multilaterali-di-sviluppo-cosa-sono-e-quali-sono/?contesto-articolo=/servizi/appalti-internazionali/approfondimenti/>

¹¹⁴ Federal Ministry for Economic Cooperation and Development (2018), "Green Bonds – Ecosystem, Issuance Process and Case Studies".
[https://webapp.sebgroup.com/mb/mblib.nsf/aw/3c57af239091dddfc125822400522b99/\\$file/giz_seb_greenbondpublication_web.pdf](https://webapp.sebgroup.com/mb/mblib.nsf/aw/3c57af239091dddfc125822400522b99/$file/giz_seb_greenbondpublication_web.pdf)

Anche i garanti del credito ed altri intermediari svolgono un ruolo centrale: i primi offrono garanzie per ridurre il profilo di rischio del titolo e di conseguenza anche il rischio a cui è sottoposto l'investitore; i secondi, invece, si occupano di altre attività, per esempio favorire la raccolta di capitali o la creazione di società veicolo per effettuare operazioni di cartolarizzazione.

Come già ricordato più volte le emissioni di Green Bond da parte di società, banche e governi, sono sempre più numerose in questi ultimi anni; lo scopo è quello di finanziare progetti eco-sostenibili per cercare di salvaguardare l'ambiente. Si tratta comunque di un fenomeno recente: i vantaggi riportati dagli stakeholders sono molti, ma il lavoro da fare è ancora tanto per cercare di raggiungere, in termini quantitativi, i livelli del mercato delle obbligazioni tradizionali. Dal punto di vista degli emittenti si possono comunque elencare i seguenti vantaggi:

- › Green Bond e titoli obbligazionari normali hanno le stesse caratteristiche senza differenze sostanziali se non l'obbligo di utilizzare i fondi raccolti per progetti "green"; di conseguenza i costi associati all'emissione dei primi sono gli stessi richiesti a qualsiasi bond senza nessun costo extra.
- › È possibile diversificare ed aumentare la propria base di investitori in quanto gli investitori più responsabili, prestano il proprio capitale solamente per finanziare progetti che avranno un impatto ambientale o sociale positivo.
- › Questi titoli attraggono investitori più "consapevoli" e disposti a sottoscrivere investimenti a lungo termine.
- › Alcuni governi prevedono incentivi o sgravi fiscali per le società che emettono questo tipo di titoli, per cui è possibile ottenere dei vantaggi in termini di costo;
- › I benefici in termini di reputazione e di immagine¹¹⁵ possono essere notevoli e rappresentare una forma di pubblicità a costo zero.

Per quanto riguarda gli investitori, invece:

- › Possono diversificare il rischio di portafoglio introducendo nuovi strumenti.
- › Bilanciare almeno parzialmente il rischio finanziario con i benefici ambientali.
- › Contribuiscono allo sviluppo sostenibile.

¹¹⁵ UN-HABITAT (2016), "Finance for City Leaders Handbook", UN, New York

- Permettono di essere riconosciuti dalla Convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici (UNFCCC) come membro attivo¹¹⁶.

La maggior trasparenza richiesta agli emittenti e il fatto di dover periodicamente pubblicare un report sull'andamento del titolo è un vantaggio, non solo per entrambe le controparti, ma per l'intero mercato. Vi è più chiarezza e un dialogo continuo tra emittenti e investitori che può fidelizzare questi ultimi o attirarne di nuovi. Dal punto di vista dell'emittente questa trasparenza può essere una fonte ulteriore di costo in quanto si devono soddisfare determinati requisiti di amministrazione, di certificazione, di monitoraggio e di reporting. Sebbene il mercato sia in continua espansione, i Green Bond non sono molto liquidi e questo, per gli investitori, può essere un problema al momento dell'acquisto o della vendita. La mancanza di regole e standard comuni può causare il rischio di "greenwashing": possono essere emessi e pubblicizzati titoli "green" che in realtà non lo sono e i fondi raccolti tramite essi non vengono utilizzati per finanziare progetti ad impatto ambientale positivo. Infine, il rischio reputazionale per gli emittenti può girarsi a proprio sfavore se durante la vita del bond i progetti sottostanti non vengono più identificati come "green". Si stima che gli investimenti sostenibili e responsabili (ISR) abbiano raggiunto i 22,89 trilioni di dollari a livello globale nel 2016 (Global Sustainable Investment Alliance 2017). In Canada e in Europa, che rappresentano due dei tre mercati più grandi, le obbligazioni rappresentano il 64,4% degli ISR. Ulteriori indicatori mostrano che questo grande mercato crescerà a ritmo accelerato nei prossimi anni. Ben 409 investitori, che rappresentano oltre 24.000 miliardi di dollari di asset, hanno firmato una dichiarazione che sottolinea la necessità di investimenti resilienti per il clima. Analogamente più di 1.500 investitori, che rappresentano circa 60.000 miliardi di dollari di asset in gestione, hanno sottoscritto i principi per gli investimenti responsabili¹¹⁷. Mentre il mercato SRI si espande a livello globale, la ricerca accademica lo segue. Dagli anni '70 sono stati pubblicati più di 2000 studi sui criteri ambientali, sociali e di governance¹¹⁸. Va però evidenziato che, contrariamente alle azioni di investimento, la stragrande maggioranza degli studi empirici si è concentrata sulle relazioni legate alle

¹¹⁶ OECD (2017), "Mobilising Bond Markets for a Low-Carbon Transition, Green Finance and Investment", OECD Publishing, Parigi

¹¹⁷ Principles of Responsible Investment (PRI).

¹¹⁸<https://www.cnr.it/sites/default/files/public/media/attivita/editoria/VOLUME%20FULL%2014%20digital%20LIGHT.pdf>

azioni, mentre solo una piccola parte ha preso in considerazione il reddito fisso o il settore immobiliare. In linea con la ricerca limitata sull'SRI a reddito fisso, vi sono ancora poche evidenze empiriche per il green bond, che, pur essendo stato sviluppato solo di recente, sta attirando un interesse in rapida crescita da parte dei gestori istituzionali e che aiuta a investire secondo i principi dell'investimento responsabile. Il mercato dei green bond è cresciuto significativamente negli ultimi due anni, ma rappresenta ancora un mercato di nicchia. Se in un prossimo futuro i green bond rappresenteranno un importante contributo ai mercati finanziari e agli investimenti sostenibili, dipenderà molto dal prezzo e dalle performances realizzate. Le analisi sul prezzo dei green bond rispetto a quelli non verdi sono state finora toccate solo nelle ricerche di banche d'investimento, società di consulenza e simili laddove vengono confrontate alcune obbligazioni per stabilire se si tratta di obbligazioni "economiche" o "ricche". Si delineano così strategie di trading o si confrontano gli indici¹¹⁹ ma finora l'intera "popolazione" di green bond non è stata quasi mai analizzata e gli studi esistenti variano per concezione e risultati.

2.3.7: Crowdfunding ed altri prodotti sostenibili

È una nuova forma di finanziamento consistente in un processo con cui più persone conferiscono somme di denaro, anche di modesta entità, per finanziare un progetto imprenditoriale o iniziative di diverso genere utilizzando siti internet ("piattaforme" o "portali") e ricevendo talvolta in cambio una ricompensa. Queste piattaforme facilitano non solo l'incontro tra domanda e offerta di finanziamento, ma anche la comunicazione di idee progettuali e l'aggregazione di interessi condivisi.

Esistono diverse forme di crowdfunding, ma la differenza principale con i "modelli finanziari" – che prevedono ritorni economici sotto forma di tasso d'interesse o di dividendi o di plusvalenze se si partecipa al capitale di rischio -sta che nei "modelli non finanziari" non è prevista alcuna forma di ritorno economico.

¹¹⁹ Preclaw, R. and Bakshi, A., 2015. The Cost of Being Green. Report, Barclays Credit Research.

Altri prodotti

Sul mercato si possono trovare anche altri prodotti legati alla *finanza sostenibile*. Nello specifico per la clientela retail delle banche sono disponibili mutui, prestiti o carte di credito che si caratterizzano per avere dei tassi d'interesse più bassi della media e vengono erogati per finanziare la costruzione o ristrutturazione di case a maggior efficienza energetica e l'acquisto di auto o altri veicoli elettrici. Infine, per tutte le società le cui attività sono fortemente legate alle condizioni meteorologiche, ai danni ambientali o che possono essere soggette a catastrofi ambientali sono disponibili forme di assicurazione specifiche o strumenti derivati creati ad hoc per ogni singolo caso.

Capitolo 3 - Metodologie di rating ESG

3.1 Identificare la sostenibilità

Prima di procedere con la disamina degli strumenti finanziari sostenibili sorge spontanea una domanda, di natura prettamente pragmatica: come si identifica come sostenibile uno strumento? La risposta a tale domanda è particolarmente articolata:

- in primis, le organizzazioni devono rispettare i requisiti obbligatori di rendicontazione ESG;
- in secondo luogo, possono scegliere il framework di rendicontazione ESG volontario più pertinente in base al proprio mercato e alla concorrenza e selezionare l'asset di scoring ESG più riconosciuto;
- infine, le organizzazioni possono scegliere tra un'ampia gamma di label e certificazioni volontarie.

Vedremo come si differenziano tra loro, ma prima di proseguire con i label dobbiamo assicurarci che le definizioni siano chiare: cos'è una certificazione? Una certificazione è una procedura con cui una terza parte garantisce per iscritto che un prodotto, un processo o un servizio è conforme a determinati standard.

3.1.1 Labeling, unlabeled e self-labeling

Un label di certificazione è un'etichetta o un "simbolo" che indica che la conformità agli standard è stata verificata. L'uso del label è solitamente controllato dall'organismo che stabilisce gli standard. Chi definisce gli standard da rispettare? L'UE stabilisce normative ESG per raggiungere gli obiettivi climatici del 2030 e del 2050. L'obiettivo di questi regolamenti è raggiungere la neutralità delle emissioni di carbonio in tutta Europa entro il 2050, prevenire il greenwashing e garantire la trasparenza agli investitori. Gli esempi più conosciuti sono il regolamento Tassonomia e il regolamento SFDR.

Per conseguire gli obiettivi stabiliti dallo sviluppo sostenibile per una concreta applicazione dell'economia circolare e quindi per la protezione dell'ambiente, gli Stati dispongono di una serie di strumenti, identificati ed esposti in uno studio condotto dall'OCSE¹²⁰, per conto del G7, in occasione del vertice di SchlossElmau nel giugno 2015. Questo studio - intitolato "Orientamenti politici sull'efficienza delle risorse" - mira ad elaborare linee guida per l'attuazione delle politiche ambientali: strumenti di regolazione (Comando e Controllo)¹²¹; strumenti economici¹²²; schemi di certificazione ed etichettatura e sistemi di gestione ambientale¹²³.

In particolare, gli schemi di certificazione ed etichettatura sono mirati al prodotto; i prodotti sono essenziali per la ricchezza della nostra società e per la qualità della vita che conosciamo ma, d'altra parte, un maggiore consumo di prodotti genera direttamente o indirettamente, gran parte dell'inquinamento e del consumo delle risorse del nostro

¹²⁰ <https://www.consilium.europa.eu/it/meetings/international-summit/2015/06/07-08/>

¹²¹ Gli strumenti di regolazione vietano o vincolano, attraverso decisioni collettive, attività ritenute potenzialmente dannose per l'ambiente e stabiliscono standard in cui si fa riferimento a divieti e sanzioni mirati a un effetto dissuasivo proporzionato al comportamento contrario. Si tratta di strumenti centralizzati nelle mani del decisore pubblico e sono attuati attraverso misure amministrative (ad esempio permessi, autorizzazioni, ecc.). Sono efficaci ma non sempre economici poiché decisioni errate o eccessive possono produrre effetti inquinanti o sprechi di risorse ed è difficile per gli apparati pubblici tener conto delle innumerevoli variabili e ottenere le informazioni necessarie per affrontare le varie situazioni, generando così costi dovuti all'imposizione generalizzata di un obbligo o di uno standard.

¹²² Gli strumenti economici sono anche il risultato di decisioni collettive istituzionali e attraverso di essi le istituzioni pubbliche richiedono il pagamento di un prezzo da parte di coloro che utilizzano servizi o risorse naturali.

¹²³ Le certificazioni ambientali riguardano le organizzazioni dei loro sistemi di gestione e/o delle loro attività e processi produttivi; si concentrano sulla corretta gestione delle attività che rientrano sotto il controllo gestionale dell'organizzazione o che possono influenzarlo significativamente (EMAS). In particolare, la certificazione EMAS - Eco Management Audit Scheme - rientra tra le certificazioni dei sistemi di gestione che attestano la conformità di un'azienda o un'entità allo standard a cui fa riferimento, secondo la metodologia PDCA, con l'obiettivo di migliorare e razionalizzare risorse ed energia.

pianeta. Quindi per una crescita sostenibile che mantenga una buona qualità della vita, sarà necessario concentrarsi su prodotti più ecologici che:

- a) sappiano utilizzare meno risorse;
- b) abbiano un impatto inferiore e minori rischi per l'ambiente;
- c) evitino la produzione di rifiuti sin dalla fase di progettazione. Rispettando questi principi si ottengono i prodotti definiti verdi.

Un prodotto verde è un prodotto il cui design e/o caratteristiche (e/o produzione e/o strategia) utilizzano risorse riciclate (rinnovabili/senza sostanze tossiche/biodegradabili) e che migliora l'impatto ambientale o riduce i danni tossici all'ambiente durante l'intero ciclo di vita¹²⁴.

Secondo la prospettiva industriale, un prodotto verde è il prodotto che:

- rispetta le 3 R (ridurre, riutilizzare, riciclare);
- sia certificato da un ente ufficiale;
- non sia stato testato sugli animali;
- sia biodegradabile.

Secondo il punto di vista dei consumatori invece, un prodotto verde:

- non è tossico per la natura;
- è positivo per la salute;
- deve definirsi socialmente responsabile;
- è positivo per il pianeta.

Ciò significa che i consumatori sono interessati agli aspetti concreti di un prodotto verde, in particolare a quegli aspetti che possono avere un impatto sulla protezione dell'ambiente e sulla salute delle persone. Le definizioni incluse nelle posizioni descritte sopra non sono inconciliabili, ma ognuna di esse enfatizza aspetti del prodotto legati alla sostenibilità e alla circolarità.

In tutte le asserzioni troviamo la volontà di proteggere l'ambiente. La posizione accademica si concentra su un prodotto in grado di utilizzare efficientemente le risorse coinvolte nel processo produttivo, come anche la posizione industriale che richiede un

¹²⁴<https://www.europarl.europa.eu/topics/it/article/20240111STO16722/fermare-il-greenwashing-come-l-ue-regola-le-asserzioni-ambientali>

prodotto che rispetti le 3 R e, anche se in modo diverso, indica comunque un prodotto rispettoso dell'ambiente poiché fa un uso efficiente delle risorse. La posizione del consumatore mira a un prodotto in grado di proteggere la salute ma anche socialmente responsabile e quindi in grado di preservare l'ambiente e le sue risorse.

Considerando le esigenze di produttori e consumatori - i soggetti attivi delle politiche economiche - le certificazioni o etichette ambientali sembrano soddisfare le loro richieste per un "prodotto verde" e rientrano quindi tra gli strumenti della politica ambientale.

Le etichette ambientali certificano aspetti o caratteristiche di un prodotto secondo criteri ecologici presenti nei loro quadri di riferimento e possono soddisfare anche le esigenze di produttori e consumatori. In questo modo soddisfano indirettamente gli obiettivi di protezione ambientale e risparmio delle risorse. In più le certificazioni sono in grado di intervenire direttamente sulle azioni dei consumatori (indirizzandoli verso l'acquisto di prodotti verdi) e dei produttori (spingendoli a produrre "verde"), raggiungendo così gli obiettivi di sostenibilità e circolarità.

Le politiche ambientali internazionali e in particolare dell'UE hanno compreso il potenziale delle certificazioni ambientali e le hanno introdotte tra gli strumenti attuativi delle loro politiche. Tuttavia, le certificazioni, sebbene importanti ai fini delle politiche governative, fanno parte degli strumenti di applicazione volontaria e non trovano una definizione precisamente codificata: a questo scopo è necessario contattare organizzazioni internazionalmente riconosciute che si occupano di certificazioni.

Una definizione¹²⁵ di eco-etichetta è quella sviluppata da GEN¹²⁶ - The Global Ecolabelling Network, che è la rete internazionalmente riconosciuta di organizzazioni di etichettatura ecologica secondo la quale: "L'etichettatura ecologica è un metodo volontario di certificazione ed etichettatura delle prestazioni ambientali praticato in tutto il mondo. Un'ecoetichetta identifica prodotti o servizi che sono stati dimostrati essere preferibili dal punto di vista ambientale all'interno di una specifica categoria." Pertanto,

¹²⁵ Altre definizioni di eco-etichetta:

<http://www.ecolabelindex.com/glossary/>

<https://www.resourceefficient.eu/en/measure/green-labelling-and-certification-infrastructure-products-packaging>.

¹²⁶ La Global Ecolabelling Network (GEN) è un'associazione senza scopo di lucro di organizzazioni leader nel settore dell'etichettatura ecologica in tutto il mondo. GEN è stata fondata nel 1994 con l'obiettivo di contribuire a proteggere l'ambiente migliorando, promuovendo e sviluppando l'etichettatura ecologica dei prodotti verdi e dei servizi sostenibili. <https://www.globalecolabelling.net/about/gen-the-global-ecolabelling-network/>

la definizione data da GEN specifica l'etichetta ecologica volontaria e afferma che il marchio di qualità viene assegnato a prodotti o servizi di una categoria specifica che, rispetto agli altri, hanno dimostrato di possedere maggiori e/o migliori caratteristiche di protezione ambientale.

GEN certifica queste caratteristiche in base a standard che affrontano molteplici criteri ambientali lungo l'intero ciclo di vita di un prodotto o servizio. Gli standard sono pubblici e trasparenti e la verifica dell'assegnazione dell'etichetta è effettuata da terze parti indipendenti. Pertanto, la certificazione intesa secondo la definizione di GEN è trasparente e affidabile. Caratteristiche di non poco conto, poiché le certificazioni sono delegate al raggiungimento degli obiettivi delle politiche ambientali governative. Tuttavia, l'attenzione cade su quelli che sono gli standard di confronto al fine di determinare le caratteristiche che rendono apprezzabile ecologicamente un prodotto.

Occorre evidenziare che le etichette sono diffuse¹²⁷ sia a livello locale (locale e nazionale) che internazionale; perciò, si possono avere certificazioni delle caratteristiche ambientali di un prodotto con criteri territoriali diversi. Questo rende difficile confrontare le etichette tra loro e rischiando così di ostacolare il raggiungimento degli obiettivi stabiliti dalle politiche ambientali. Sarebbe auspicabile e forse necessaria una regolamentazione degli standard di certificazione per consentire un confronto tra le varie etichette in termini di informazioni fornite, trasparenza e risparmio di risorse.

La ISO¹²⁸ - Organizzazione internazionale per la formazione - è un'organizzazione internazionale che studia e pubblica standard di valore internazionale. Essa sviluppa standard che vengono raccolti nei quadri di certificazione dei prodotti o servizi appartenenti a diverse categorie, tra cui l'ambiente. La famiglia *ISO 14000* rappresenta le certificazioni volte a migliorare la gestione ambientale delle imprese.

I processi e la produzione sono gestiti dall'ISO/TC 207, il Comitato Tecnico Internazionale per la Gestione Ambientale dell'ISO. Gli standard produttivi dell'ISO mirano a comprendere l'impatto ambientale di un determinato prodotto utilizzando la metodologia dell'analisi del suo ciclo di vita effettuando uno studio completo del suo

¹²⁷ Sono molteplici i marchi ambientali che insistono sul territorio locale e nazionale di uno Stato e che, per di più, vanno oltre e dunque a livello internazionale. <http://www.ecolabelindex.com/ecolabels/Index>

¹²⁸ ISO è la più importante organizzazione a livello mondiale per la definizione di norme tecniche. Svolge funzioni consultive per l'UNESCO e per l'ONU. <https://www.iso.org/home.html>

impatto ambientale, ("dalla culla alla tomba"). Per quanto riguarda gli standard dei prodotti, ci sono due principali norme di riferimento dell'ISO:

- › ISO 14040/2006 "Gestione ambientale - Analisi del ciclo di vita - Principi e quadro di riferimento";
- › ISO 14020, stabilisce i principi guida per lo sviluppo e l'uso di etichette ambientali e dichiarazioni. Inoltre, determina regole e linee guida utili per classificare le etichette ecologiche a livello mondiale.

Questo gruppo di norme ha identificato elementi comuni delle etichette ambientali permettendo così di suddividerle in 3 gruppi principali: Etichette Ecologiche di Tipo I, Tipo II e Tipo III.

Le caratteristiche comuni a queste certificazioni riguardano la natura scientifica dei criteri utilizzati per valutare l'impatto ambientale, la trasparenza della metodologia adottata, l'accuratezza della procedura utilizzata e l'utilizzo di un approccio basato sull'analisi del ciclo di vita dei prodotti¹²⁹.

Le etichette di Tipo I si basano su un sistema multicriteria, sono volontarie e autorizzano l'uso dell'etichetta su prodotti che indicano la preferibilità ambientale delle merci nel loro complesso da parte di un'organizzazione terza. Le caratteristiche ambientali delle merci sono individuate utilizzando la metodologia dell'Analisi del Ciclo di Vita (LCA). Queste etichette sono regolate dalla norma:

ISO 14024/2018 "Etichette ambientali e dichiarazioni - Etichettatura ambientale di tipo I - Principi e procedure". Questa normativa stabilisce i principi e le procedure per lo sviluppo di programmi di etichettatura ambientale di tipo I che possono essere gestiti da enti pubblici o privati o avere un carattere nazionale, regionale o internazionale e per la valutazione e la dimostrazione della conformità. La norma include la selezione delle categorie di prodotto, criteri ambientali del prodotto e caratteristiche funzionali dello stesso, stabilendo anche procedure di certificazione per l'assegnazione dell'etichettatura. La nuova edizione del 2018 stabilisce un quadro rigoroso e una guida efficace per le etichette ecologiche di tipo I. L'obiettivo è garantire la trasparenza nel senso che tutti gli elementi e le caratteristiche funzionali del prodotto possono essere verificati da un

¹²⁹ Le fasi del ciclo di vita di un prodotto sono: l'estrazione e la lavorazione delle materie prime, fase di fabbricazione del prodotto, trasporto e distribuzione, utilizzo ed eventuale riutilizzo del prodotto o di sue parti, raccolta, stoccaggio, recupero e smaltimento finale dei relativi rifiuti.

organismo esterno (ad esempio il Comitato per l'Ecolabel), utilizzando gli standard proposti dalla norma ISO 14024 e richiedendo che qualsiasi approccio diverso da quello globale sia ampiamente giustificato. Quindi, l'identificazione di criteri che si applicano a tutte le etichette ecologiche di questa categoria rende selettivi i programmi di certificazione perché preferiscono i prodotti che possiedono determinate caratteristiche ambientali rispetto agli altri. La norma ISO 14024 stabilisce che le etichette di Tipo I siano applicate a prodotti e servizi anche in conformità alle disposizioni della legislazione ambientale.

Le etichette di Tipo II sono regolate dalla norma ISO 14021/2016, intitolata "Etichette ambientali e dichiarazioni - Autoselezione delle dichiarazioni ambientali dei prodotti (Etichettatura ambientale di tipo II)". Essa specifica i requisiti per le dichiarazioni ambientali autoproclamate senza l'intervento di terzi, per le quali la responsabilità ricade esclusivamente su chi le appone a prodotti o servizi. Questa categoria include dichiarazioni, grafici e simboli di significato ambientale presenti sulla confezione del prodotto, l'imballaggio o la pubblicità utilizzati dai produttori stessi come strumento di informazione ambientale. La norma descrive i termini comunemente usati nelle dichiarazioni ambientali di questo tipo e fornisce indicazioni per il loro uso, in modo da rendere le informazioni omogenee. Le etichette ecologiche di tipo II si riferiscono a un singolo aspetto, con un unico criterio di giudizio (riutilizzo, riciclo, tossicità, biodegradabilità, assenza di sostanze nocive per l'ambiente). Tuttavia, per verificare e certificare che un impatto ambientale non sia stato ridotto a spese di un altro, rimane necessario effettuare un esame dell'intero ciclo di vita. ISO 14021 descrive anche una metodologia generale di valutazione e verifica per le certificazioni ambientali autoproclamate e metodi di valutazione e verifica specifici per le certificazioni selezionate nello standard. La metodologia di valutazione utilizzata da coloro che effettuano queste certificazioni ambientali deve essere trasparente e documentata perché chi acquista i prodotti deve essere rassicurato sulla validità di tali dichiarazioni. Inoltre, le dichiarazioni devono essere specifiche e chiare e non soggette a errori di interpretazione.

Le etichette di Tipo III¹³⁰, anch'esse programmi volontari, sono standardizzate dall'ISO 14025/2010 - "Etichette ambientali e dichiarazioni - Dichiarazioni ambientali di tipo III"

¹³⁰ Al di fuori di queste tipologie individuate dalle norme ISO, sul mercato internazionale sono presenti anche i cosiddetti "marchi di settore". A differenza dei marchi sopra citati che riguardano gruppi di prodotti

- con riferimento a categorie predefinite di parametri; forniscono dati ambientali quantificati di un prodotto. Gli indicatori si basano sulla valutazione del ciclo di vita e sono stabiliti da un terzo qualificato che generalmente è anche responsabile della loro verifica, che in ogni caso può anche essere effettuata da un'altra persona. Tra i programmi di certificazione di tipo III vi è il DAP, noto anche come EPD¹³¹ (Environmental Product Declaration). L'obiettivo principale di un EPD è fornire informazioni rilevanti, verificate e comparabili relative all'impatto ambientale di un prodotto o servizio. Le EPD sono applicabili a tutti i prodotti o servizi, indipendentemente dal loro utilizzo o posizionamento nella catena di produzione; esse consentono confronti tra prodotti o servizi funzionalmente equivalenti; sono verificati e validati da un organismo indipendente che garantisce la credibilità e la veridicità delle informazioni contenute nello studio del ciclo di vita e nella dichiarazione. Pertanto, la standardizzazione delle etichette ambientali attraverso le norme ISO garantisce scelte confrontabili a livello internazionale, che sono importanti per misurare gli effetti sul raggiungimento degli obiettivi stabiliti dalle politiche ambientali.

Negli ultimi anni, la preferenza per le politiche ambientali è passata da un atteggiamento di "comando e controllo" a quello di "soft law", in cui si preferisce operare attraverso strumenti volontari come le certificazioni. I meccanismi di comando e controllo prevedono la supervisione del rispetto delle regole e che il mancato rispetto venga punito con sanzioni che richiedono importanti apparati burocratici centralizzati, spesso lunghi contenziosi e la necessità di fondi per la loro risoluzione. Gli schemi di certificazione, d'altra parte, non sono legati solo al rispetto di limiti rigidi imposti a livello normativo, ma mirano ad aumentare la consapevolezza dei consumatori e dei produttori nel fare scelte eco-compatibili, al fine di indirizzare il mercato verso una direzione più verde. Di conseguenza, mirano a proteggere l'ambiente e promuovere l'efficienza della gestione

eterogenei. Si applicano a prodotti che appartengono ad uno specifico settore merceologico. I più conosciuti sono i marchi FSC (Forest Stewardship Council) e PEFC (Pan-European Forest Certification) che si applicano ai prodotti del settore legno, che garantiscono la provenienza di questo materiale e dei suoi derivati da foreste gestite in modo sostenibile attraverso l'applicazione di elevati standard ambientali, sociali ed economici. <https://it.fsc.org/it-it/certificazioni/i-marchi-fsc/i-marchi-fsc-sui-prodotti>; <https://www.pefc.org/>

¹³¹ Tale certificazione è applicabile a tutti i prodotti o servizi, indipendentemente dal loro utilizzo o posizionamento nella filiera produttiva. L'EPD consente di presentare in forma standardizzata informazioni quantitative su un prodotto specifico, in base al suo ciclo di vita. <https://www.epditaly.it/epd-2/>

delle risorse, nonché facilitare l'innovazione per proteggere gli ecosistemi. A differenza dei label, i rating ESG non certificano un processo di integrazione ESG del portafoglio o gli input di investimento con una metodologia specifica. Piuttosto, i rating ESG mirano generalmente a “dare un punteggio” alla sostenibilità del portafoglio con una valutazione.

3.1.2 Un caso studio: il settore immobiliare

A fini esemplificativi si analizza di seguito il settore immobiliare nel quale Francia, Paesi Bassi e Regno Unito, riguardo ai label ed alle certificazioni e normative ESG, sono tra i paesi leader in Europa; l'analisi di label e certificazioni più importanti viene svolta per ciascun paese.

Francia:

- › **Décret Tertiaire:** il decreto si applica alle attività terziarie di oltre 1.000 m². Mira a incoraggiare gli owner e gli utenti degli asset a ridurre i loro consumi energetici, con un obiettivo di riduzione del 40% entro il 2030, del 50% entro il 2040 e del 60% entro il 2050. Le prime dichiarazioni devono essere presentate entro dicembre 2022. Il processo coinvolge il proprietario e l'inquilino dell'asset, e le sanzioni sono finanziarie (7.500 euro per edificio) e pubbliche, con un “Name & Shame”;
- › **HQE: (High Environmental Quality)** è una certificazione che valuta gli aspetti ambientali, energetici, sanitari e di comfort degli edifici; dei 692.000 edifici già certificati in 27 Paesi, ben 620.000 sono in Francia. Si tratta di una certificazione volontaria che consente di valorizzare i propri asset sulla base di criteri non finanziari per aumentarne l'attrattività;
- › **SRI:** Il label SRI è stato creato nel 2016 dal governo francese per identificare e promuovere gli investimenti sostenibili e responsabili.

Le etichette e le normative francesi prevedono un processo severo, rigoroso e lungo. Deepki aiuta a raccogliere tutte le informazioni necessarie a soddisfare le aspettative di queste iniziative.

Regno Unito:

Dopo l'uscita dall'Unione Europea il 1° gennaio 2021, il Regno Unito non è più soggetto alle normative dell'UE. Ne discende che mentre molti regolamenti UE preesistenti sono

stati incorporati nel diritto britannico e rimarranno in vigore a meno che non vengano modificati o emendati, i nuovi sviluppi normativi dell'UE nel campo della sostenibilità non vengono applicati automaticamente in questo Stato.

- › ***UK Sustainable Disclosure Regulation (SDR)***: il regime di reporting sul clima è basato sulle raccomandazioni della Task Force on Climate-Related Financial Disclosures (TCFD). Tuttavia, le SDR vanno oltre, richiedendo una doppia materialità e prendendo in considerazione altri impatti e rischi ambientali oltre a quelli derivanti dal cambiamento climatico;
- › ***BREEAM (Building Research Establishment Environmental Assessment Method)***: Il BREEAM è la più antica certificazione degli edifici in base a criteri ambientali. Copre l'intero ciclo di vita degli edifici, dalla progettazione all'utilizzo ed alle ristrutturazioni. Oltre 590.000 edifici sono stati certificati BREEAM in 87 Paesi del mondo (soprattutto in Europa). Il BREEAM può essere completato, in particolare con le certificazioni NF, HQE e LEED. Combinando queste certificazioni, è possibile dare credibilità ai miglioramenti delle prestazioni energetiche dei propri edifici.

Germania:

- › ***Gebäudeenergiegesetz: (GEG)***. La legge sull'energia degli edifici), entrata in vigore il 1° novembre 2020, è il principale pilastro legislativo per l'efficienza degli edifici in Germania. Quest'ultima normativa ha sostituito le tre precedenti: la Legge sul Risparmio Energetico (EnEG), l'Ordinanza sul Risparmio Energetico (EnEV) e la Legge sulle Energie Rinnovabili-Calore (EEWärmeG); ciò al fine di armonizzare e aggiornare la legislazione sull'energia negli edifici in Germania. Introduce standard obbligatori per edifici e ristrutturazioni ad alta efficienza energetica. Definisce i requisiti per l'efficienza energetica di un edificio e per il rilascio e l'utilizzo dell'attestato di prestazione energetica. La EPBD è pienamente attuata e il regolamento sugli edifici a energia quasi zero (nZEB) è integrato nella legge;
- › ***Deutsche Gesellschaft für Nachhaltiges Bauen (DGNB)***. Il DGNB è un sistema di certificazione tedesco per l'edilizia sostenibile. Questo sistema di certificazione offre uno strumento di pianificazione e ottimizzazione per la valutazione di edifici e quartieri urbani sostenibili.

Olanda:

- › ***BijnaEnergie neutrale Gebouwen:*** (BENG – Edifici quasi neutrali dal punto di vista energetico): A partire dal 1° gennaio 2021, gli edifici di nuova costruzione dovranno essere neutrali dal punto di vista delle emissioni di carbonio e utilizzare il più possibile il gas naturale.

Lussemburgo:

- › ***LuxFLAG:*** è un label meno conosciuto e diffuso e rappresenta uno strumento a disposizione degli asset manager e di altri attori finanziari che possono utilizzarlo per evidenziare le credenziali ESG dei loro prodotti di investimento.

Gli altri Paesi europei tra cui l'Italia e la Spagna, sono oggettivamente più indietro avendo troppi edifici con una valutazione della prestazione energetica (DPE) pari a D o inferiore.

Spagna

Gli sforzi per l'efficienza degli edifici e la decarbonizzazione in Spagna si basano su un pacchetto di strategie e documenti, tra cui la Legge sul Cambiamento Climatico e la Transizione Energetica, che include disposizioni per il settore edilizio, nonché il Codice Tecnico dell'Edilizia (CTE, Código Técnico de la Edificación) che dal 2019 definisce gli attuali nuovi standard edilizi.

- › ***La Legge sul Cambiamento Climatico e la Transizione Energetica,*** in vigore il 20 maggio 2021, si pone l'obiettivo di raggiungere la neutralità climatica entro il 2050. L'obiettivo è quello di ridurre le emissioni di gas serra di almeno il 23% entro il 2030 rispetto alle emissioni del 1990;
- › ***Il Codice Tecnico dell'Edilizia,*** entrato in vigore nel 2007, riunisce le normative per la costruzione di tutti i tipi di edifici in Spagna. Sebbene si concentri principalmente sulla sicurezza di base in caso di incendio negli edifici, il Codice stabilisce anche i requisiti per la conformità ai requisiti energetici degli edifici.

Italia:

- › ***ITACA:*** Avviato dall'Istituto per l'innovazione e la trasparenza degli appalti e la compatibilità ambientale, il protocollo ITACA è, a livello nazionale, uno degli strumenti più diffusi per valutare il livello di sostenibilità energetica e ambientale degli edifici. Così come altri sistemi di rating verificano le performance ambientali di un edificio da diversi punti di vista: salute umana, dispendio di

energia, acqua e altre risorse, anche ITACA promuove la realizzazione di edifici sempre più innovativi e l'utilizzo di materiali sostenibili prodotti con bassi consumi energetici e con garanzia di elevati livelli di comfort. Dalla prima versione del protocollo, nel 2014, si è diffuso ampiamente in tutta Italia in quanto si tratta di un documento molto versatile con diverse finalità, tra cui il supporto alla progettazione per i professionisti, il controllo e l'orientamento per la pubblica amministrazione, la scelta per il consumatore, la valorizzazione degli investimenti per gli operatori finanziari;

- › **CasaClima:** Lo standard CasaClima è stato sviluppato nel 2002 con l'obiettivo di implementare la direttiva europea "Energy Performance of Buildings Directive" nella Provincia Autonoma di Bolzano – Alto Adige. Oggi rappresenta un riferimento assoluto in Italia nel campo degli edifici energeticamente efficienti e sostenibili. Il marchio di qualità CasaClima è innanzitutto sinonimo di maggiore comfort, condizioni interne salubri ed edifici ecosostenibili. Gli immobili progettati secondo gli standard possono risparmiare oltre il 90% di energia rispetto alle residenze costruite tradizionalmente, con conseguente riduzione di CO2 e risparmio economico.

Pur essendo l'Europa il leader mondiale degli investimenti sostenibili con quasi la metà degli asset globali ad investimento sostenibile alla fine del 2018, meritano di essere menzionate altre iniziative al di fuori di quest'area.

- › **LEED (Leadership in Energy and Environmental Design):** proposto dal Canada Green Building Council (CaGBC), LEED è uno dei principali parametri di riferimento al mondo per la certificazione, disponibile per tutti i tipi di edifici e per tutte le fasi di costruzione. Il suo obiettivo è quello di consentire la progettazione, la costruzione, la gestione e la valutazione di edifici ad alte prestazioni. Molto diffuso in Nord America (oltre 100.000 edifici certificati, il 75% dei quali negli Stati Uniti).
- › **NABERS (National Australian Built Environment Rating System):** un sistema di valutazione nazionale basato sulle performance che misura le prestazioni ambientali di edifici, locazioni e abitazioni esistenti in Australia. L'Australia e la Nuova Zelanda costituiscono la regione con la più alta percentuale di asset di

investimento responsabile al mondo rispetto al totale degli asset gestiti, con il 63% degli asset che utilizzano un approccio di investimento responsabile.

- **WELL**: questo Building Standard è una certificazione per tutti i tipi di strutture, per valutare la salute e il benessere. Non è focalizzato sull'edificio, ma piuttosto sul benessere di chi lo abita, quindi sull'S di ESG.

Sebbene ogni Paese abbia i propri standard per i label ESG e le certificazioni volontarie, vi sono delle similitudini tra loro. L'obiettivo è quasi sempre lo stesso: fornire una garanzia di qualità ESG e sostenibilità degli asset. Per gli asset manager e i gestori di immobili oggi è fondamentale rimanere aggiornati sui diversi standard, per mantenere gli asset in conformità con tutte le normative vigenti ed evitare ripercussioni finanziarie o di mercato. Il riconoscimento dei label e delle certificazioni sul mercato, dovuto in particolare all'antioriorità e all'internazionalizzazione dei loro standard, li rende strumenti chiaramente rilevanti. Queste iniziative hanno il potenziale per semplificare le discussioni tra asset manager e i loro clienti perché includono i temi ESG presi in considerazione, a condizione che i criteri di etichettatura siano chiari.

Tuttavia, se da un lato queste etichette e certificazioni possono aiutare a certificare un fondo secondo la categorizzazione stabilita dalle diverse organizzazioni, dall'altro non prevedono alcuna verifica del raggiungimento degli obiettivi di investimento sostenibile, a differenza di quanto previsto dalle normative europee. Per il momento, la stragrande maggioranza dei label e delle certificazioni si concentra più sulla valutazione della performance dell'asset che sulla misurazione dei risultati. Nell'ambito delle diverse normative, le iniziative volontarie rimangono estremamente rilevanti in quanto più semplici e conosciute. Scegliere di includerle nella strategia rappresenta un'iniziativa di tutto rispetto che si affianca alle iniziative obbligatorie nel settore immobiliare.

Nonostante le numerose normative emerse negli ultimi anni, il processo di riduzione delle emissioni di gas serra è ancora troppo lento. Alla luce di ciò, Deepki¹³² ha creato una serie di strumenti e documenti per aiutare gli operatori del settore immobiliare nella loro transizione ambientale.

¹³²<https://index-esg.com/it/>

La “denominazione” (*self-labeling*) dello strumento come sostenibile è l’elemento formale che identifica l’intero settore del debito sostenibile¹³³. Tale denominazione viene effettuata direttamente da parte dell’ente emittente (nel caso dei *bond*) o delle parti contraenti (nel caso dei *loans*) in ragione delle finalità perseguite dal singolo strumento. Nella maggior parte delle giurisdizioni pur a fronte della generale mancanza di regolamentazioni vincolanti in materia di debito sostenibile¹³⁴, il “*self-labeling*” non si pone come attività meramente autoreferenziale dell’ente emittente o delle parti contraenti, ma, al contrario, si basa di regola sui sopra citati *standard*, che disciplinano in astratto il tipo di strumento, nonché sull’elaborazione di un apposito documento, comunemente denominato come “*framework*”¹³⁵, che disciplina in concreto il singolo strumento emesso, illustrandone le caratteristiche peculiari. Il *framework* è necessario al fine di sostanziare e legittimare la qualificazione dello strumento come sostenibile nei confronti degli investitori e dei terzi ed è altresì richiesta da tutti gli *standard* di settore. Inoltre, la prassi di ricorrere all’*external review*¹³⁶ per verificare, prima dell’emissione, la conformità dello strumento agli *standard* applicati consente di attribuire maggiore certezza e trasparenza a tale attività di *self-labeling*¹³⁷.

3.2 Come misurare la sostenibilità

La creazione di metriche adeguate alla *finanza sostenibile* che siano il più possibile coerenti tra loro può essere di grande aiuto per investitori e aziende nel valutare se le decisioni intraprese stiano effettivamente contribuendo al progresso della società garantendo anche ritorni finanziari appropriati. Tuttavia, misurare la sostenibilità è un

¹³³OECD, Green Bonds. Mobilising the debt capital markets for a low-carbon transition, 2015, S.K. PARK, Investors as Regulators,

¹³⁴ J.M. SCHMITTMANN, C.H. TENG, How Green are Green Debt Issuers?2021

¹³⁵ Sia per i *bond* che per i *loans* è prevista dai relativi *standard* l’elaborazione di un apposito documento in cui le caratteristiche di sostenibilità dello strumento devono essere puntualmente indicate. Nei *bond* tale documento è generalmente chiamato con il termine di *green/social/sustainability/sustainability-linked bond “framework”* o più raramente “*guidelines*” o “*factsheet*”; per i *loans*, è possibile che il contenuto di tale documento sia incluso nel contratto stesso e non si presenti come documento esterno o allegato al contratto.

¹³⁶ L’*external review* è un servizio di verifica della compliance di uno strumento di debito sostenibile che viene richiesto dal soggetto emittente a un soggetto terzo indipendente e specializzato per confermare il rispetto degli *standard* applicati. Il ricorso all’*external review* è divenuto una comune prassi di mercato a livello internazionale

¹³⁷ J.M. SCHMITTMANN, C.H. TENG, How Green are Green Debt Issuers?, 2021

compito arduo per diverse ragioni. Lo Swiss Financial Institute (SFI), in una sua pubblicazione¹³⁸, considera le seguenti problematiche:

- › la sostenibilità è un concetto estremamente ampio e multidimensionale, poiché abbraccia una vasta gamma di temi ESG, ciascuno dei quali può essere molto diverso dagli altri;
- › la presenza di molteplici linee guida e framework per le aziende e per gli investitori porta a descrizioni divulgative che spesso non sono confrontabili tra loro;
- › un'altra sfida nella creazione di metriche per la finanza sostenibile riguarda il concetto di rilevanza (materiality). Le metriche finanziarie tradizionali si concentrano principalmente sui temi rilevanti solo per i fornitori di capitale, mentre gli investimenti sostenibili richiedono una visione di rilevanza più ampia, nota come "doppia rilevanza";
- › la disponibilità limitata e l'omogeneità dei dati costituiscono ulteriori ostacoli nella costruzione di queste metriche.

Il secondo punto dell'elenco (molteplici linee guida e framework) evidenzia un importante divario tra le pratiche internazionali e quelle dell'Unione Europea riguardo alla divulgazione delle informazioni sulla sostenibilità da parte delle aziende. A livello internazionale, le aziende sono solitamente chiamate a fornire volontariamente informazioni sul proprio impegno per la sostenibilità ambientale attraverso la preparazione di bilanci di sostenibilità. Nell'Unione Europea, le grandi aziende (quelle con più oltre 500 dipendenti e che superano determinati parametri) devono rispettare l'obbligo di pubblicare la cosiddetta "DNF" (Dichiarazione Non Finanziaria) in conformità alla Direttiva 2014/95. Questa dichiarazione include gli obiettivi raggiunti dall'azienda in ambito ambientale, sociale e di buon governo, riassunti attraverso una serie di indicatori non finanziari. La sfida riguarda il riconoscimento da parte del regolatore europeo della diversità e complessità dei vari standard di reporting. Tra questi standard, i principali includono:

¹³⁸ https://www.sfi.ch/resources/public/dtc/media/pdn-sfm_pr_italian.pdf

- › Global Reporting Initiative (GRI): è la prima organizzazione a fornire linee guida su come comunicare i progressi in materia di ESG; il GRI è attualmente il set di standard più diffuso a livello globale;
- › Sustainability Accounting Standards Board (SASB);
- › Carbon Disclosure Project (CDP);
- › International Integrated Reporting Council (IIRC).

Anche il Climate Disclosure Standard Board (CDSB) si è unito al progetto congiunto, nato alla fine del 2020, avviato da GRI e SASB, noto come Comprehensive Corporate Reporting, con l'obiettivo di sviluppare standard comuni di divulgazione.

Da quanto esposto emerge chiaramente l'importanza di muoversi verso una maggiore standardizzazione delle pratiche di reportistica. Ciò permetterebbe di garantire una migliore comparabilità tra i dati, simile a quella ottenuta attraverso gli standard IFRS o GAAP. Un altro problema di disomogeneità si riscontra anche nel modo in cui vengono raccolti ed elaborati i dati “grezzi” forniti dalle imprese ai vari soggetti specializzati: le agenzie di rating e gli ESG *data providers*. Numerose e diverse sono le metodologie quantitative che portano alla creazione dei diversi rating, ma vale la pena soffermarsi sulla correlazione tra i vari punteggi forniti dai providers.

Numerosi sono gli attori che hanno la facoltà di emettere valutazioni sul grado di sostenibilità delle aziende. I primi rating ESG fecero la loro comparsa negli anni Ottanta del secolo scorso, quando nacquero le prime due agenzie di rating ESG: la francese Eiris e la statunitense KLD¹³⁹.

Come si evidenzia nel grafico seguente, vi sono tre categorie principali di *providers*:

- › i classici providers di mercato;
- › quelli che trattano unicamente dati ESG;
- › coloro che vengono definiti providers “specializzati”¹⁴⁰.

¹³⁹Florian Berg, Julian F Kölbl, Roberto Rigobon Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings, 2022

¹⁴⁰ <https://www.weforum.org/publications/global-competitiveness-report-2019/>

Fig.3.1: Mappa ecosistema ESG. Fonte: World Economic Forum 2019.



Fonte: World Economic Forum 2019.

Questa suddivisione è proposta da Ogletree¹⁴¹, che espone quanto illustrato dal World Economic Forum (WEF).

Providers di mercato (market data providers): questa categoria include diverse tipologie di istituzioni. Da un lato, troviamo i grandi fornitori di dati e di indici finanziari, come MSCI e FTSE. Dall'altro lato, vi sono i fornitori classici di informazioni finanziarie, tra cui Bloomberg e Thomson Reuters. Negli ultimi anni, le grandi agenzie di rating del credito, come Moody's e S&P, si sono aggiunte ai providers di mercato. Queste società hanno iniziato a fornire maggiori informazioni relative agli aspetti ESG, inclusi servizi specializzati che consentono alle aziende di aggregare dati per temi come le statistiche di genere, le regole aziendali sui dipendenti, la diversità e l'inclusione, il coinvolgimento della comunità e persino le convinzioni religiose.

¹⁴¹ <https://ogletree.com/app/uploads/PDI/2021-Diversity-Equity-and-Inclusion-Annual-Report.pdf>

3.3 Prima di parlare di rating...

Per comprendere meglio l'argomento è necessario parlare del concetto di rating, il cui ruolo è cambiato negli ultimi anni diventando più importante rispetto al passato. L'aspetto cruciale è comprendere che il rating non è separato dalla dichiarazione di analisi delle aziende. Il giudizio di rating, infatti, può essere emesso non solo per le aziende ma anche per altri soggetti /strumenti. Infatti, il rating può essere emesso per obbligazioni o per valutare la solvibilità dei paesi: l'emissione del giudizio di rating rappresenta la conclusione del processo che è iniziato con la riclassificazione del bilancio e che termina con il punteggio finale assegnato dalle agenzie di rating. L'analisi del bilancio è dunque indispensabile ai fini dell'assegnazione del rating ad un'azienda perché, in assenza di riclassificazione è impossibile procedere nell'assegnazione del rating.

L'analisi del bilancio serve a valutare i redditi, gli asset ed il bilancio di un'azienda ma da sola non è sufficiente; poiché le aziende hanno bisogno di capitale finanziario per svolgere le loro attività commerciali, gli investitori che prestano denaro alle imprese richiedono informazioni sulla solidità e sulla affidabilità nel rispettare gli impegni. Per giudicare la qualità delle aziende e la loro affidabilità quindi le aziende devono rendere pubbliche le proprie informazioni che devono essere raccolte da soggetti esterni ed indipendenti (agenzie di rating, banche, investitori, ...) ai fini dell'assegnazione del rating.

Il rating, infatti, può essere definito come un giudizio formulato da un'entità esterna all'azienda che attribuisce un punteggio relativo alla capacità di pagare ed onorare il debito. Dal punto di vista finanziario, il rating è una valutazione sintetica dei rischi di credito delle società; esso può essere espresso sia in termini qualitativi che quantitativi. In termini quantitativi, il rating assume la forma di un "voto" o "punteggio": tipicamente, il punteggio è espresso come una combinazione di lettera e numero dove ogni lettera o numero è associata ad una breve descrizione degli assets e ad una sintetica spiegazione delle capacità dell'azienda di onorare i debiti.

3.4 Un' introduzione ai rating

Sotto il profilo qualitativo, il rating è espresso attraverso un valore percentuale che indica la Probabilità di Default (PD). La PD valuta quindi la probabilità che le aziende che hanno ricevuto prestiti, ipoteche e, in generale, denaro, non siano in grado di restituire il capitale più gli interessi agli investitori in un tempo predeterminato. In termini

finanziari, le istituzioni sono in "default" e l'Accordo di Basilea II ha definito il "default" come qualsiasi ritardo nei pagamenti superiore a 90 giorni¹⁴². La probabilità di default è inclusa in una formula matematica dalla quale si ricava la "perdita attesa".

$$EL = LGD * PD * EAD$$

Pertanto, come si evince dalla formula esposta, la "perdita attesa" è determinata da tre elementi:

- › Loss Given Default (LGD): la perdita subita dall'investitore a causa del default del debitore;
- › Probability of Default (PD): la probabilità di default, cioè la probabilità che il debitore non sia in grado di restituire il prestito più gli interessi;
- › Exposure at Default (EAD): l'ammontare di denaro al momento del default del debitore.

Sostanzialmente per formulare il giudizio di rating esistono due metodi diversi:

nel primo il giudizio di un'agenzia è più immediato e più facile da comprendere;

nel secondo caso, che include più dettagli rispetto al primo metodo, è richiesta una conoscenza approfondita su come viene calcolata la "perdita attesa".

Sono diverse le istituzioni autorizzate ad emettere il punteggio di rating; può essere dato da un'agenzia di rating come Standard & Poor's, Moody's o Fitch Ratings ed, in tal caso, si esprime la qualità dell'obbligazione, delle aziende o del paese analizzato attraverso una serie di numeri o lettere. C'è anche la possibilità di emettere il punteggio di rating collegandolo alle garanzie per le banche: in questo secondo caso, le banche possono utilizzare organizzazioni esterne per l'assegnazione del rating, oppure possono utilizzare l'approccio basato sul rating interno. Con l'IRB, le banche utilizzano i propri parametri per calcolare il rating.

¹⁴² Andrea Resti, Andrea Sironi. Rischio e valore nelle banche. 2005

3.4.1 L'attività di rating e le problematiche connesse

A partire dalla seconda metà del ventesimo secolo l'utilizzo del credit rating¹⁴³ ha raggiunto una diffusione capillare, capace di ampliare a dismisura il potere delle agenzie e di modificare sostanzialmente la loro funzione. Le agenzie, che inizialmente si limitavano a vendere i propri giudizi agli investitori, sono state dapprima reclutate dagli emittenti per ottenere una valutazione che ne accrescesse l'affidabilità agli occhi del mercato, e successivamente sono state investite di una funzione para-regolamentare, avendo il legislatore eletto il rating a parametro di rischio ufficiale, richiamato espressamente nella normativa prudenziale¹⁴⁴. Questa mutazione delle attività che ha molto accresciuto il potere delle agenzie, ha trasformato profondamente la natura stessa del credit rating.

Infatti, tale giudizio si è progressivamente allontanato dal suo originario status di neutrale ricognizione del rischio, per assurgere così ad autonomo fattore di rischio, capace di incidere direttamente sulla probabilità di insolvenza del soggetto valutato. Tra le principali cause discorsive della funzione del credit rating, evidenziamo:

- › l'inclusione del credit rating nelle norme prudenziali, cosa che attribuisce alle agenzie una funzione regolamentare (c.d. *regulatory license*);
- › l'utilizzo del credit rating nei contratti finanziari, in veste di parametro inserito in apposite clausole covenant (c.d. *rating trigger*);
- › l'influenza prevaricante che il credit rating esercita sull'azione degli amministratori - in ragione dei doveri su di essi gravanti - che li spinge a conformare al giudizio dell'agenzia le loro decisioni gestionali.

In tale ambito il giudizio dell'agenzia abbandona così la natura di asettica ricognizione del rischio esistente, per diventare un fattore che amplifica direttamente la probabilità di insolvenza misurata. Sovviene, a questo proposito, un paragone con un famoso postulato scientifico, ossia il principio di indeterminazione¹⁴⁵ studiato da Werner Karl

¹⁴³ Un rating creditizio è una valutazione indipendente della capacità di una società o di un governo di rimborsare un debito, sia in termini generali sia in riferimento a un'obbligazione finanziaria specifica.

¹⁴⁴PARTNOY, *The Siskel and Ebert of Financial Markets? Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies*, in *Washington University Law Quarterly*, 1999, 77, p. 619; WHITE, *The Credit Rating Agencies in Journal of Economic Perspectives*, 2010

¹⁴⁵ Non è possibile determinare con precisione arbitraria e contemporaneamente due variabili congiunte. In altre parole, non è possibile conoscere con esattezza e contemporaneamente due variabili quali posizione e quantità di moto di una particella. HEISENBERG W., *Über den anschaulichen Inhalt der quantentheoretischen Kinematik und Mechanik* [Sul contenuto intuitivo della cinematica e della

Heisenberg¹⁴⁶: si dimostra quindi che non è possibile quantificare un fenomeno senza influenzarne inevitabilmente l'intensità. In modo sostanzialmente analogo l'esame del credit rating evidenzia come il rischio di insolvenza sia inesorabilmente condizionato dal soggetto che lo misura e dalle caratteristiche della misurazione stessa. L'agenzia di rating quindi, da mero certificatore di titoli di debito, si è evoluta non solo in controllore deputato a selezionare i soggetti che possono accedere al mercato¹⁴⁷, ma anche in attore capace di decidere la loro sorte.

3.4.2 La disciplina europea prima della crisi finanziaria del 2008

Per comprendere al meglio le origini dei principali aspetti legati alle agenzie di rating in uno alle eventuali lacune ancora oggi esistenti, è necessario un richiamo all'approccio normativo cui esse, dalle origini ad oggi, sono state sottoposte in Europa. Infatti, è proprio per mezzo dell'analisi delle norme predisposte dal legislatore - che, nel caso europeo si sono sostanziate in carenza o assoluta mancanza di intervento - che è possibile cogliere il ruolo ed eventualmente le responsabilità che le agenzie di rating assumono oggi nei mercati finanziari. Infatti, se negli Stati Uniti gli interventi normativi rivolti alle agenzie di rating risalgono alla prima metà del XX secolo¹⁴⁸, in Europa, fino a pochi anni fa, vigeva un quadro di assenza di regolamentazione, cioè di totale deregulation¹⁴⁹.

La prima regolamentazione europea sulle agenzie di rating si ha con l'emanazione del Regolamento 1060/2009, immediatamente successivo allo scoppio della crisi finanziaria mondiale del 2008¹⁵⁰. Appena pochi anni prima la Commissione Europea in una comunicazione esprimeva l'assenza della necessità di introdurre una disciplina ad hoc,

meccanica nella teoria quantistica], in *Zeitschrift für Physik*, 1927, pp. 172-178. Per la traduzione italiana v. BOFFI, *Il principio di indeterminazione*

¹⁴⁶ Fisico tedesco (1901-1976), fautore della meccanica quantistica.

¹⁴⁷ La loro funzione ha indotto a definire le agenzie di rating "*gate opener*" piuttosto che *gatekeeper*, in quanto, il loro giudizio consente un accesso al mercato dei titoli di debito più agevole, escludendo gli emittenti con un profilo di rischio deteriorato.

¹⁴⁸ Dodd-Frank Act. Per una visione completa: *Dodd-Frank Progress Report* (<http://www.davispolk.com/>)

¹⁴⁹ Processo di snellimento di norme e regolamenti originariamente intesi a regolare, nell'interesse pubblico, determinati settori dell'attività economica.

¹⁵⁰ Coffee Jr. - F. Partnoy, *Overdependence on Credit Ratings was a Primary Cause of the Crisis*, San Diego University.2009

“salvo il caso di nuovi sviluppi, ad esempio di serie defaillance del mercato”¹⁵¹, ritenendosi sufficienti le norme rivolte alle agenzie poste all’interno di diverse direttive dedicate ad altri settori del mercato finanziario e quelle contenute nella normativa che recepiva nell’ordinamento comunitario l’Accordo di Basilea II.

3.4.3 *Il codice di (auto)disciplina IOSCO*

All’interno della cornice legislativa volta a disciplinare (in via indiretta) le agenzie di rating, prima dell’intervento normativo ad hoc da parte dell’Unione europea, si collocava il c.d. Codice di condotta elaborato dalla IOSCO (International Organization of Securities Commissions) nel 2004 e modificato nel 2008, in risposta alle osservazioni ricevute sui Principi relativi alle attività delle agenzie di rating, emanati nel settembre del 2003¹⁵²; in esso si definivano gli obiettivi per le agenzie di rating, le autorità di regolamentazione dei valori mobiliari, gli emittenti e gli altri partecipanti al mercato al fine di migliorare la protezione degli investitori, l’equità del mercato, l’efficacia, la trasparenza e ridurre così il rischio sistemico¹⁵³. Tale Codice IOSCO si rifà ad una visione dei meccanismi che le agenzie di rating dovrebbero attuare per garantire la qualità e l’integrità del processo di rating che sostanzialmente prevedono di:

- eliminare i conflitti di interesse;
- assicurare la riservatezza delle informazioni ricevute dall’emittente;
- la tempestività nella comunicazione del rating a questi soggetti.

Si auspicava che dette regole fossero incluse dalle agenzie nei propri codici di condotta, indicando, in caso contrario, le deviazioni rispetto al modello suggerito dalla IOSCO e precisando come fosse garantito il raggiungimento degli obiettivi esplicitati dall’organismo sovranazionale (secondo il meccanismo c.d. *comply or explain*¹⁵⁴).

¹⁵¹ Comunicazione della Commissione Europea sulle agenzie di rating del credito, 2006. <https://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2006:059:0002:0006:IT:PDF>

¹⁵² IOSCO’s Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD151.pdf>

¹⁵³ Comunicazione della commissione europea.

¹⁵⁴ Tale principio impone alle società che non rispettano una parte del codice di governance aziendale di spiegare nella loro dichiarazione di governance aziendale quali parti non sono state rispettate e le ragioni per cui non lo sono state. Questo approccio fornisce flessibilità alle aziende, permettendo loro di adattare la governance alle loro specifiche esigenze, pur promuovendo la trasparenza e la responsabilità. (<https://eurlex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32014H0208>)

Di fatto, essendo il Codice soggetto ad adesione volontaria, rimaneva non vincolante per le agenzie di rating, rimanendo un semplice invito a motivare la loro condotta nel caso di mancato rispetto delle sue norme. Invero fin dalla sua emanazione, il codice è stato criticato da più parti, dato che, se da un lato esso, per la sua flessibilità, può essere adottato dalle agenzie di rating di qualsiasi paese - indipendentemente dalla legislazione nazionale che, in ogni caso, prevale - dall'altro, non avendo carattere cogente impedisce a qualsiasi organismo di intervenire con sanzioni sulle eventuali violazioni commesse dalle agenzie.

3.4.4 *Il primo intervento normativo relativo per le agenzie di rating Regolamento n.1060/2009*

Nel 2008, dopo lo scoppio della bolla speculativa relativa ai mutui subprime, l'Unione europea ritenne opportuno intervenire a disciplinare le agenzie di rating del credito che furono (e sono tuttora) considerate tra le maggiori responsabili dello scoppio della crisi stessa. La Commissione nel 2008 giunse ad una proposta di regolamentazione specifica delle agenzie che devono assicurare il rispetto di quattro obiettivi fondamentali:

- › garantire l'assenza di conflitti di interesse;
- › migliorare la qualità delle metodologie utilizzate e quella del rating stesso;
- › migliorare la trasparenza attraverso l'imposizione di obblighi di disclosure;
- › garantire la registrazione ed una vigilanza efficiente allo scopo di tutelare il consumatore e mantenere alto il livello di fiducia degli investitori nel mercato.

La scelta del legislatore europeo ricadde sull'elaborazione di un regolamento, allo scopo di garantire non solo una disciplina uniforme per tutti i paesi membri, ma anche di adeguati meccanismi coercitivi che ne garantissero l'applicazione, diversamente da quanto era accaduto precedentemente.

3.4.5 Le modifiche introdotte con il Regolamento n.513/2011 e l'attuale disciplina del Regolamento n.462/2013

La prima importante riforma del Regolamento n.1060/2009 si è avuta con l'emanazione del Regolamento n. 513/2011¹⁵⁵ del Parlamento europeo e del consiglio, datato 11 maggio del 2011, su proposta della Commissione.

Le nuove regole introdotte nell'ottica di un accentramento dei compiti nelle mani dell'autorità di vigilanza europea prevedono l'affidamento all'ESMA delle operazioni di registrazione, cancellazione e supervisione¹⁵⁶; viene poi stabilito l'obbligo di non interferenza tra rating e le metodologie utilizzate dalle agenzie e si pongono nuove regole sui poteri investigativi ed ispettivi dell'autorità di vigilanza¹⁵⁷.

Tra le novità introdotte dal Regolamento 513, volta alla riduzione del rischio di conflitti di interesse ed al miglioramento della qualità del rating, vi è l'obbligo di maggiore di trasparenza delle informazioni fornite dagli emittenti alle agenzie di rating in modo da favorire la concorrenza tra le diverse agenzie. Viene anche notevolmente aggravato il regime sanzionatorio applicabile, con l'aumento dei poteri dell'ESMA, attraverso la previsione di multe, e la tipizzazione dettagliata delle infrazioni che possono essere commesse da un'agenzia¹⁵⁸; si introducono inoltre norme sulla responsabilità delle agenzie qualora esse, intenzionalmente o per colpa grave, violassero gli obblighi stabiliti nel regolamento ed emettessero un rating diverso da quello che sarebbe stato in caso di mancata violazione creando confusione e/o danno agli investitori.

Nel Regolamento sono poi previste norme volte a garantire maggiore trasparenza per i c.d. "rating sovrani", per i quali negli ultimi anni sono state sollevate numerose polemiche. Il 21 maggio 2013 con l'emanazione del Regolamento n. 462/2013 del Parlamento Europeo è stata introdotta la modifica al Regolamento n.1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito.

In base alla nuova legislazione, le agenzie di rating del credito "dovranno essere più trasparenti e responsabili nel valutare gli Stati sovrani. Le nuove norme contribuiranno anche ad una maggiore concorrenza nel settore della valutazione del credito, attualmente

¹⁵⁵ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32011R0513&rid=1>

¹⁵⁶ Reg. 513/2010

¹⁵⁷ Reg. 513/2011

¹⁵⁸ Lista di infrazioni in funzione della loro relazione con i conflitti d'interesse, requisiti di organizzazione o funzionamento, ostacolo all'attività di supervisione, divulgazione e informazione.

dominato da un numero ridotto di operatori, e ridurrà l'eccessiva fiducia riposta nel rating dagli operatori dei mercati finanziari”.

In definitiva è possibile notare come la regolamentazione che disciplina l'attività delle agenzie di rating del credito sia stata indirizzata soprattutto verso la previsione di misure di matrice pubblicistica, lasciando al margine, invece, la statuizione di regole di tipo privatistico. Le misure sono volte principalmente al superamento delle questioni controverse che l'attività delle agenzie di rating crea a livello macroeconomico quali:

- a. i problemi legati al mercato oligopolistico in cui queste operano;
- b. le criticità collegate al conflitto di interessi;
- c. la funzione regolamentare dei rating; è chiaro lo scopo di tutelare il corretto funzionamento dei mercati dell'Unione.

3.5 Il processo di giudizio di rating

Per formulare un giudizio sul rating non sono sufficienti i dati quantitativi ma è necessario combinare i dati quantitativi con i dati qualitativi; sebbene l'analisi quantitativa copra la maggior parte dell'assegnazione del rating, è evidente che, se i risultati trovati dagli analisti non sono contestualizzati, è impossibile avere un'idea chiara sulla tendenza dell'azienda e sulla solidità finanziaria. A tal fine nell'analisi quantitativa sono inclusi dati provenienti dall'analisi del bilancio attraverso indici e flussi finanziari: per il giudizio di rating devono quindi essere considerati il "Net Operating Working Capital" (NOWC o CCN in termini italiani), l'"Earnings Before Interests and Taxes" o EBIT, l'indice di leva finanziaria.

Oltre ai dati quantitativi quindi per l'assegnazione del rating sono utilizzate l'analisi qualitativa e l'analisi delle tendenze.

L'analisi qualitativa valuta la gestione e la governance; in particolare individua le caratteristiche della struttura aziendale, la struttura azionaria e l'esistenza del sistema di controllo della gestione oltre ad un'analisi del settore in cui opera l'azienda focalizzata su concorrenti e clienti. All'interno dell'analisi qualitativa, la preparazione del Business Plan consente di avere una descrizione dettagliata degli investimenti futuri, del target di clientela e delle strategie di marketing.

Di contro l'analisi delle tendenze si riferisce alla relazione tra l'azienda e la banca; essa riguarda l'atteggiamento dell'azienda nel pagare il debito. Questa tipologia di analisi fa emergere l'atteggiamento passato nel pagare i debiti; i dati sulla solvibilità di un'azienda possono provenire dalla singola istituzione di credito presso cui l'azienda ha debiti o si possono rilevare dal livello aggregato.

Svolta l'analisi dell'azienda comprendente l'analisi qualitativa, quella quantitativa e l'analisi delle tendenze, si può procedere con la formulazione del rating che ingloba i risultati delle analisi svolte e da luogo alla formulazione del rating che, è bene sottolineare, esprime un giudizio sulle prestazioni economiche e finanziarie complessive dell'azienda. Il processo di rating non termina una volta assegnato il punteggio, ma è soggetto a costante controllo e monitoraggio da parte delle banche o delle agenzie di rating. Il costante monitoraggio è necessario perché una volta che il debito sorge, è molto probabile che non si estingua in breve tempo, ma, al contrario, permangaper un lungo periodo (da uno a dieci anni). È quindi necessario verificare la “regola base” di corrispondenza tra attività e passività: per ciò è utile applicare il "rapporto corrente" che è dato semplicemente dividendo le attività correnti dell'azienda per le sue passività correnti. Le attività correnti sono quelle che possono essere convertite in contanti entro un anno, mentre le passività correnti sono obblighi che si è previsto di pagare entro un anno: esempi di attività correnti includono contanti, inventario e crediti commerciali; tra le passività correnti si includono debiti commerciali, stipendi da pagare e interessi correnti.

Un rapporto inferiore a uno significa che l'azienda non è in grado di pagare le sue passività correnti con le attività correnti. La discrepanza tra attività correnti e passività correnti può dar luogo all'incapacità dell'azienda di ripagare il suo debito.

Da quanto esposto emerge nitida l'importanza dell'aggiornamento del punteggio e, prima, della verifica e dell'aggiornamento costante sulle capacità dell'azienda di onorare i propri debiti. Di conseguenza, il rating deve essere calcolato periodicamente o ogni volta che chi investe o presta denaro all'azienda ha nuove informazioni sulla solvibilità del debitore. Standard & Poor (S&P) definisce il monitoraggio del rating come un processo che dipende dalle caratteristiche dell'azienda e dei suoi debiti; essa pianifica incontri con la dirigenza dell'azienda per individuare i fattori che potrebbero influenzare l'affidabilità del credito. Dopo aver emesso il rating S&P può modificare il suo giudizio attraverso un processo

chiamato "outlook", la previsione del rating a medio e lungo termine di un'azienda, un paese o un'obbligazione. Attraverso l'outlook è possibile rivalutare e/o integrare il giudizio fornito dall'agenzia di rating in seguito ad eventi esterni o interni; l'outlook può dar luogo a tre diversi esiti: positivo, negativo o stabile. Un outlook positivo significa che i rating potrebbero essere migliorati; un outlook negativo indica che i rating potrebbero essere declassati; mentre un outlook stabile significa che i rating non cambieranno.

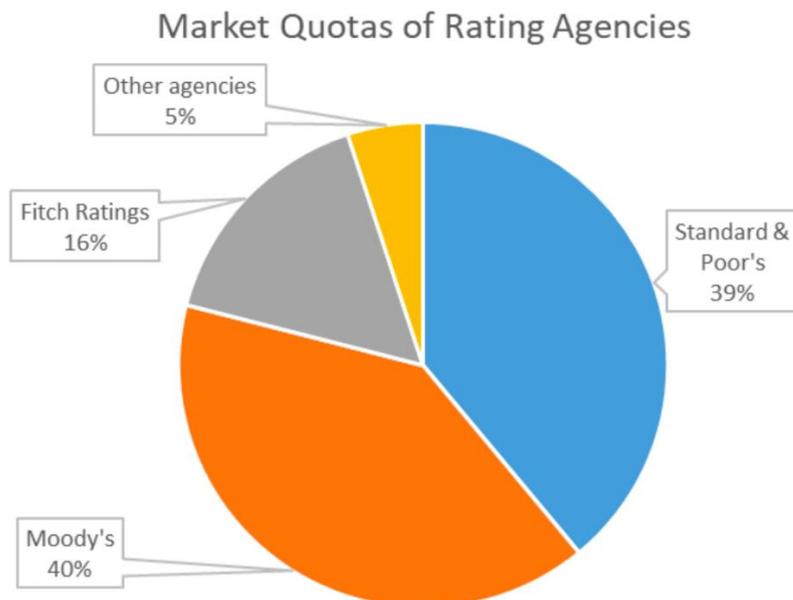
Il giudizio di rating può essere emesso per un'azienda, uno Stato ma anche per un'ampia gamma di strumenti; le agenzie di rating possono infatti valutare singoli titoli di debito e obbligazioni. Ad esempio, l'Europa, per raccogliere i fondi necessari per finanziare prestiti a paesi della zona euro in difficoltà finanziaria come Grecia, Portogallo, Italia, Spagna e Irlanda (PIIGS), ha emesso il European Financial Stability Facility (EFSF) che rappresentano obbligazioni a breve, medio e lungo termine: tali obbligazioni sono state valutate:

- › "Aaa" da Moody's;
- › "AAA" da Fitch Ratings;
- › "AA+" da Standard & Poor's.

Il giudizio di rating può essere emesso anche per i paesi: le principali agenzie valutano il rating di un paese, misurandone così la solvibilità. Ad esempio, nel 2020 l'Italia è stata valutata:

- › "Baa3" da Moody's;
- › "BBB-" da Fitch Ratings;
- › "BBB" da Standard & Poor's.

Fig 3.2: Quote di mercato agenzie di rating.



Fonte: Il sole 24ore

È facile vedere che Standard & Poor's e Moody's dominano il mercato del rating; insieme detengono il 79% delle quote di mercato delle agenzie di rating internazionali. L'altra agenzia di rating importante è Fitch Ratings, con il 16% delle quote di mercato. Ognuna di esse ha la propria metodologia per valutare la solvibilità creditizia e tutte applicano un voto in ordine decrescente di affidabilità, dal più alto al più basso. Ogni voto è accompagnato da una breve descrizione della solvibilità del soggetto analizzato o dell'oggetto analizzato. Nelle righe seguenti, vengono mostrate le tre agenzie di rating e come esprimono il punteggio.

3.5.1 Una prospettiva tabellare

3.5.1.1 Standard & Poor's

Standard & Poor's divide la solvibilità in due categorie:

- › grado d'investimento: indica che gli investimenti sono sicuri. Si riferisce al giudizio che va da "AAA" a "BBB-";
- › non grado d'investimento; indica, al contrario, che gli investimenti non sono sicuri. Si riferisce al rating assegnato da "CCC+" a "D".

Nella tabella sottostante sono riportati i punteggi utilizzati dall'agenzia Standard & Poor's per valutare la solvibilità nel lungo termine.

Tab. 3.3: Punteggi rating long-term S&P.

S&P Score (long-term)	Descrizione
AAA	<i>Massima qualità.</i> É il rating Massimo di S&P. Estremamente capace di replicare i debiti.
AA+ AA AA-	<i>Alta qualità.</i> Capacità elevata nel replicare i debiti.
A+ A A-	<i>Qualità medio-alta.</i> Capacità elevata di replicare i debiti ma che potrebbe essere influenzata da cambiamenti economici avversi.
BBB+ BBB BBB-	<i>Qualità media.</i> Capacità di rimborso adeguata, ma più soggetta a condizioni economiche avverse.
BB+ BB BB- B+ B B-	<i>Qualità medio-bassa.</i> Per il rating "BB" vi è una minore vulnerabilità nel breve termine, ma emergono problemi finanziari ed economici. Con il rating "B" vi è una maggiore vulnerabilità ad affrontare condizioni economiche e finanziarie avverse, ma una capacità attuale di far fronte agli impegni finanziari.
CCC+ CCC CCC- CC	<i>Bassa qualità.</i> "CCC" indica vulnerabilità e dipendenza dalle condizioni economiche e finanziarie favorevoli per far fronte agli impegni

	finanziari. "CC" indica una vulnerabilità estrema.
C	<i>Speculazione massima.</i> In questa situazione, è stata presentata una domanda di fallimento, ma il pagamento degli impegni finanziari è mantenuto.
SD	<i>Selective Default.</i> L'emittente è in bancarotta ma alcuni obblighi non sono stati rimborsati.
D	<i>Default.</i> C'è una situazione di default.

Fonte: <https://www.spglobal.com/ratings/en/>

S&P valuta anche gli strumenti a breve termine attraverso una scala da "A-1" a "D". All'interno della categoria A-1, potrebbe essere presente il segno "+" che indica che la volontà dell'emittente di adempiere ai suoi obblighi è estremamente forte. Anche in questo caso, l'ordine della scala è decrescente, dalla maggiore affidabilità alla minore.

Tab. 3.4: S&P Global Ratings Definitions.

S&P (Short-term)	Descrizione
A-1	Alta capacità di far fronte ai propri impegni finanziari.
A-2	Soggetto a condizioni economiche avverse, tuttavia, la capacità del debitore di adempiere ai propri impegni finanziari resta buona.
A-3	Le avverse condizioni economiche potrebbero indebolire la capacità del

	debitore di far fronte ai propri impegni finanziari.
B	L'emittente ha attualmente la capacità di far fronte agli obblighi finanziari a proprio carico, ma deve superare incertezza che potrebbero indebolire la capacità finanziaria.
C	Vulnerabile a causa delle condizioni economiche avverse.
D	L'azienda è in bancarotta.

Fonte: S&P. <https://www.spglobal.com/ratings/en/>

3.5.1.2 Moody's

L'agenzia di rating Moody's utilizza una tabella simile per indicare la scala del ranking. Similmente a S&P, utilizza un punteggio dal più alto al più basso che in questo caso, va da "Aaa" a "C". Moody's aggiunge modificatori numerici 1, 2 e 3 a ciascuna classificazione di rating generica da "Aa" a "Caa". Il modificatore "1" indica che l'obbligazione si colloca nella parte alta della sua categoria di rating generica; il modificatore "2" indica un ranking di medio livello, mentre il modificatore "3" indica un ranking nella parte bassa di quella categoria di rating generica.

Nella tabella che segue è mostrato il punteggio a lungo termine del ranking di Moody's.

Tab. 3.5: Definizioni e score di lungo termine Moody's.

Moody's Score (Long-term)	Descrizione
Aaa	Le obbligazioni classificate come Aaa sono considerate di altissima qualità, soggette al più basso livello di rischio di credito.

Aa	Le obbligazioni classificate come Aa sono considerate di alta qualità e sono soggette a un rischio di credito molto basso.
A	Le obbligazioni classificate come A sono considerate di grado medio superiore e sono soggette a un rischio di credito basso.
Baa	Le obbligazioni classificate come Baa sono considerate di grado medio e soggette a un rischio di credito moderato e, come tali, possono presentare alcune caratteristiche speculative.
Ba	Le obbligazioni classificate come Ba sono considerate speculative e sono soggette a un rischio di credito sostanziale.
B	Le obbligazioni classificate come B sono considerate speculative e sono soggette a un elevato rischio di credito.
Caa	Le obbligazioni classificate come Caa sono considerate speculative di bassa qualità e sono soggette a un rischio di credito molto elevato.
Ca	Le obbligazioni classificate come Ca sono altamente speculative e sono probabili in, o molto vicine al default, con qualche prospettiva di recupero del capitale e degli interessi.
C	Le obbligazioni classificate come C sono le più basse e sono tipicamente in default, con poche prospettive di recupero del capitale o degli interessi.

Fonte: <https://www.moodys.com>

Anche per Moody's, è necessario distinguere tra le emissioni di obbligazioni a breve ed a lungo termine. La distinzione è necessaria perché gli strumenti di debito potrebbero essere emessi anche con condizioni a breve termine.

Per le obbligazioni a breve termine, Moody's utilizza una scala che va da P-1 a NP. Rappresenta una capacità decrescente di ripagare il debito nel breve termine. Sia per le obbligazioni a breve termine che per quelle a lungo termine, l'ordine della scala è decrescente, dalla maggiore affidabilità alla minore.

Tab. 3.6: Definizioni e score di breve termine Moody's.

Moody's Score (Short-term)	Descrizione
P-1	Gli emittenti classificati come Prime-1 hanno una capacità superiore di ripagare gli obblighi di debito a breve termine.
P-2	Gli emittenti classificati come Prime-2 hanno una forte capacità di ripagare gli obblighi di debito a breve termine.
P-3	Gli emittenti classificati come Prime-3 hanno una capacità accettabile di ripagare gli obblighi a breve termine.
NP	Gli emittenti classificati come Non Prime non rientrano in nessuna delle categorie precedenti.

Fonte: Moody's. <https://www.moodys.com>

3.5.1.3 Fitch

Per l'agenzia di rating Fitch, l'applicazione del rating è piuttosto simile a quella dell'agenzia S&P; infatti, la scala di rating è rappresentata in ordine decrescente per quanto riguarda la capacità di rispettare gli impegni finanziari dell'azienda. La scala va dal livello massimo "AAA" a "D". Come per S&P, l'agenzia di rating Fitch suddivide la solvibilità in due categorie:

- Grado d'investimento: indica che gli investimenti sono sicuri o hanno un basso rischio di credito. Comprende punteggi di rating da "AAA" a "BBB-";
- Grado speculativo: al contrario indica che gli investimenti non sono sicuri. È probabile che esista un livello più elevato di rischio di credito o che si sia già verificato un default. Si riferisce al giudizio che va da “BB+” a “D”.

Tab. 3.7: Definizioni e score di lungo termine Fitch.

Fitch Score (Long-term)	Descrizione
AAA	Massima qualità È il rating massimo di Fitch. Capacità estremamente elevata di ripagare il debito.
AA	Qualità del credito molto elevata I rating AA' denotano aspettative di rischio di default molto basso. Indicano una capacità molto forte di adempiere agli impegni finanziari.
A	Alta qualità I rating A' indicano aspettative di basso rischio di default. La capacità di pagamento degli impegni finanziari è considerata solida. Questa capacità potrebbe essere più vulnerabile a condizioni aziendali o economiche sfavorevoli.
BBB	Buona qualità creditizia I rating BBB' indicano che le aspettative di rischio di default sono attualmente basse. La capacità di pagamento degli impegni finanziari è considerata adeguata, ma condizioni aziendali o economiche sfavorevoli sono più probabili di compromettere questa capacità.

BB	<p>Speculativo</p> <p>I rating BB' indicano una vulnerabilità elevata al rischio di default, particolarmente in caso di cambiamenti sfavorevoli nel tempo delle condizioni aziendali o economiche; tuttavia, esiste flessibilità aziendale o finanziaria che supporta il servizio degli impegni finanziari.</p>
B	<p>Altamente speculativo</p> <p>I rating B indicano che è presente un rischio di default significativo, ma rimane un margine di sicurezza limitato. La capacità di continuare i pagamenti è vulnerabile al deterioramento dell'ambiente aziendale ed economico.</p>
CCC	<p>Rischio di credito sostanziale</p> <p>Il default è una possibilità concreta.</p>
CC	<p>Livelli molto elevati di rischio di credito</p> <p>Un tipo di default appare probabile.</p>
C	<p>Prossimo al default</p> <p>Un processo di default è iniziato e la capacità di pagamento è irrimediabilmente compromessa.</p>
RD	<p>Default limitato</p> <p>I rating RD indicano un emittente che, secondo l'opinione di Fitch, ha subito un default di pagamento non sanato o uno scambio di debito in difficoltà su un'obbligazione, un prestito o un'altra obbligazione finanziaria materiale, ma non ha presentato domanda di fallimento,</p>

	liquidazione o altro procedimento formale di liquidazione, e non ha altrimenti cessato di operare.
D	Default I rating D indicano un emittente che, secondo l'opinione di Fitch, ha presentato domanda di fallimento, liquidazione o altro procedimento formale di liquidazione, o che ha altrimenti cessato l'attività.

Fonte: Fitch. <https://www.fitchratings.com/>

La tabella precedente mostra la scala di rating applicata dall'agenzia Fitch, che è abbastanza simile alla scala S&P. Anche l'agenzia di rating Fitch utilizza i rating di credito a breve termine a causa delle differenze nella data di scadenza delle obbligazioni.

Tab. 3.8: Definizioni e score di breve termine Fitch.

Fitch Score (Short-term)	Descrizione
F1	Gli emittenti classificati F1 presentano il rischio di default più basso e un'ottima capacità, una capacità superiore di ripagare gli obblighi di debito a breve termine.
F2	Gli emittenti classificati F2 indicano una buona capacità di ripagare gli impegni finanziari. Tuttavia, il margine di sicurezza non è così ampio come nel caso dei rating più alti.
F3	Gli emittenti classificati F3 hanno una capacità adeguata di ripagare gli obblighi a breve termine.

B	L'emittente classificato B indica una capacità incerta di ripagare gli obblighi a breve termine.
C	L'emittente classificato C indica una capacità altamente incerta di ripagare gli obblighi a breve termine.
RD	"RD" indica un ente che ha fatto default su uno o più dei suoi impegni finanziari, anche se continua a soddisfare altre obbligazioni finanziarie.
D	Indica un evento di default per un ente, o il default di un'obbligazione a breve termine.

Fonte: Fitch. <https://www.fitchratings.com/>

Come è evidente da quanto riportato, le maggiori agenzie di rating sul mercato, operano in modo simile. I risultati dell'analisi di rating che emergono da queste tre agenzie possono essere facilmente confrontabili.

Tab. 3.9: Confronto tra le agenzie di rating.

Moody's		Standard & Poor's		Fitch		
Long-term	Short-term	Long-term	Short-term	Long-term	Short-term	
Aaa	P-1	AAA	A-1+	AAA	F1+	Affidabilità massima
Aa1		AA+		AA+		
Aa2		AA		AA		
Aa3		AA-		AA-		
A1	P-2	A+	A-1	A+	F1	Investment Grade di livello medio
A2		A		A		
A3		A-		A-		
Baa1	P-3	BBB+	A-2	BBB+	F2	Investment Grade di livello inferiore
Baa2		BBB		BBB		
Baa3		BBB-		BBB-		
Ba1	Not prime	BB+	B	BB+	B	Non investment grade livello speculativo
Ba2		BB		BB		
Ba3		BB-		BB-		
B1		B+		B+		Non investment grade Livello altamente speculativo
B2		B		B		
B3		B-		B-		
Caa1	Not prime	CCC+	C	CCC	C	Rischio consistente
Caa2		CCC				Speculativo estremo
Caa3		CCC-				In default con ridotte possibilità di recupero
Ca		CC				
C	C	In default				
/	D		/	DDD	/	
/	/		/	DD	/	
/	/	/	D	/	/	

Fonte: Milanofinanza.it

La tabella di confronto tra le principali agenzie di rating riportata è utilizzata dagli analisti finanziari per avere un confronto immediato tra i differenti giudizi emessi da ciascuna agenzia. In ogni caso, l'emissione del rating di una agenzia non si conclude con la valutazione (score), in quanto molto spesso il punteggio è integrato da un'analisi qualitativa dell'entità valutata dalle diverse agenzie.

3.6 La valutazione degli analisti

Grazie ai sistemi di punteggio complessi che determinano la sostenibilità di un determinato investimento gli investitori sono in grado di individuare potenziali candidati; come le valutazioni del credito anche le aziende sono valutate dagli analisti in base

all'impatto che hanno sull'ambiente o sulla società nel suo complesso. Questo processo di valutazione è condotto da varie agenzie di valutazione ESG che, come i loro omologhi del credito, emettono un punteggio per guidare gli investitori nelle loro scelte. Tale compito è oneroso per gli analisti a causa della complessità e dell'eterogeneità delle fonti necessarie per condurre i calcoli di punteggio. Ad esempio, Sustainalytics¹⁵⁹, un fornitore leader di punteggi ESG, copre più di 20.000 aziende e utilizza ben 220 indicatori ESG ed oltre 450 campi. In generale, la maggior parte dei sistemi di punteggio ESG fa uso di scoring tree¹⁶⁰ nei quali i dati grezzi (ad esempio, dati aziendali per valutare l'impegno ESG) vengono normalizzati per ottenere caratteristiche X_1, \dots, X_m che vengono aggregate per ottenere i sotto-punteggi s_1, \dots, s_n ¹⁶¹:

$$s_i = \sum_{j=1}^m w_{i,j}^{(1)} X_j$$

I sotto-punteggi vengono ulteriormente aggregati per ottenere il punteggio finale s :

$$s = \sum_{i=1}^n w_i^{(2)} s_i$$

I punteggi vengono normalizzati per due motivi: facilitare il confronto tra diversi indicatori e tra le aziende ed agevolare il processo di aggregazione. Dato un campione di osservazioni $\{x_1, x_2, \dots, x_n\}$, ad esempio, possiamo calcolare la normalizzazione q-score¹⁶², ottenendo $q_{i \in [0,1]} = \hat{F}(x_i)$ utilizzando la distribuzione di probabilità empirica \hat{F} :

$$q_i = \hat{F}(x_i) = \Pr(X \leq x_i) = \frac{\#\{x_j \leq x_i\}}{n_q}$$

La maggior parte dei sistemi di punteggio ESG sono neutrali rispetto al settore e la normalizzazione avviene a livello settoriale; le valutazioni sono espresse in termini relativi (rispetto ai singoli settori e non in modo assoluto). I principali attori del settore

¹⁵⁹Sustainalytics è una società che valuta la sostenibilità delle società quotate in base alle loro performance ambientali, sociali e di corporate governance. <https://www.sustainalytics.com>

¹⁶⁰ Modelli tree-based, più efficaci in task di classificazione binaria. Questi alberi dividono un insieme di dati in sottoinsiemi più piccoli, mentre contemporaneamente si sviluppa un albero decisionale associato incrementale. La decisione finale si prende sulla base del valore della foglia dell'albero.

¹⁶¹ Roncalli, T. (2022). Sustainable Finance. University of Paris-Saclais.

¹⁶² Punteggio normalizzato utilizzato per valutare la qualità di un'azienda o di un titolo finanziario. Questo punteggio potrebbe essere calcolato utilizzando una serie di indicatori finanziari e di performance, che vengono normalizzati per consentire un confronto significativo tra diverse aziende o titoli.

sono Sustainalytics - MorningStar, MSCI ESG, Thomson Reuters, ISS (Deutsche Borse), Vigeo-Eiris (Moody's). Queste istituzioni lavorano sui cambiamenti climatici, sull'ambiente e, in generale, sui dati non finanziari necessari per costruire modelli di valutazione ESG; essi sono a stretto contatto con fornitori di dati specializzati come Trucost – S&P.

3.6.1 *La metodologia MSCI.*

La valutazione ESG di un'azienda viene effettuata con un iter che porta ad un punteggio sulla scorta della metodologia MSCI ¹⁶³, quella più utilizzata per tali valutazioni. L'agenzia valuta ogni azienda su una scala che va da AAA a CCC in base alle performance dei loro pari di settore. MSCI raccoglie per ciascun candidato oltre 1000 punti dati attraverso 35 temi chiave ESG, che si concentrano sull'interazione tra l'attività principale di un'azienda e le questioni legate all'industria che potrebbero potenzialmente generare rischi (o opportunità) significativi. Le metriche riguardano la valutazione di come un'azienda è esposta ad un rischio materiale specifico del suo settore e come l'azienda sta gestendo ciascuna questione chiave. Per comprendere la complessità di questo processo, si tenga presente che MSCI ha accesso a oltre 100 set di dati specializzati e fornitori di rapporti e monitora più di 3000 fonti di informazione giornaliera per raccogliere notizie locali, informazioni governative e dalle Organizzazioni Non Governative (ONG). La metodologia adotta una mentalità di rischio-opportunità nel determinare se le questioni legate all'industria possano rappresentare una minaccia per le operazioni dell'azienda e come l'azienda individuale si colloca rispetto ai pari di settore. MSCI considera solo rischi 'materiali', cioè quelli che probabilmente porteranno l'azienda a sostenere costi sostanziali ad esso connessi. Analogamente le opportunità materializzano quella che vanno a beneficio dell'azienda in termini di entrate, come ad esempio la scoperta di una nuova tecnologia verde per un produttore di TV. Rischi ed opportunità vengono identificati e valutati attraverso modelli quantitativi che confrontano intervalli e valori medi per ciascuna industria e individuano quelle imprese che sono insolite rispetto alle altre del settore. Aggiustamenti specifici sono poi apportati per quelle aziende e per quei modelli di business “non ordinari”, che non potrebbero altrimenti essere

¹⁶³MSCI Research. (2020). MSCI RATING METHODOLOGY

adeguatamente confrontati con altre aziende sul mercato. A ciascuna industria e azienda vengono quindi assegnate le *questioni chiave*, divise in 3 pilastri (ambiente, sociale, governance) e 10 temi (ad esempio, capitale umano o inquinamento e rifiuti), che danno origine a 35 metriche chiave ESG specifiche per ciascuna tipologia di industria (ad eccezione del Pilastro della Governance che ha peso nel modello di valutazione per tutte le aziende/industrie da valutare). Il punteggio finale viene ottenuto come media ponderata di tutti i singoli punteggi delle Key Issue, normalizzati rispetto ai pari settore. I punteggi sono quindi soggetti a modifiche a livello di commissione per diventare Punteggi Finali Regolati per l'Industria, che corrispondono a una valutazione che va dal migliore (AAA) al peggiore (CCC). Anche in questo caso, queste valutazioni non sono in termini assoluti, ma sono relative agli aspetti di una determinata tipologia. Una volta ottenute le valutazioni regolate per l'industria, vengono impostati i pesi per determinare il contributo di ciascuna Key Issue al punteggio complessivo. In generale, ciascuna Key Issue contribuisce tra il 5% e il 30% al punteggio totale.

Questi pesi tengono conto:

- del contributo dell'industria rispetto ad altre industrie all'impatto sull'ambiente;
- della finestra temporale entro la quale gli analisti si aspettano che questi rischi, o opportunità, si materializzino.

Ad esempio, le Key Issue considerate "ad alto impatto" e "a breve termine" vengono pesate fino a tre volte più delle Key Issue identificate come "a basso impatto" e "a lungo termine". Il livello di contributo per ciascuna sotto-industria viene assegnato valori di "Alto", "Medio" o "Basso" per ciascuna Key Issue. Il periodo temporale per rischi o opportunità viene classificato come "Breve Termine", "Medio Termine" o "Lungo Termine". Inoltre, il peso per il Pilastro della Governance è fissato a un valore minimo del 33%, per sottolineare l'importanza del comportamento aziendale nelle decisioni di investimento.

Il rischio ESG viene preso in considerazione da due fattori complementari, che sono l'esposizione al rischio e la gestione del rischio.

L'esposizione al rischio è data dal valore delle minacce materiali cui è esposta un'azienda nello svolgimento delle sue operazioni commerciali; la gestione del rischio indica tutte le politiche e i sistemi messi in atto dalla direzione per controllare il rischio. Un'azienda con

una cattiva gestione che è anche esposta a livelli consistenti di rischio sarà maggiormente penalizzata rispetto alle aziende esposte che invece si distinguono per le buone pratiche di gestione. Il livello di rischio di ciascuna azienda viene valutato dagli analisti con un approccio dettagliato che tiene conto di una vasta gamma di fattori come la posizione, le attività principali, i segmenti di business e l'outsourcing delle operazioni. L'esposizione al rischio viene quantificata su una scala da 0 (nessuna esposizione) a 10 (esposizione molto elevata). Al contrario, la gestione del rischio viene valutata 0 quando un'azienda non mostra alcun impegno e 10 in presenza di una gestione solida. Allo stesso modo, il punteggio di opportunità valuta in quale misura un'azienda è potenzialmente esposta ad opportunità di business in base alla posizione e ai segmenti di business, e se la direzione sta intraprendendo azioni per sfruttare tali opportunità. Anche in questo caso l'indicatore varia su una scala da 0 a 10.

Nella determinazione dei punteggi ESG, MSCI tiene conto anche delle controversie, definite come "istanza o situazione in corso in cui le operazioni e/o i prodotti dell'azienda presumibilmente hanno un impatto negativo sull'ambiente, sociale e/o sulla governance"¹⁶⁴. Ogni controversia viene attentamente pesata per valutare se una certa situazione è in grado di rappresentare una minaccia materiale in futuro (in tal caso la relativa Key Issue otterrà un punteggio più basso) o se viene affrontata tramite politiche adottate dalla gestione del rischio. Ogni controversia viene valutata come "Molto Grave", "Grave", "Moderata" o "Minore" a seconda dell'entità delle potenziali minacce materiali per la società e/o l'ambiente.

Il punteggio del Pilastro della Governance è anch'esso su una scala da 0 a 10, dove ogni azienda parte da un punteggio di 10 e vengono applicate riduzioni in base alle valutazioni delle metriche chiave (ad esempio, etica aziendale, tasse, consiglio di amministrazione e contabilità). Le Key Issue sono sottoposte a un processo di feedback e riesame che si svolge ogni anno solare per tutte le aziende analizzate. Vengono fissati benchmark per ciascuna sotto-industria utilizzando una media mobile su 3 anni per i punteggi del percentile 2,5° e 97,5° del punteggio ESG rilevato su altre aziende di settore. In particolare: il "punteggio massimo dell'industria" cade tra il 95° e il 100° percentile dei punteggi medi ponderati delle Key Issue modellate (WAKIS); il "punteggio minimo

¹⁶⁴MSCI. (2022). Who Will Regulate ESG? Tratto da MSCI.com: <https://www.msci.com/who-will-regulateesg?msclkid=4ab7e071b35d11ec83b2c7f0614efd95>

dell'industria" cade tra il percentile 0° e il 5° percentile di WAKIS all'interno di un'industria.

Il risultato finale, ancora una volta, è un punteggio da "leader" (AAA) a "in ritardo" (CCC) che gli investitori possono utilizzare per prendere decisioni di investimento responsabili. Per la valutazione della solidità del sistema, gli analisti hanno modelli di backtesting¹⁶⁵ in atto e valutano le proprietà probabilistiche necessarie della matrice di migrazione delle valutazioni del modello, cioè la matrice che contiene le probabilità di passaggi tra classi di punteggio e tra le classi di valutazione. Ad esempio, le matrici di transizione devono soddisfare la proprietà di Markov, nel senso che la probabilità di stati futuri (successivi) dipende solo dallo stato più recente (Università dell'Illinois, s.d.), e la stazionarietà, che garantisce che in un processo stocastico le distribuzioni congiunte incondizionate (e quindi parametri come media e varianza) non cambino quando si spostano nel tempo.

Gli studi sull'effetto positivo dell'impegno verso i fattori ambientali, sociali e di governance sulle performance aziendali mostrano risultati eterogenei. Gli studi accademici si concentrano su dati a lungo termine, cioè gli ultimi 25 anni, ma gli investimenti ESG erano estremamente marginali fino a 15 anni fa, per cui i dati non sono rilevanti prima del 2010. In generale, possiamo dire che la relazione tra i fattori ESG e le performance aziendali è almeno dinamica e non univoca. Secondo Brown e Caylor¹⁶⁶, esiste una significativa relazione positiva tra la governance aziendale e il Tobin's Q (il rapporto tra il valore di mercato e il costo di sostituzione degli asset che indica se un'azienda o un settore è relativamente sottovalutato o sovra valutato). Nello studio gli autori costruiscono una misura riassuntiva di diversi indicatori di governance e la confrontano con la valutazione delle aziende per oltre 1800 società trovando che cinque fattori di governance in particolare sono responsabili della creazione di valore positivo per le aziende. Questi risultati sono in linea con altri studi¹⁶⁷ dai quali emerge che la governance interna ed esterna sono interconnesse e in grado di spiegare rendimenti anomali del 10-15%. A conclusioni simili¹⁶⁸ giungono altri studi che evidenziano come

¹⁶⁵ Tecnica utilizzata per valutare la performance di un investimento considerando i dati storici.

¹⁶⁶ Brown, L. D. & Caylor, M. L. 2006. Corporate Governance and Firm Valuation. *Journal of Accounting and Public Policy*,

¹⁶⁷ K. J. Martijn Cremers and Vinay Nair, 2005 Governance Mechanisms and Equity Prices

¹⁶⁸ El Ghoul, S., Guedhami, O., Kwok, C. C. Y., & Mishra, D. R. (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital? *Journal of Banking & Finance*, 35

sul mercato statunitense, le società con punteggi migliori in materia di responsabilità sociale d'impresa (CSR), ottenuti migliorando le relazioni con i dipendenti o le politiche ambientali, mostrano un finanziamento azionario più conveniente.

D'altra parte, Barnett e Salomon¹⁶⁹ trovano prove contrastanti sulla relazione tra performance sociale aziendale (CSP) e performance finanziaria aziendale (CFP). I loro risultati mostrano che le aziende con una bassa CSP hanno una CFP più elevata rispetto alle aziende con una CSP moderata. D'altro canto, le aziende con la CSP più elevata ottengono prestazioni migliori tra tutte le altre aziende. L'altra faccia della medaglia, si può ricondurre all'affermazione di Friedman¹⁷⁰, secondo il quale le aziende non hanno responsabilità diverse dalla massimizzazione dei profitti verso gli azionisti a patto di rimanere all'interno delle regole del gioco: competere apertamente e liberamente senza ricorrere all'inganno o alla frode.

Sulla stessa linea, nel 1958, Levitt¹⁷¹ espresse le sue preoccupazioni sulle pratiche di CSR delle aziende e sottolineò che "il benessere e la società non sono affari dell'azienda. Il suo business è fare soldi, non creare belle melodie". Secondo tale interpretazione le istituzioni di credito sono unicamente interessate a informazioni verificabili e concrete, come redditività e leverage.

¹⁶⁹ Barnett L. M., Salomon M. R., (2012), "Does it pay to be really good? Addressing the shape of the relationship between social and financial performance", *Strategic Management Journal*,

¹⁷⁰ Friedman M., (1970), "The social Responsibility of Business is to Increase its Profits", *New York Times Magazine*

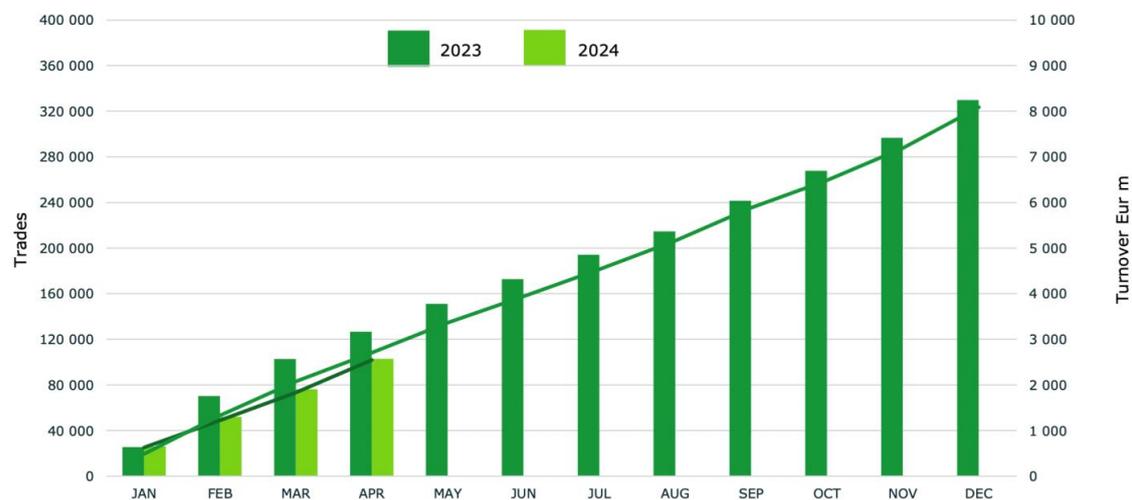
¹⁷¹ Levitt, T. (1958) *The Dangers of Social Responsibility*. *Harvard Business Review*, 36

Capitolo 4 - Gli emittenti

4.1 Il mercato di titoli ESG

Il mercato delle obbligazioni legate a fattori ESG è in continua espansione grazie alla crescente trasparenza garantita dall'evoluzione della regolamentazione che ha alimentato la domanda da parte degli investitori.

Fig.4.1: ESG Bonds – Evoluzione.



Fonte: Borsa Italiana.

L'aumento del numero degli emittenti ha ampliato l'universo investibile, ha creato opportunità di diversificazione settoriale e geografica a livello di emittenti e ha aumentato la liquidità dello strumento. La resilienza mostrata da questi strumenti nei periodi di crisi ha supportato l'appetibilità degli stessi. Come per qualsiasi altro tipo di strumento finanziario, è importante per chi investe in emissioni sostenibili capire le implicazioni in termini di rischio e di rendimento del prodotto in cui investe. Tali strumenti rispondono all'esigenza di impostare politiche di investimento che minimizzino i rischi ESG del portafoglio. Alle considerazioni di opportunità economica offerte nella gestione di portafoglio si aggiunge la dimensione etica di finanziamento di iniziative ad impatto sociale ed ambientale che soddisfa il crescente desiderio degli investitori di rendere "più

ecologici” i propri portafogli e di influire positivamente sul cambiamento. Le obbligazioni legate ai fattori ESG appaiono quindi come un modo efficace ed efficiente per migliorare l’impatto sociale esercitato dalle proprie scelte di allocazione del capitale senza rinunciare ai rendimenti¹⁷².

4.1.1 Le linee guida dell’ICMA

I bond di sostenibilità sono fondi impegnati in una combinazione di progetti a impatto sociale e verde. Questi progetti possono anche essere allineati agli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile delle Nazioni Unite¹⁷³ (SDG). Secondo le Linee Guida sui Bond di Sostenibilità dell’ICMA, i bond di sostenibilità sono qualsiasi tipo di strumento obbligazionario in cui i proventi saranno esclusivamente destinati a finanziare una combinazione di progetti verdi e sociali¹⁷⁴. Sono allineati sia ai Principi dei Bond Verdi che ai Principi dei Bond Sociali (International Capital Markets Association, 2021)¹⁷⁵. Per quanto riguarda le altre forme di strumenti verdi, l’uso dei proventi è certificato da terze parti indipendenti come l’International Capital Markets Association (ICMA).

The International Capital Market Association (ICMA) è un’organizzazione no-profit con sede a Zurigo, in Svizzera, che rappresenta 600 membri tra gestori di asset, intermediari finanziari ed emittenti, operanti in 64 giurisdizioni in tutto il mondo (International Capital Market Association, 2022). ICMA rappresenta il principale riferimento normativo per gli emittenti di bond verdi, poiché fornisce e periodicamente rivede i cosiddetti Principi dei Bond Verdi (GBP). Si tratta di un insieme di linee guida volontarie il cui obiettivo è promuovere il ruolo dell’emissione globale di debito nel finanziare il progresso verso la responsabilità ambientale e sociale, chiarificando l’approccio per l’emissione dei bond verdi (International Capital Markets Association, 2021). Le linee guida dei GBP forniscono un chiaro quadro per favorire la trasparenza del ricorso al debito e dell’uso dei proventi, e per accompagnare gli emittenti nel processo di accesso al mercato del capitale e nell’attrarre investimenti. Esse aumentano anche la consapevolezza sull’importanza

¹⁷²Green, Social & Sustainable Bonds: The market experience. https://www.borsaitaliana.it/finanza-sostenibile/statistiche/statistiche-green-e-social-bond/aprile-2024_pdf.htm

¹⁷³ <https://unric.org/it/agenda-2030/>

¹⁷⁴ https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Translations/2018/Italian-SBG_2018-06.pdf

¹⁷⁵ https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2022-updates/GSS-Bond-Index-Supporting-Paper_June-2022-280622.pdf

delle preoccupazioni ambientali e sociali tra i partecipanti al mercato, che alla fine sono responsabili dell'allocazione degli investimenti verso progetti sostenibili. La trasparenza è cruciale sia per l'emittente che per l'investitore: consente al primo di ottenere un accesso più facile al capitale essendo più informativo sull'uso dei proventi; permette al secondo di ottenere informazioni sulle aziende desiderose di impegnarsi in progetti sostenibili. I GBP forniscono inoltre categorie generali e di alto livello per i progetti verdi ammissibili, considerando lo stato attuale dell'economia e le principali preoccupazioni in materia sociale e ambientale. I GBP sono di natura collaborativa nel senso che si basano sui contributi dei Membri e degli Osservatori, nonché sulla più ampia comunità di stakeholder. I Membri sono quelle organizzazioni che hanno emesso, sottoscritto o collocato un Bond Verde, un Bond Sociale, un Bond di Sostenibilità o altri strumenti finanziari correlati sul mercato. Gli Osservatori sono istituzioni attive nel campo della finanza sostenibile ma che non si qualificano come Membri, come università, consulenti, revisori e ONG (ICMA, s.d.). Ecco l'attuale elenco dei Membri e degli Osservatori italiani dei Principi dei Bond Verdi dell'ICMA:

Tabella 4.2: ICMA Green Bond Principles, membri ed osservatori italiani.

Università di Bologna	Università	Osservatore
BDO Italia spa	Recensore esterno	Osservatore
Bilanciarsi Value Srls	Service provider	Osservatore
Enel spa	Corporate	Membro emittente
Ferrovie dello Stato	Corporate	Membro emittente
GSE spa	Service provider	Osservatore
Intesa Sanpaolo spa	Banca	Membro emittente
Mediobanca spa	Banca	Membro emittente
MPS Capital Services spa	Banca	Membro sottoscrittore

Fonte: ICMA. <https://www.icmagroup.org>

I Principi delle Obbligazioni Verdi forniscono quattro componenti fondamentali come linee guida per i partecipanti al mercato interessati all'emissione di obbligazioni verdi:

1. *Utilizzo dei proventi*: ogni emissione dovrebbe essere accompagnata da documentazione legale che descrive l'utilizzo dei proventi per progetti ammissibili. In caso di una miscela tra il finanziamento di un nuovo

progetto o il rifinanziamento di uno esistente, il documento dovrebbe contenere almeno una stima della quota di finanziamento e rifinanziamento, così come quali investimenti verranno rifinanziati. I GBP stabiliscono chiaramente alcune ampie categorie di investimenti verdi ammissibili come l'adattamento ai cambiamenti climatici, la prevenzione e il controllo dell'inquinamento, la conservazione della biodiversità, la gestione delle risorse naturali e la mitigazione dei cambiamenti climatici. Questa componente fornisce anche i tipi più comuni di categorie di investimento come indicazione generale per gli emittenti da seguire. Si noti che i progetti verdi possono includere asset, investimenti e relative spese (ad esempio, ricerca e sviluppo). I progetti verdi ammissibili includono:

- a) Energia rinnovabile;
- b) Efficienza energetica;
- c) Prevenzione e controllo dell'inquinamento;
- d) Gestione ambientalmente sostenibile delle risorse naturali viventi e dell'uso del territorio;
- e) Biodiversità terrestre e acquatica;
- f) Trasporti puliti;
- g) Gestione sostenibile dell'acqua e delle acque reflue;
- h) Adattamento ai cambiamenti climatici;
- i) Prodotti, tecnologie di produzione e processi adattati all'economia circolare;
- j) Edifici ecologici.

2. *Processo di valutazione e selezione del progetto*: l'emittente dovrebbe compiere i passaggi necessari per comunicare chiaramente agli investitori gli obiettivi del progetto e la logica secondo cui il progetto rientra nelle linee guida del GBP, insieme a qualsiasi documentazione di supporto con cui l'emittente identifica potenziali rischi sociali ed ambientali. L'emittente dovrebbe inoltre fornire informazioni su come i progetti finanziati si allineano con gli obiettivi aziendali generali e la strategia di crescita

sostenibile a lungo termine e con tutte le tassonomie ufficiali o basate sul mercato rilevanti per il progetto.

3. *Gestione dei proventi*: i proventi dovrebbero essere destinati ad un apposito conto separato o sub-portfolio in modo che l'emittente possa tracciare l'importo esatto raccolto che verrà utilizzato per finanziare il progetto verde. Inoltre, in caso di proventi non assegnati, l'emittente dovrebbe indicare chiaramente il tipo di collocazione temporanea prevista. I proventi possono essere gestiti per obbligazione (approccio obbligazionario per obbligazione) o aggregati per più titoli (approccio portafoglio). Il GBP consiglia inoltre l'adozione di un revisore esterno per valutare l'uso trasparente e appropriato dei proventi.
4. *Reporting*: gli emittenti dovrebbero mantenere informazioni aggiornate sui proventi e rinnovarle annualmente per garantire trasparenza agli investimenti. La relazione annuale deve includere l'elenco dei progetti insieme all'importo allocato per ciascuno e le prestazioni stimate. In caso di informazioni riservate (ad esempio, considerazioni competitive o accordi commerciali), si consiglia di fare riferimento alle informazioni raccomandate in modo generico o su base aggregata. L'impatto degli investimenti dovrebbe essere determinato da indicatori appropriati che devono anche essere divulgate nella documentazione annuale.

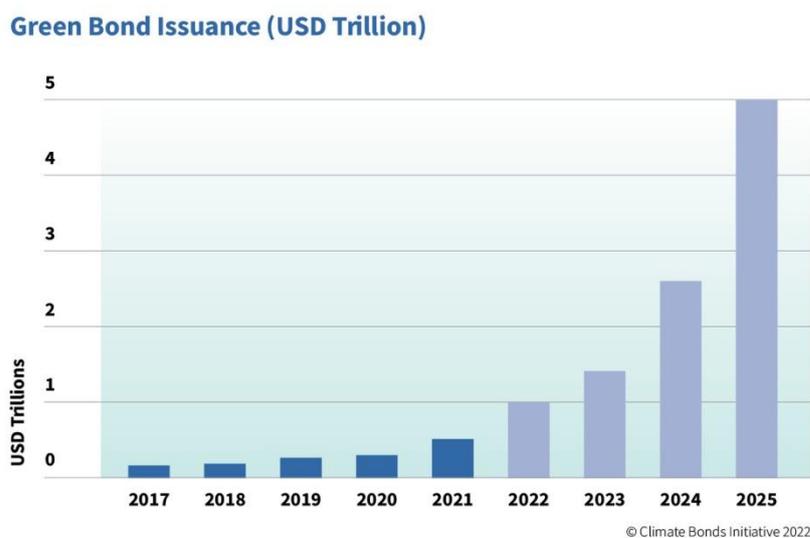
L'allineamento ai quattro componenti principali dei GBP¹⁷⁶ dovrebbe essere reso disponibile nei documenti resi facilmente accessibili agli investitori. L'emittente dovrebbe inoltre divulgare la strategia a livello aziendale in cui il progetto trova la sua declinazione, anche rispetto ai cinque obiettivi ambientali sopra menzionati. La revisione esterna è altamente raccomandata dall'ICMA per garantire la qualità dell'emissione di bond verdi.

Anche se volontari e non vincolanti legalmente, i Principi delle Obbligazioni Verdi (e l'ICMA nel complesso) rappresentano un solido alleato per le aziende che desiderano entrare nel complesso e redditizio mondo degli strumenti green, fornendo linee guida chiare che alla fine beneficiano sia degli emittenti che degli investitori.

¹⁷⁶https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Translations/2018/Italian-GBP_201806.pdf

La crescente offerta sul mercato sta riducendo le barriere e agevolando il passaggio dalle obbligazioni tradizionali a quelle sostenibili. Al 30 settembre 2022, il valore totale di obbligazioni verdi, sociali, di sostenibilità, legate alla sostenibilità (SLB) e di transizione (GSS+) acquisite dalla Climate Bonds Initiative avevano superato i 3.500 miliardi di dollari.

Fig.4.3: Green Bond Issuance

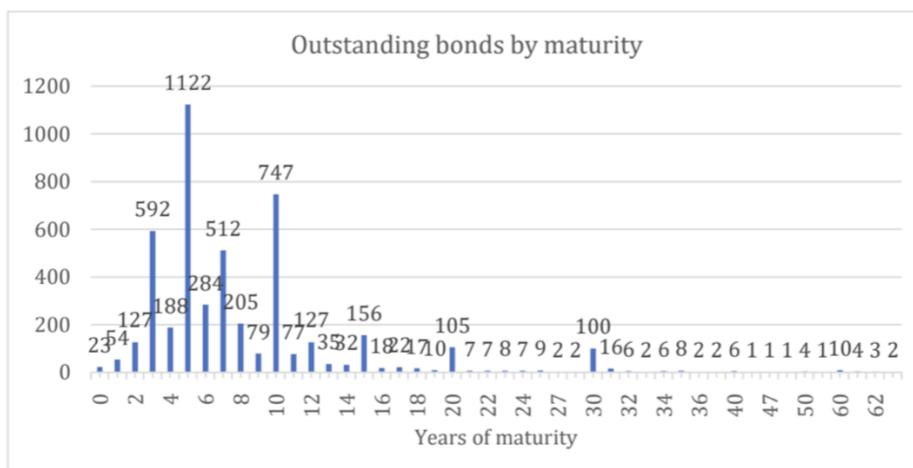


Fonte: Climate Bonds Initiative

Secondo i dati pubblicati da “Association for Financial Markets in Europe” (AFME) le emissioni di obbligazioni European ESG¹⁷⁷, sustainablelinked e transition bond sono cresciute dal 2020 al terzo trimestre 2022 seppur si stia registrato una riduzione del 13% nel corso dell’ultimo anno. Un trend simile è registrato con le emissioni di prestiti Europeansustainabilitylinked e Green linked. A fronte di una crescita delle emissioni dal 2020 al terzo trimestre del 2022 si registra un lieve calo (pari all’8%) nel corso dell’ultimo anno.

¹⁷⁷<https://www.afme.eu/Portals/0/DispatchFeaturedImages/ESG%20Finance%20Report%201Q24%20v2.pdf>

Fig.4.4: Bond in circolazione per scadenza.



Fonte: ESG News

4.1.2 Il vantaggio delle opportunità di diversificazione

La natura sempre più diversificata del mercato delle emissioni obbligazionarie sostenibili rappresenta un fattore a sostegno della crescita, andando incontro alle esigenze di diversificazione degli investimenti. Le obbligazioni green possono essere emesse da aziende con caratteristiche di corporate bond con obiettivi green, oppure da organismi sovranazionali, come la Banca Europea degli Investimenti¹⁷⁸ (BEI), e dai singoli Stati.

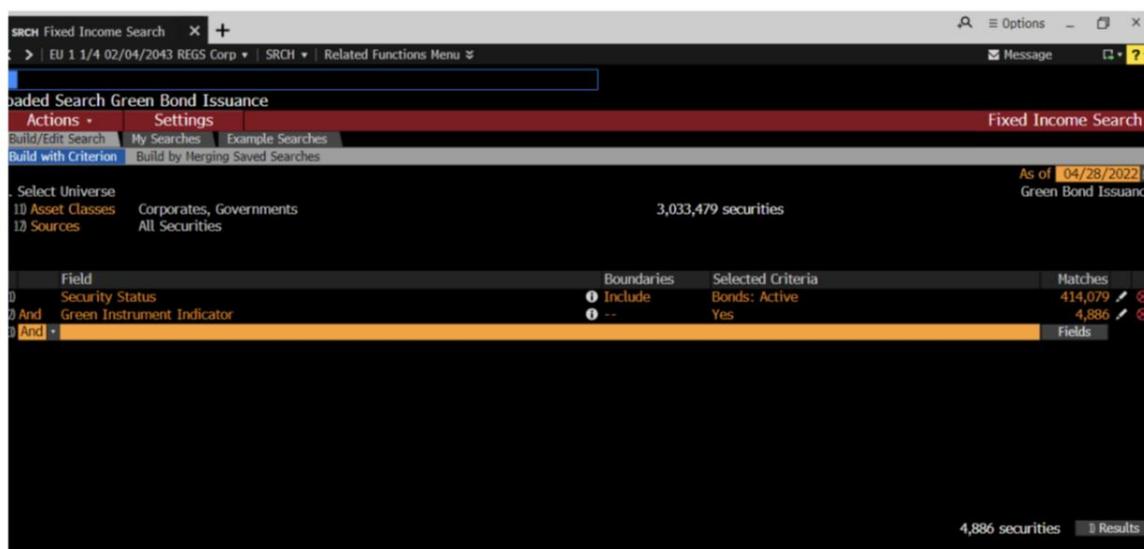
Il primo green bond al mondo è stato emesso sul mercato dalla BEI il 4 luglio 2007. Il primo stato ad emettere un'obbligazione green è stata la Polonia che nel 2016 ha lanciato un'emissione verde da 750 milioni di euro. In Italia la prima obbligazione verde è stata lanciata nel 2014 dalla multiutility Hera¹⁷⁹: un decennale da 500 milioni di euro. Al fine di illustrare la situazione attuale del mercato globale delle obbligazioni si è attinto al terminale Bloomberg. Per ottenere i dati, è stata utilizzata la ricerca sui titoli di stato fisso di Bloomberg per recuperare tutti i titoli, sia obbligazionari aziendali che

¹⁷⁸ La Banca europea per gli investimenti o BEI è l'istituzione finanziaria dell'Unione europea creata nel 1957 e ufficialmente fondata nell'anno seguente, con il Trattato di Roma, per il finanziamento degli investimenti atti a sostenere gli obiettivi politici dell'Unione.

¹⁷⁹ Il Gruppo Hera è dal 2002 la prima realtà italiana di aggregazione di aziende municipalizzate che, con un approccio multi-business, gestisce la fornitura di servizi energetici ed ambientali a cittadini e imprese. Quotata in borsa dal 2003.

governativi. È stato applicato l'indicatore degli strumenti verdi al fine di considerare gli strumenti di reddito fisso il cui ricavato netto sarà destinato a progetti o attività verdi che promuovono la mitigazione o l'adattamento ai cambiamenti climatici, o altri scopi di sostenibilità ambientale. L'altro filtro applicato è il filtro di stato per selezionare tutte le obbligazioni attualmente attive (cioè in circolazione). La ricerca sui titoli di stato fisso è visualizzata nell'immagine qui sotto. La ricerca ha restituito un totale di 4822 titoli rappresentanti 1,5 trilioni di USD di debito emesso.

Fig.4.5: Bloomberg fixedincome per raccogliere dati sui titoli di debito verde in circolazione a livello globale



Fonte: Bloomberg

Un primo sguardo alle prestazioni del mercato dei bond verdi può essere osservato guardando il grafico a serie temporali dell'Indice Globale dei Bond Verdi Bloomberg MSCI, che sin dalla sua creazione nel gennaio del 2014 tiene traccia dei principali titoli del mercato dei bond verdi. Comprende 960 strumenti che rappresentano un totale di 852 miliardi di USD di debito in circolazione con rating di grado d'investimento (Baa3/BBB-/BBB- o superiore).

Fig. 4.6: Bloomberg MSCI Green Bond index price chart.



Fonte: Bloomberg

Innanzitutto, possiamo osservare intuitivamente che gli emittenti corporate dominano con l'88% degli emittenti (cioè, 4265 sul totale). La composizione degli emittenti ha tre componenti principali, che sono banche, istituti finanziari e industriali con circa il 20% ciascuno. Troviamo poi le aziende di servizi pubblici energetici con il 13% degli emittenti, le sovranazionali con il 6% e le altre categorie con quote minori.

Fig.4.7: Divisione degli emittenti: governo vs impresa

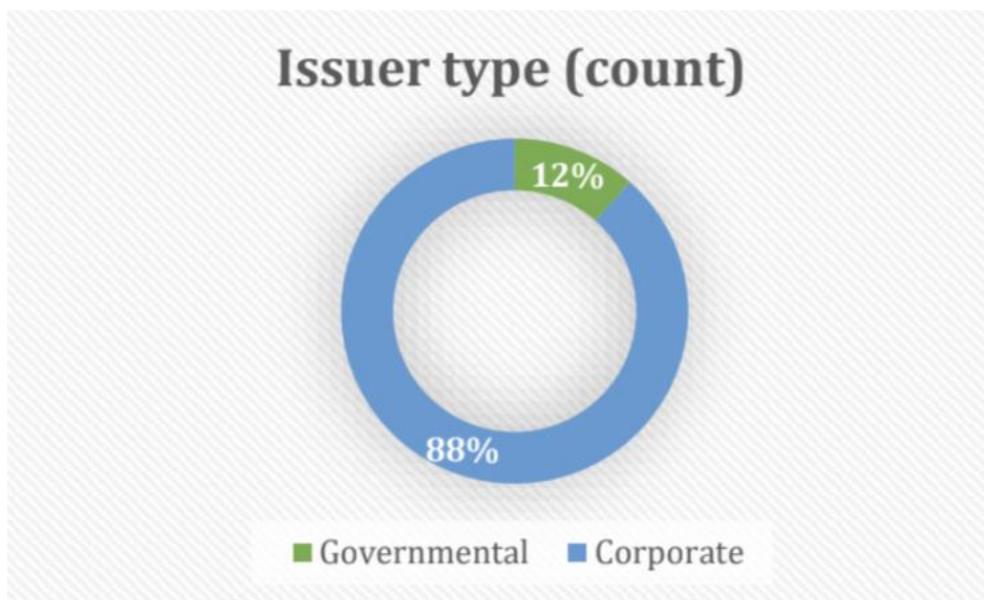
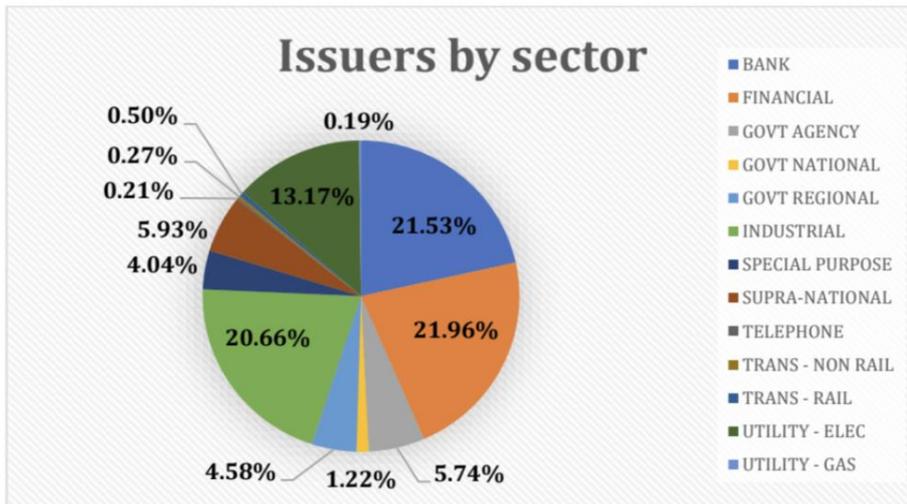


Fig.4.8: Emittenti per settore.



Gli importi in circolazione sono distribuiti più equamente, con le banche che rappresentano la categoria principale di emissione, seguite da industriali, istituti finanziari, servizi pubblici (elettrici) e emissione nazionale con il 13% del totale. Le emissioni governative (comprendenti agenzie, nazionali, regionali e sovranazionali) rappresentano il 32% del debito totale emesso con 502 miliardi di USD. Di seguito è illustrata la suddivisione degli emittenti e i volumi.

Fig. 4.9: Emittenti per volumi.

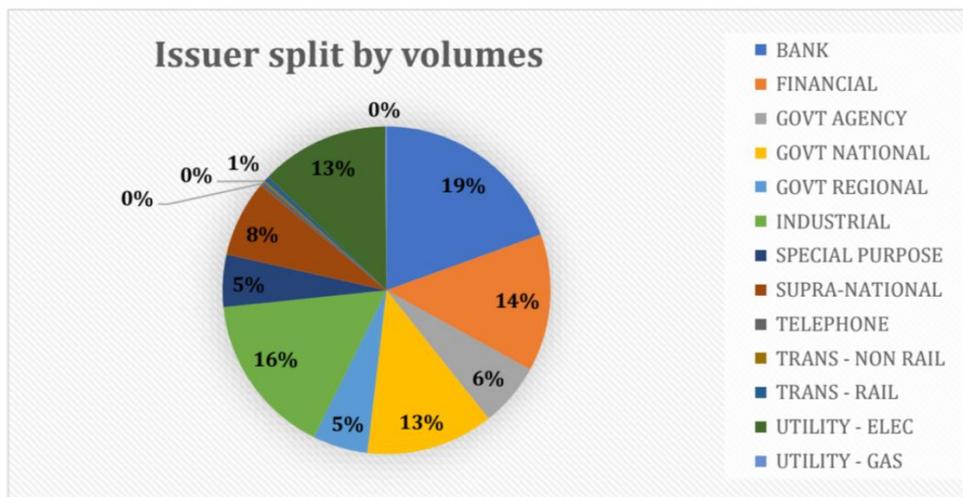
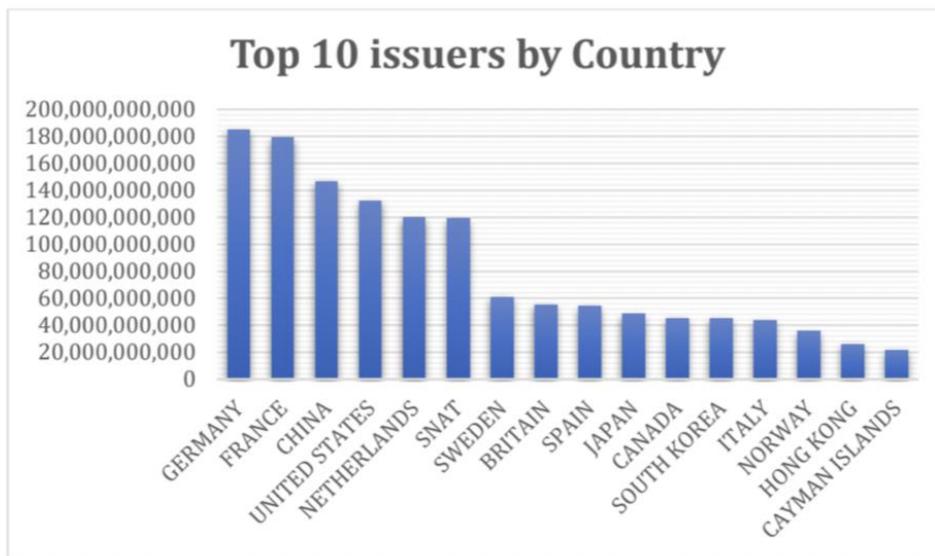


Tabella n.4.10: Debito emesso per settore in USD.

Settore	Emittente USD
Banca	307.739.245.983
Industria	253.806.337.789
Finanziario	214.200.368.553
Utenze-elett.	200.876.721.402
Governo	198.402.637.492
Sopra-nazionale	119.137.726.852
Agenzia del governo	99.397.146.284
Governo regionale	85.699.460.357
Scopo speciale	81.682.231.693
Trans-ferroviario	7.715.132.194
Telefonia	7.165.025.000
Trans-non ferroviario	2.473.475.000
Utenze-gas	2.010.151.700

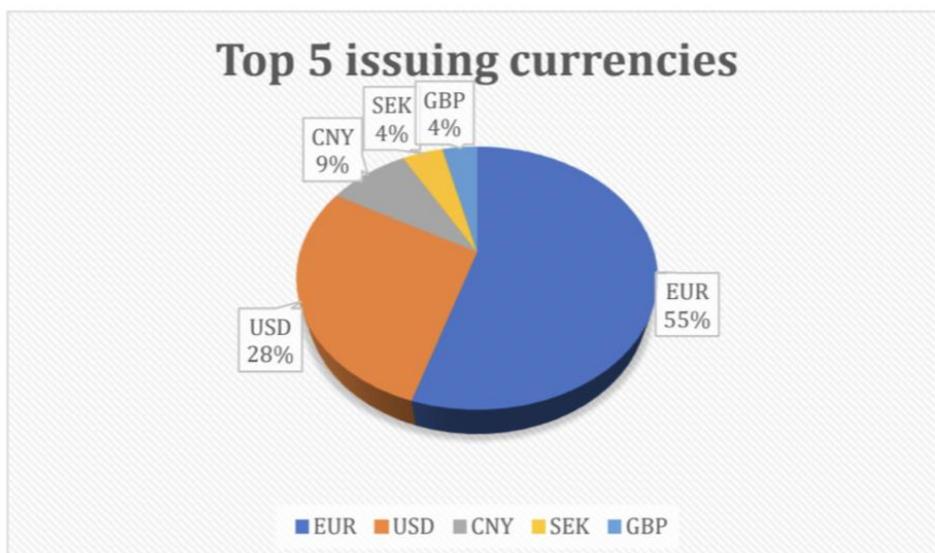
Passando alla regione di emissione, la Germania rappresenta l'importo più elevato con 185 miliardi di USD, seguita da Francia, Cina e Stati Uniti. L'Italia si posiziona al 13° posto con i BTP - Buoni Poliennali del Tesoro che rappresentano la quota più consistente con 16 miliardi di USD. Il Paese 'SNAT' raccoglie entità sovranazionali internazionali come la Banca Europea per gli Investimenti o la Banca Asiatica di Sviluppo. È interessante notare che questa nazione immaginaria si colloca al sesto posto con 120 miliardi di USD in emissioni verdi.

Fig.4.11: Primi 15 paesi emittenti per importo emesso in USD. SNAT indica l'insieme degli enti sovranazionali.



Come previsto, la valuta euro domina le emissioni di bond verdi con il 55% dei volumi, seguita dal dollaro statunitense e lo Yuan cinese. La corona svedese, con un controvalore di 61 miliardi di USD, rappresenta 8 miliardi di USD in più rispetto alla sterlina britannica.

Fig.4.12: Prime 5 valute emittenti per importo emesso.



Guardando ai volumi e al numero di titoli in circolazione emessi per anno, possiamo chiaramente vedere la crescita esponenziale del mercato dei bond verdi. Anche se l'analisi viene effettuata su bond ancora in circolazione e anche se molti titoli non sono considerati

a causa della loro scadenza, possiamo notare un significativo aumento iniziato tra il 2015 e il 2016. La crescita esponenziale è continuata fino al 2021 e il basso livello del 2022 è semplicemente una conseguenza del fatto di avere solo i dati del primo trimestre. Faccio notare che non ci sono titoli emessi durante il 2011 che sono ancora in circolazione.

Fig.4.13: Volumi di emissione di green bond in circolazione per anno (in USD).

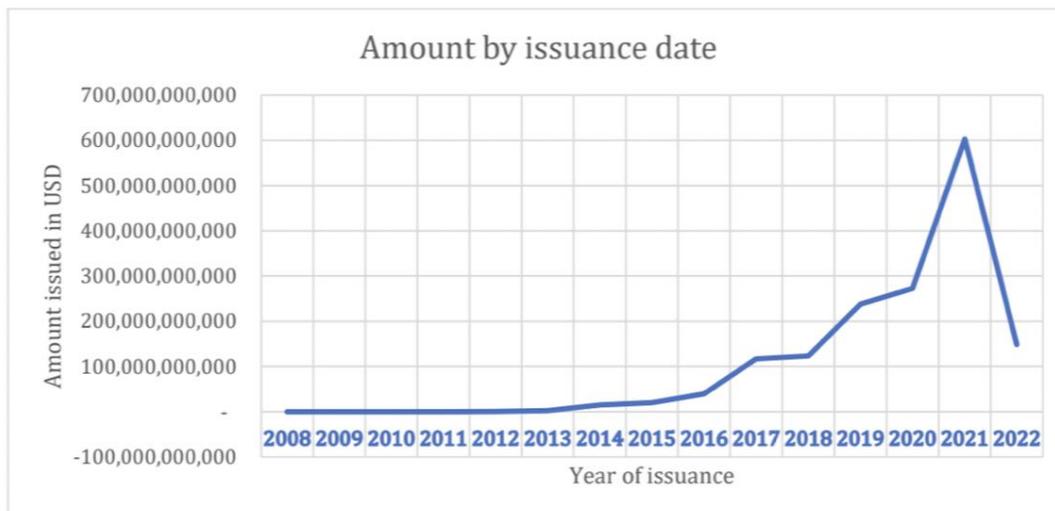
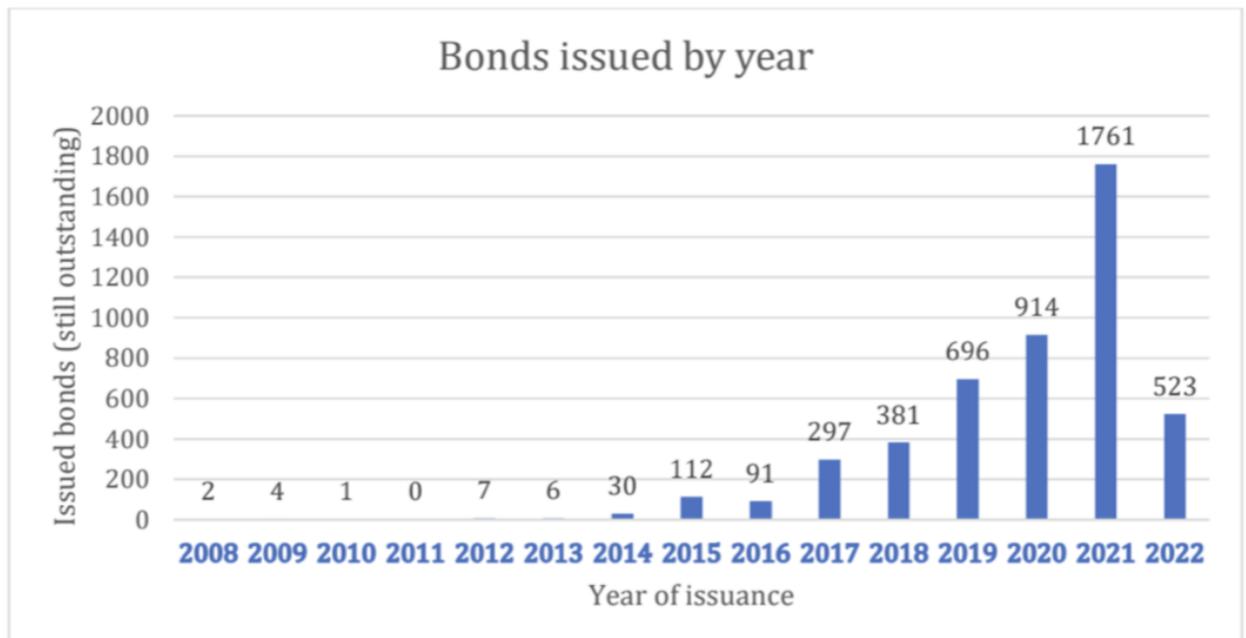


Fig.4.14: Numero di titoli ancora in circolazione per anno di emissione.



Successivamente, è stata ottenuta la scadenza per ciascun titolo e i risultati sono mostrati di seguito. Sono stati rimossi 73 bond poiché mancavano le date di emissione o di

scadenza o avevano scadenze errate (ad esempio, 1000 anni). La scadenza media dei bond verdi ancora in circolazione è di 8,35 anni. Il maggior numero di bond (1122) ha scadenza a 5 e 10 anni (747). La scadenza più lunga (62 anni) è registrata dalla società di servizi pubblici svedese Vattenfall AB con 757 miliardi di USD emessi nel 2021 e con scadenza nel 2083.

4.1.3 *Il profilo rischio-rendimento*

I green bonds hanno la stessa seniority di altre obbligazioni dell'emittente, a parità di struttura. In termini di analisi dei fondamentali del credito, il rischio di credito si situa a livello dell'emittente ed è quindi esattamente lo stesso per i green bonds e per quelli convenzionali. L'analisi dei rendimenti storici condotta su indici obbligazionari green e tradizionali comparabili mostra che le due asset class hanno avuto nel recente passato un profilo di rischio-rendimento simile. In particolare, dal confronto tra il Bloomberg Barclays MSCI Global Green Bond ed il Bloomberg Barclays MSCI Global Bond, entrambi a cambio coperto, emerge nel periodo 2018-2021 l'indice green ha avuto un ritorno medio mensile di circa 4 bps superiore all'omologo benchmark tradizionale, ma con una più alta volatilità. Il raffronto tra il rendimento e la volatilità, mostra che il ritorno aggiustato per il rischio è analogo, con un rendimento leggermente superiore per il benchmark non-green.

La sfida di uno sviluppo sostenibile e socialmente equo dell'economia conferisce ai fattori ESG un ruolo sempre più importante nel valutare opportunità e rischi di investimenti. La concentrazione di una parte del portafoglio in strumenti costruiti nel rispetto di standard ESG fornisce una protezione naturale alla sfida della transizione green dell'economia.

4.1.4 *Il rischio greenwashing*

Nelle scelte di investimento deve essere tenuto presente il rischio di incorrere in casi di “greenwashing”, ovvero della possibilità che vengano emesse obbligazioni etichettate come sostenibili che in realtà non hanno un reale orientamento al rispetto dell'ambiente o del sociale, bensì hanno scopi puramente finanziari o di miglioramento reputazionale dell'emittente con un “ambientalismo di facciata”.

Il termine Greenwashing è stato foggato per la prima volta nel 1986 da un ambientalista, Jay Westervelt. Egli pubblicò un saggio sull'industria dell'ospitalità in merito alle sue pratiche per promuovere il riutilizzo degli asciugamani. Delmas e Burbano¹⁸⁰ hanno descritto il fenomeno del greenwashing come la combinazione di due comportamenti principali simultanei: omettere volontariamente informazioni negative relative alle prestazioni ambientali dell'azienda ed esporre, invece, quelle relative alle prestazioni positive. Questo duplice comportamento può essere definito come divulgazione selettiva e lo scopo di chi lo mette in pratica risulta evidente: creare un'immagine aziendale eccessivamente positiva oppure ingannare il consumatore in merito ai benefici ambientali di un prodotto o servizio. Un esempio di greenwashing a livello di prodotto/servizio è stata l'assegnazione impropria dell'etichetta ecologica di efficienza energetica Energy Star ai frigoriferi LG. Difatti, è stato in seguito rivelato che 10 modelli di frigoriferi LG non erano affatto efficienti dal punto di vista energetico per essere certificati. Il greenwashing rappresenta sostanzialmente il reale divario che esiste tra azioni sociali d'impresa "simboliche" e "sostanziali". Molte aziende hanno, infatti, una performance CSR negativa, ma adottano comportamenti "simbolici" di tutela ambientale al solo scopo di alleviare le pressioni e le incertezze dell'opinione pubblica e a mantenere la legittimità aziendale. Sono identificabili due forme di greenwashing: il Claim greenwashing e l'Executionalgreenwashing. Il primo è greenwashing a livello di prodotto/servizio e utilizza argomentazioni testuali che fanno esplicitamente o implicitamente riferimento ai benefici ecologici di un prodotto o di un servizio per creare una rivendicazione ambientale fuorviante. Kangun, Carlson and Grove¹⁸¹ hanno distinto tre tipologie di pubblicità greenwashing che ricadono in questa definizione:

¹⁸⁰ M. A. Delmas e V. C. Burbano. «The Drivers of Greenwashing». In: California Management Review 54.1 (ott. 2011),

¹⁸¹ N. Kangun, L. Carlson e S. J. Grove. «Environmental Advertising Claims: A Preliminary Investigation». In: Journal of Public Policy Marketing 10.2 (set. 1991),

1. quelle che impiegano affermazioni false;
2. quelle che omettono informazioni importanti che potrebbero aiutare a valutare la sincerità dell'affermazione;
3. quelle che impiegano termini vaghi o ambigui.

La seconda tipologia, descritta da Parguel e altri¹⁸² è una strategia di greenwashing che non utilizza alcun tipo di claim descritto in precedenza, ma suggerisce elementi che evocano la natura, come immagini che utilizzano colori (ad esempio, verde, blu) o suoni (ad esempio, mare, uccelli). Questi elementi evocativi della natura, intenzionalmente o meno, possono indurre una falsa percezione dell'ecologia del marchio. I risultati empirici hanno, infatti, mostrato che la presenza dei suddetti elementi esecutivi pubblicitari genera percezioni più elevate dell'ecologia della marca solo tra i consumatori non esperti, mentre i consumatori esperti non sono stati influenzati in modo significativo.

Per ridurre tale rischio saranno necessari ulteriori progressi nella standardizzazione e nella regolamentazione, come una più diffusa adesione ai Green Bond Principles dell'International Capital Market Association e ai Green Bond Standards dell'Unione Europea, legati alla tassonomia delle attività economiche, che migliorino la trasparenza e conseguentemente la credibilità dello strumento. L'ESMA (Autorità europea per gli strumenti ed i mercati finanziari), con la pubblicazione della "Sustainable Finance Roadmap 2022-2024", ha esplicitamente annoverato tra le sue priorità la lotta al fenomeno del "greenwashing" e la promozione della trasparenza comunicativa.

4.2 Il caso Gruppo Hera S.p.a.

Questo gruppo ha per primo emesso Green Bond in Italia nel 2014. Il gruppo Hera S.p.a. è una local multiutilities italiana che opera nelle regioni di Emilia-Romagna, Friuli-Venezia Giulia, Marche, Toscana e Veneto. È nata nel 2002 dall'aggregazione di 11 aziende municipalizzate emiliano-romagnole, poi, nel tempo, sono state incorporate nel Gruppo altre società appartenenti agli stessi ambiti. Nel 2003 Hera si è quotata in Borsa e nel 2019 è entrata a far parte del FTSE MIB, il principale indice di Borsa Italiana che include i 40 maggiori titoli di Piazza Affari. Hera opera nei settori ambiente, effettuando

¹⁸²B. Parguel, F. Benoit-Moreau e C. A. Russell. «Can evoking nature in advertising mislead consumers? The power of 'executional greenwashing'». In: International Journal of Advertising 34.1 (gen. 2015)

attività di gestione dei rifiuti; in quello idrico, occupandosi dell'acquedotto, delle fognature e della depurazione delle acque; nell'ambito energetico, distribuendo e vendendo energia elettrica, gas e servizi energia; inoltre, si occupa di illuminazione pubblica e dei servizi di telecomunicazione. Attualmente Hera soddisfa i bisogni di 4,3 milioni di cittadini in 330 comuni, attraverso il lavoro di oltre 9.000 dipendenti, costituendo una delle maggiori multiutility nazionali. Il Gruppo in Italia è leader nel trattamento dei rifiuti e si colloca come seconda impresa per gas venduto e acqua fatturata; il raggiungimento di questi buoni risultati è merito della crescita costante ed equilibrata dell'impresa¹⁸³. La mission del gruppo afferma che: "Hera vuole essere la migliore multiutility italiana per i suoi clienti, lavoratori ed azionisti, attraverso l'ulteriore sviluppo di un originale modello di impresa capace di innovazione e di forte radicamento territoriale, nel rispetto dell'ambiente"¹⁸⁴. Si tratta di una forte manifestazione dell'interesse che Hera ha verso gli stakeholder e verso una governance più sostenibile. Oltre a citare la mission, nel sito del gruppo vengono elencati i maggiori stakeholder cui la mission si riferisce e gli obiettivi che si vuole perseguire per riuscire ad essere la migliore multiutility. Il percorso per costruire la mission è da prendere come esempio; infatti, sono stati coinvolti anche i lavoratori attraverso alcuni focus group e con la distribuzione di un questionario, inoltre hanno partecipato al processo anche 15 sindaci dei Comuni soci di Hera attraverso delle interviste. Questo percorso di ridefinizione della missione e dei valori aziendali è stato predisposto nel 2005, e ciò ha dato la spinta alla nascita del nuovo Codice Etico che è stato approvato nel 2007 ed è stato portato a conoscenza di tutta la popolazione aziendale attraverso un percorso di formazione durato circa un anno e che ha coinvolto tutti i lavoratori del Gruppo. Hera opera in vari ambiti molto diversi fra loro, ma le attività sono accomunate da uno stesso obiettivo, ossia quello di migliorarsi e di innovarsi continuamente: dal monitoraggio delle reti alla progettazione dei grandi impianti, dall'analisi di laboratori ai servizi tecnici, il Gruppo Hera utilizza strumenti e risorse di ultima generazione per garantire la massima qualità, sicurezza e cura del cliente e dei lavoratori. Hera è risultata la prima tra le società che, nel 2022,

¹⁸³Bisio L. (2015), Comunicazione aziendale di sostenibilità socio-ambientale, Giappichelli, Torino

¹⁸⁴GRUPPO HERA SPA (2018), Bilancio di sostenibilità 2018, Dichiarazione consolidata di carattere non finanziario, https://www.gruppohera.it/binary/hr_gruppo/download_center/GruppoHera_bilancio_di_sostenibilita_2018_DNF.1554727768.pdf

hanno superato il “test” dell’Integrated Governance Index (IGI)¹⁸⁵, l’indice elaborato da ET.group e giunto alla settima edizione che misura l’integrazione della sostenibilità nelle strategie aziendali. Un progetto che ha coinvolto le prime 100 società italiane quotate, le prime 50 società non quotate e industriali della classifica Mediobanca e le società che nel 2021 hanno redatto la Dichiarazione non finanziaria (Decreto legislativo n.254 del 30 dicembre 2016). L’IGI consiste in un indice quantitativo costruito sulla base di un questionario rivolto alle aziende. Complessivamente, è stato sottoposto a circa 300 aziende. A compilarlo sono state in 86 (67 quotate e 19 non quotate) a fronte di 80 nel 2021 e 74 nel 2020. L’indice copre il 62% delle società del Ftse Mib e il 50% delle prime 100 società quotate italiane. La top 3 vede sul podio Hera, Eni e Snam.

Hera è già impegnata da tempo nel green funding: nello scorso 2014 ha infatti emesso il primo Green Bond italiano e nel 2019 si è dotata di un vero e proprio Green Financing Framework (GFF). Al 2021, il 40% dei Bond emessi sono stati relativi all’area ESG, intesi dal Gruppo come strumenti operativi che consentono di proseguire su un cammino di sostenibilità da sempre parte del DNA aziendale. Essi costituiscono l’opportunità di fornire una spinta decisiva alla transizione verso la “green economy”, rispondendo contestualmente alla crescente richiesta della sempre più ampia platea di investitori internazionali orientati alla sostenibilità. Il titolo Hera è compreso negli indici azionari Ftse All Share, Ftse Mib e Ftse Italia Servizi Pubblici e in diversi altri indici di sostenibilità, tra cui i Dow Jones Sustainability Index World e Europe come “Industry Leader”. Il titolo Hera è altresì incluso nell’indice di Borsa italiana “Mib Esg” che si basa sulle valutazioni di Vigeo.

Il rating ufficiale di Hera è stato assegnato dalle due maggiori agenzie di credito specializzate: Moody's e Standard & Poor's.

Tabella n. 4.15: Valutazioni di Moody's e Standard & Poor's

Standard & Poor's
Ultimo aggiornamento: 25 maggio 2023
Lungo termine: BBB+/A-2
Outlook: Stabile

¹⁸⁵ Il concetto di Integrated Governance si fonda sull’evoluzione di pratiche, processi e cultura di governance con lo scopo di combinare tutti i fattori ESG a quelli economici in fase di realizzazione delle strategie, specialmente per quelle rivolte al medio-lungo periodo.

Moody's Ultimo aggiornamento: 27 dicembre 2023

Lungo termine: Baa2

Outlook: Stabile

Fonte: elaborata con dati forniti da Moody's e Standard & Poor's

La valutazione di Moody's si basa sul buon profilo di business che presenta un portafoglio di attività ben bilanciato e sottolinea l'elevata visibilità delle attività regolate, assieme a delle metriche finanziarie solide. Il profilo creditizio di Hera S.p.A. è supportato dalla diversificazione delle attività della società; il suo portafoglio di attività domestiche a basso rischio completamente regolamentate, con limitata esposizione ai prezzi e ai volumi, e sostenute da quadri regolatori solidi e trasparenti; il contributo delle attività quasi regolamentate che sostiene la stabilità dei flussi di cassa; la strategia aziendale di crescita attraverso acquisizioni di piccole e medie dimensioni finanziate principalmente mediante scambio di azioni; e profili finanziari e di liquidità solidi. Questi elementi positivi sono bilanciati dall'esposizione al profilo creditizio del Governo italiano (Baa3 stabile), dato che Hera genera tutti i suoi guadagni a livello domestico. Dal punto di vista finanziario, ci aspettiamo che Hera mantenga il suo attuale solido profilo finanziario.

Standard & Poor's ritiene d'altro canto che, nonostante una significativa e temporanea volatilità del capitale circolante, la redditività di Hera ha resistito alla crisi energetica. L'ultimo Piano industriale riconferma le priorità strategiche dell'azienda: alla crescita contribuisce soprattutto il Waste e le Reti e la posizione corta di Hera nella generazione è compensata dalla stabilità dei risultati delle attività regolate e dalla leadership nel Waste. In passato, la redditività di Hera si è dimostrata resiliente agli sviluppi economici in Italia. Il rating di Hera si attesta un notch sopra il rating sull'Italia.

Il Gruppo Hera anche nel 2021 ha ottenuto da S&P Global, che annualmente valuta le imprese da comprendere negli indici Dow Jones Sustainability Index, il riconoscimento come migliore multiutility al mondo nelle dimensioni Environment, Social e Governance da S&P Global. Nello specifico, per il secondo anno di seguito, Hera è stata inserita sia nell'indice Dow Jones mondiale sia in quello europeo, posizionandosi come la migliore del settore "Multi-utility and water". Hera ha innalzato progressivamente il benchmark di settore raggiungendo un punteggio complessivo di 90/100 (87/100 nel 2020), a fronte di una media di 39/100 all'interno del proprio settore. Le valutazioni ottenute sono state di

92/100 in ambito Environment, 90/100 in Economic and Governance e di 88/100 nel Social. Nel 2021 è stata pubblicata la Esg Evaluation di Hera, ad opera degli analisti di Sustainable Finance di S&P Global Ratings, che fornisce una valutazione delle capacità di gestione efficace di rischi e opportunità ambientali, sociali e di governance. Hera, prima società in Italia ad aver divulgato tale documento, con un punteggio di 81/100, si classifica tra le prime quindici migliori società a livello internazionale.

Fig. 4.16: Rating ESG ottenuti da Hera

LE VALUTAZIONI DELLE SOCIETÀ DI RATING ESG SUL TITOLO HERA

Società	Rating	Commento
S&P Global	81/100 (luglio 2021)	Hera è stata la prima società in Italia ad aver pubblicato la propria Esg Evaluation, dalla quale ha ottenuto un punteggio complessivo di 81/100, risultando tra le prime quindici migliori aziende a livello internazionale valutate da S&P Global Ratings.

LE VALUTAZIONI DELLE SOCIETÀ DI SCORING ESG SUL TITOLO HERA

Società	Score	Commento
S&P Global - Dow Jones Sustainability Index	90 Industry leader (novembre 2021)	Hera ha conseguito un punteggio complessivo di 90/100, un risultato che la posiziona come la migliore nella categoria "Multi and water utilities" a livello globale (39/100 la media del settore). Lo score è migliorato di +3 punti rispetto al 2020. Questo rating è utilizzato per la selezione dei titoli azionari da includere nei Dow Jones Sustainability Indices.
Sustainalytics	18,8 low risk (settembre 2021)	Rating migliorato di +4 punti rispetto al 2019, con inclusione nella classe delle società Outperformer.
Vigeo	Advanced (dicembre 2021)	Hera si è classificata nella categoria Advanced, propedeutica per l'entrata nell'indice di Borsa Italiana 'Mib Esg' che si basa sulle valutazioni effettuate da Vigeo.
Cdp	A- (dicembre 2021)	Rating invariato rispetto al 2020 e migliorato rispetto al 2019 (era B). Hera ottiene valutazione massima (ovvero A) per governance, opportunità legate al cambiamento climatico, iniziative di riduzione delle emissioni e target.
Msci	A (gennaio 2022)	Hera ha confermato il rating A. In particolare lo score evidenzia una forte outperformance nella categoria "Carbon Emissions" con un punteggio di 9,8/10.
ETicaNews - Integrated Governance Index	1° posto globale 1° posto finanza green (giugno 2021)	Hera è risultata prima classificata nella classifica globale e nell'area di indagine sull'integrazione degli Esg nella finanza dell'azienda.
Refinitiv Global Diversity & Inclusion Index	42° posto (settembre 2021)	Hera è la seconda multiutility al mondo nella classifica stilata da Refinitiv sulla promozione della diversità, inclusione e sviluppo delle persone.
Bloomberg Gender Equality Index	80/100 (gennaio 2022)	Hera è stata confermata nell'indice di Bloomberg sulla diversità di genere con un punteggio superiore alla media di settore.

Fonte: gruppohera.it

4.2.1 Le caratteristiche delle emissioni

Le caratteristiche delle emissioni sostenibili del Gruppo Hera sono schematizzate di seguito.

Tab. 4.17.: Emissioni sostenibili di Hera.

Hera S.p.A.							
Green Bond				Sustainability-Linked Bond			
Data	Entità	Durata	Rend.	Data	Entità	Durata	Rend
26/06/2014	500 M€	10 anni	4,36%	13/10/2021	500 M€	12,5 anni	1,077%
26/06/2019	500 M€	8 anni	1,084%				
18/05/2022	500 M€	7 anni	2,639%				

Fonte: Hera S.P.A.

Come già anticipato, la multiutility Hera è responsabile del lancio del primo Green Bond italiano nello scorso 2014: un'emissione obbligazionaria decennale con lo scopo di finanziare o rifinanziare progetti legati alla sostenibilità. Il proposito è quello di contribuire concretamente, attraverso le proprie attività, a una migliore qualità ambientale. L'emissione complessiva è stata di 500 milioni, con rendimento pari a 2,436% e cedola del 2,375%, rimborsabili in 10 anni. In particolare, i fondi raccolti da Hera sono stati impiegati in investimenti già intrapresi o preventivati nel piano industriale al 2017, relativi ai seguenti ambiti:

1. lotta al cambiamento climatico;
2. miglioramento della qualità dell'aria;
3. miglioramento della qualità della depurazione acque;
4. gestione del ciclo rifiuti.

Per quanto riguarda l'area "Lotta al cambiamento climatico", le linee di intervento delineate erano sostanzialmente due: la produzione di energia da fonte rinnovabile attraverso la costruzione di impianti sia fotovoltaici, che per lo sfruttamento del biogas proveniente da discarica e da digestione anaerobica; e la riduzione dei consumi attraverso

il raggiungimento di una maggiore efficienza energetica mediante il teleriscaldamento e lo sviluppo della cogenerazione energetica (produzione contemporanea di energia termica ed elettrica).

I progetti relativi all'area "Miglioramento della qualità dell'aria" erano direzionati al completo rinnovo di cinque impianti di termovalorizzatori del Gruppo, hanno consentito di portare le emissioni degli impianti del Gruppo al 10% della soglia consentita dalla legge (rispetto al 24,6% del 2006). La parte di finanziamenti attribuita al terzo ambito (miglioramento della qualità della depurazione acque) è stata dedicata a mantenere i livelli di efficienza depurativa raggiunti nei territori serviti dal Gruppo Hera e a efficientare progressivamente le performance degli impianti. Gli investimenti legati alla misura "Gestione del ciclo rifiuti" hanno riguardato soprattutto lo sviluppo di strutture e servizi sul territorio a favore di una raccolta differenziata più efficace (ed esempio ulteriori isole ecologiche). Le emissioni non sostenibili della società sono di seguito schematizzate.

Tabella 4.18.: Emissioni comuni di Hera

Hera S.p.A			
Bond			
Data	Entità	Durata	Rendimento
29/01/2013	700 M€	15 anni	5,2%
21/05/2013	68 M€	10 anni	3,6%
06/10/2016	500 M€	10 anni	0,348%

Fonte: grupphera.it

Tutti i Bond, sostenibili o meno, emessi dal Gruppo Hera sono della tipologia Senior e non garantite. In aggiunta, il rating finanziario ad esse assegnato è sempre stato lo stesso dell'emittente, ovvero Baa2 dall'agenzia Moody's (per la quale il punteggio di insolvenza corrisponde a C) e di BBB+ per l'agenzia Standard & Poor's, per la quale "AAA" costituisce il giudizio che indica il massimo grado di solvibilità e il giudizio "D" rappresenta una società insolvente. Per quanto riguarda i Common Bond, il primo del gruppo Hera è stato collocato il 29/01/2013 e il secondo il 21/05/2013. Sebbene le emissioni distino solo pochi mesi una dall'altra, risulta evidente come il rendimento a

scadenza offerto dalla prima (5,2%) sia ben superiore di quello offerto dalla seconda (3,6%). Tale disparità si deve indubbiamente al fatto che il primo Bond è a più lunga scadenza in confronto al secondo (rispettivamente, 15 e 10 anni), ma probabilmente anche alla volontà del Gruppo di voler rendere appetibile agli occhi dei finanziatori la loro prima emissione. Soltanto un anno dopo, il 26/06/2014 il Gruppo Hera ha emesso il suo primo Green Bond, nonché il primo Green Bond italiano in assoluto. Nonostante il rendimento offerto sia stato dello 2,436%, ovvero oltre un punto percentuale al di sotto del comparabile (per rating e scadenza) Common Bond dell'anno precedente, la platea degli investitori si è dimostrata ben più ampia del previsto: gli ordini hanno raggiunto quota 1,7 miliardi di euro (più di 3 volte rispetto all'ammontare di emissione).

Il successo dell'emissione si deve principalmente al suo legame con la sostenibilità; infatti, la domanda è pervenuta per un 69% da investitori, con una prevalenza di asset manager, che hanno tra i loro criteri di investimento quelli "ESG" principalmente residenti fuori dall'Italia (per il 75% circa, con una prevalente provenienza da Francia, Germania e UK).

Per quanto concerne l'andamento sul mercato secondario dei suddetti titoli, per tutti e tre si riscontra un trend mediamente negativo (e quindi un interesse mediamente crescente per tali obbligazioni sul mercato secondario) fino ad inizio 2022, da cui si è verificata una crescita netta con picchi di rendimento anche oltre il 5%, compatibile con l'anomalo aumento dei tassi di interesse del mercato obbligazionario di quest'anno. Il conflitto bellico in Ucraina ha, infatti, esacerbato il rialzo generalizzato del prezzo delle materie prime già in atto dopo le riaperture post pandemia, generando ulteriori pressioni inflazionistiche. Per contrastare un caro-prezzi così elevato, le banche centrali hanno alzato a più riprese i tassi di interesse di riferimento nel corso dell'anno, la Banca centrale europea li ha innalzati di 250 punti base (2,5%). 2022 a parte, per il Green Bond del 2014 e per il Common Bond emesso il 29/01/2013, si rileva un andamento dei rendimenti quasi sovrapponibile nel periodo compreso tra Gennaio 2015 e Gennaio 2022, segnale di una domanda pienamente soggetta alle fluttuazioni dei tassi d'interesse di riferimento. Nel suddetto periodo il rendimento del Green Bond ha oscillato tra un massimo di 2,3% ad un minimo del -0,5%, mentre il comparabile Common Bond del 2013 tra un massimo del 2,70% a un minimo dello 0%. Il Gruppo Hera, volendo continuare a essere un punto di riferimento per la finanza sostenibile in Italia, a 5 anni dall'emissione del primo Green

Bond nel nostro Paese, ha lanciato la sua seconda obbligazione "verde" da 500 milioni di euro. Il secondo Green Bond del Gruppo Hera ammonta a 500 milioni di euro in totale, con cedola dello 0,875% e rendimento pari a 1,084%, rimborsabili in 8 anni. La domanda è stata pari a sette volte l'offerta e l'operazione ha visto una notevole partecipazione di investitori principalmente green e sustainable provenienti da Francia, Germania, Gran Bretagna e Olanda). I fondi raccolti sono stati impiegati per finanziare o rifinanziare diversi progetti, già realizzati o anticipati nel Piano industriale al 2022, articolati nei seguenti 3 ambiti: 1. efficienza energetica (che risponde agli SDGs 7 e 13): installazione di contatori smart, sviluppo di reti di teleriscaldamento, progetti nel campo dell'illuminazione pubblica); 2. gestione sostenibile dei rifiuti ed economia circolare (in accordo con l'SDG 12): estensione di sistemi di tariffazione puntuale, progetti innovativi nei sistemi di raccolta dei rifiuti, realizzazione di impianti e strutture per il riuso e il riciclo dei materiali, di impianti per il processamento biologico e chimico dei rifiuti e di impianti per la conversione dei rifiuti in energia, simili a quello di Sant'Agata Bolognese (BO) in cui si produce biometano; 3. infrastrutture idriche (allineato agli SDGs 6 e 14): realizzazione di infrastrutture fognarie e idriche per la resilienza e l'adattamento ai cambiamenti climatici e progetti di gestione delle acque reflue.

Il secondo collocamento Green di Hera è stato realizzato il 26/06/2019 e la forte domanda, pari a sette volte l'offerta, e la qualità degli ordini ricevuti, pervenuti principalmente da investitori internazionali Green e Sustainable hanno permesso di fissare il prezzo a livelli eccellenti. L'obbligazione prevede una cedola dello 0,875%, durata 8 anni e un rendimento a scadenza dell'1,084%. Nell'arco temporale che va da fine 2016 a fine 2020, in cui il tasso di riferimento BCE si è mantenuto stabile allo 0%, il Gruppo Hera ha effettuato altre due emissioni confrontabili con il suo secondo Green Bond. Per il Common Bond emesso dal Gruppo il 06/10/2016 infatti la cedola era stata fissata sempre allo 0,875%, con rendimento leggermente inferiore (0,977%) nonostante l'obbligazione avesse scadenza più lunga (10 anni), e quindi, in teoria un rischio di termine superiore. L'ultimo Common Bond emesso dal Gruppo risale al 01/12/2020 e, pur avendo sempre durata 10 anni, è stato associato al rendimento più basso mai offerto da un'obbligazione del Gruppo, ovvero dello 0,348% (cedola dello 0,25%).

Come si nota dai grafici delle Figure 4.22 e 4.23, il Common Bond emesso nel 2016 e il Green Bond del 2019 nel periodo compreso dal 2019 al 2021 hanno avuto un andamento

molto simile, ovvero rendimenti compresi tra lo 0% e l'1,5%, con oscillazioni praticamente sovrapponibili e direttamente riconducibili, quindi a quelle dei tassi di riferimento. Per queste due obbligazioni è stato riscontrato un simile e progressivo aumento dei rendimenti nel corso del 2022, da circa 0% a circa 4% tra gennaio ed ottobre 2022, dovuto all'innalzamento del tasso di riferimento BCE, che ha fatto gradualmente calare l'interesse degli investitori del mercato secondario nei confronti di tali obbligazioni. L'andamento del Common Bond emesso nel 2020 è stato comparabile, ma in un intervallo di rendimenti dall'1% al 5%, giustificabile dall'inferiore rendimento offerto agli investitori da quest'ultimo. Nello scorso maggio 2022 Hera ha annunciato l'emissione di nuovo Green Bond da 500 milioni di euro, per cui sono pervenute sottoscrizioni 3,4 volte superiori all'ammontare offerto. L'emissione è stata preceduta dalla pubblicazione del nuovo Green Financing Framework¹⁸⁶ (GFF), certificato da una società indipendente e già allineato alla Tassonomia europea, che ha consentito al Gruppo di fornire al mercato l'opportunità di investire in attività conformi ai criteri della Tassonomia stessa.

Il terzo Green Bond del Gruppo Hera prevede un ammontare di 500 milioni di euro, rendimento pari a 2,639% e cedola dello 2,5%, rimborsabili in 7 anni. La nuova obbligazione green è costituita da titoli di debito senior, non convertibili, non garantiti, destinati alla circolazione tra investitori qualificati. Anche in questo caso è stata constatata una significativa partecipazione di investitori internazionali essenzialmente green e sustainable. I fondi raccolti sono destinati al finanziamento o rifinanziamento di diversi progetti già in atto o preventivati nel Piano industriale al 2025, in linea con il Green Financing Framework (GFF). Essi sono articolati in 3 ambiti:

1. *ciclo idrico integrato* (coerente con gli SDGs 6, 13 e 14): costruzione di infrastrutture idriche e fognarie per l'adeguamento ai cambiamenti climatici, progetti di gestione e trattamento delle acque reflue;
2. *economia circolare prevenzione e controllo dell'inquinamento* (in allineamento con gli SDGs 11, 12 e 13): progetti innovativi per la fabbricazione di materie plastiche, per la produzione di biogas e biocarburanti da impiegare nei trasporti, progettazione di sistemi di raccolta dei rifiuti, digestione anaerobica e compostaggio dei rifiuti organici;

¹⁸⁶ Linee guida per l'eventuale emissione di green bond e per nuovi finanziamenti bancari verdi.

3. *efficienza energetica e infrastrutture* (che rispondono agli SDGs 7, 11 e 13): realizzazione ed efficientamento di reti di teleriscaldamento, produzione di energia elettrica tramite fotovoltaico e geotermia, creazione di reti di trasmissione ad idrogeno, installazione di dispositivi per il controllo e la regolazione delle prestazioni energetiche.

Il primo Sustainability-Linked Bond di Hera, emesso il 13/10/2021, ha seguito la pubblicazione del Sustainability-Linked Financing Framework, con cui la multiutility ha ribadito ulteriormente la propria attenzione alla sostenibilità e la volontà di integrarla con le strategie finanziarie del Gruppo, delineando le metriche applicabili a qualsiasi strumento finanziario. Il Gruppo ha collegato il proprio SLB a due indicatori chiave, allineati sia alle strategie delineate nel Sustainability-Linked Financing Framework, ma anche ai SDGs dell'Agenda Onu 2030. Il primo degli indicatori è riferito alle emissioni di Greenhouse gas del Gruppo (Scopo 1+2+3 da vendita energia elettrica e gas downstream), mentre il secondo all'ammontare di plastiche riciclate dal Gruppo e in entrambi i casi il target è fissato al 2030. Rispetto ai suddetti obiettivi di sostenibilità, sono stati anche formulati specifici Sustainability Performance Target (SPTs) intermedi, oggetto di rendicontazione annuale. Il primo Sustainability-Linked Bond di Hera ammonta ad un valore totale di 500 milioni di euro. Si tratta di un prestito obbligazionario non convertibile che ha riscontrato un interesse tale da generare sottoscrizioni di circa quattro volte l'offerta. L'operazione ha visto la straordinaria partecipazione di investitori qualificati francesi, tedeschi, olandesi ed inglese, principalmente specializzati in prodotti di finanza sostenibile. L'ammontare emesso è rimborsabile in 12 anni e mezzo, con rendimento pari a 1,077% e cedola a tasso fisso dell'1% corrisposta annualmente. Sono due gli eventuali step della cedola previsti: un aumento del tasso di interesse dello 0,15%, nel caso in cui la società non dovesse raggiungere una prefissata soglia di quantità di plastica riciclata in migliaia di tonnellate; ed un aumento del tasso di interesse dello 0,20% se l'impresa non dovesse riuscire a rispettare l'obiettivo di decremento delle emissioni di gas ad effetto serra in tonnellate di CO₂.

Con esattezza, l'ambizioso obiettivo del Gruppo Hera, validato dal prestigioso network internazionale Science Based Target initiative (SBTi), è quello di ridurre le emissioni di gas serra del 15,4% entro il 2024 e del 36,7% al 2030 (rispetto al 2019), mediante

l'attuazione di azioni concrete al proprio interno e al coinvolgimento di clienti e fornitori, in relazione alla vendita di gas ed energia elettrica.

Per quanto riguarda invece il secondo scopo, la multiutility si è preposta l'obiettivo di aumentare del 68% entro il 2024 e del 150% entro il 2030 i quantitativi di plastica riciclata (rispetto al 2017), anche grazie all'ampliamento del raggio d'azione al recupero delle plastiche rigide e all'incremento della capacità impiantistica. In questo specifico ambito il Gruppo, mediante la controllata Aliplast¹⁸⁷ è l'unica multiutility italiana ad aver firmato il "New Plastics Economy Global Commitment"¹⁸⁸ della Fondazione Ellen MacArthur¹⁸⁹ e vanta già una posizione di leadership. Nel periodo a cavallo tra 2020 e 2021, in cui il tasso di riferimento BCE era stabile allo 0%, Hera è stata responsabile di due emissioni:

- il Common Bond, emesso il 01/12/2020;
- il proprio primo sopracitato Sustainability-Linked Bond che risale allo scorso 13/10/2021.

Il Common Bond, di durata 10 anni, è stato associato al rendimento più basso mai offerto da un'obbligazione del Gruppo, ovvero dello 0,348% (cedola dello 0,25%), mentre per il SLB, rimborsabile in 12 anni e mezzo, è stata fissata una cedola dell'1%, pari quindi a 4 volte quella della Common Bond (rendimento dell'1,077%). Tale scelta potrebbe essere stata dettata dal proposito dell'emittente di rendere invitante per gli investitori uno strumento di debito mai emesso prima dal Gruppo e relativamente nuovo nel panorama italiano, il primo Sustainability-Linked Bond emesso consiste, difatti, in quello di Enel del 2019.

Se si osservano i grafici dei prezzi assunti dai suddetti Bond sul mercato secondario, risulta evidente come, a partire da dicembre 2021, le fluttuazioni siano state del tutto simili e di identiche ampiezze. Ciò dimostra che la domanda di tali strumenti sul mercato secondario è stata guidata esclusivamente dal repentino aumento dei tassi di riferimento per tutto il corso del 2022, infatti essa è stata costantemente decrescente, a conferma del

¹⁸⁷Fondata nel 1982, a Treviso, come azienda di servizi per la raccolta di rifiuti plastici, ha progressivamente ampliato la propria offerta grazie a una gestione attenta e lungimirante, associata a costanti investimenti in ricerca e sviluppo e all'utilizzo di tecnologie all'avanguardia. Oggi è leader nel riciclo delle materie plastiche.

¹⁸⁸ <https://www.icer-grp.com/index.php/it/component/fileman/?view=file&routed=1&name=Global-Commitment-Definitions%20%281%29.pdf&container=fileman-attachments>

¹⁸⁹ La fondazione, con sede a Chicago, re circa 225 milioni di dollari annui in sovvenzioni e investimenti relativi al programma economia circolare.

decescente interesse nei confronti di strumenti di debito legati a rendimenti inferiori rispetto a quelli offerti dalle nuove obbligazioni. Nei primi mesi del 2023 il prezzo di entrambe le obbligazioni si è mosso con oscillazioni meno profonde intorno al valore del 75%.

Procedendo con il rating di credito associato a ciascun titolo, possiamo valutare il punteggio fornito da S&P per i 1478 bond presenti nel dataset.

Fig.4.19: Rating S&P per titolo.

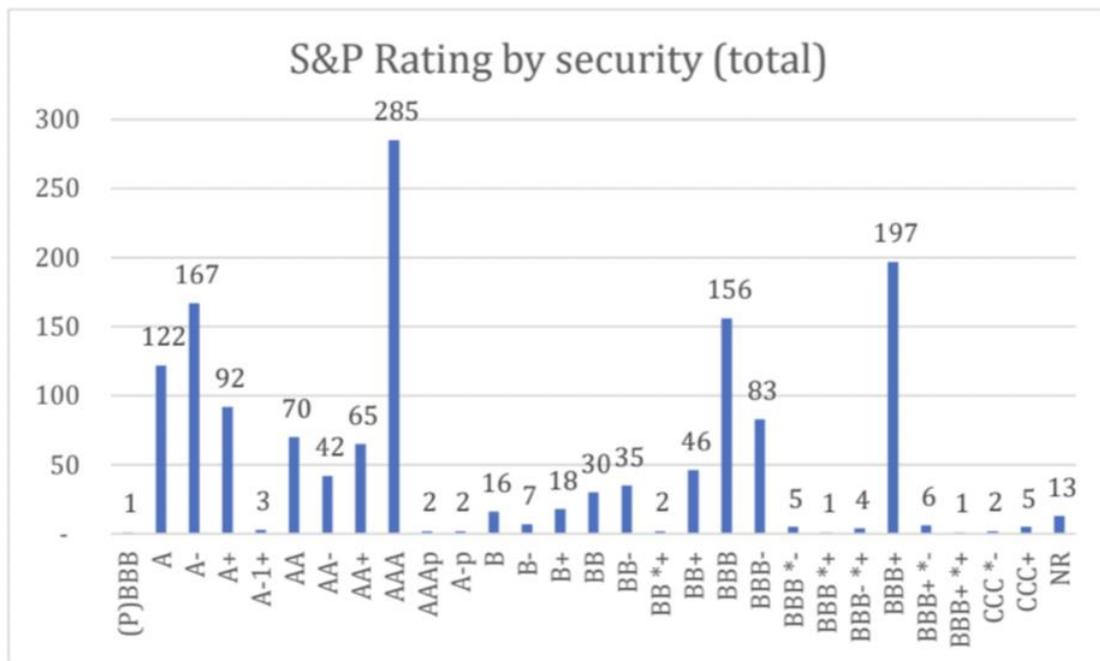


Fig.4.20: Rating S&P per titolo (governo).

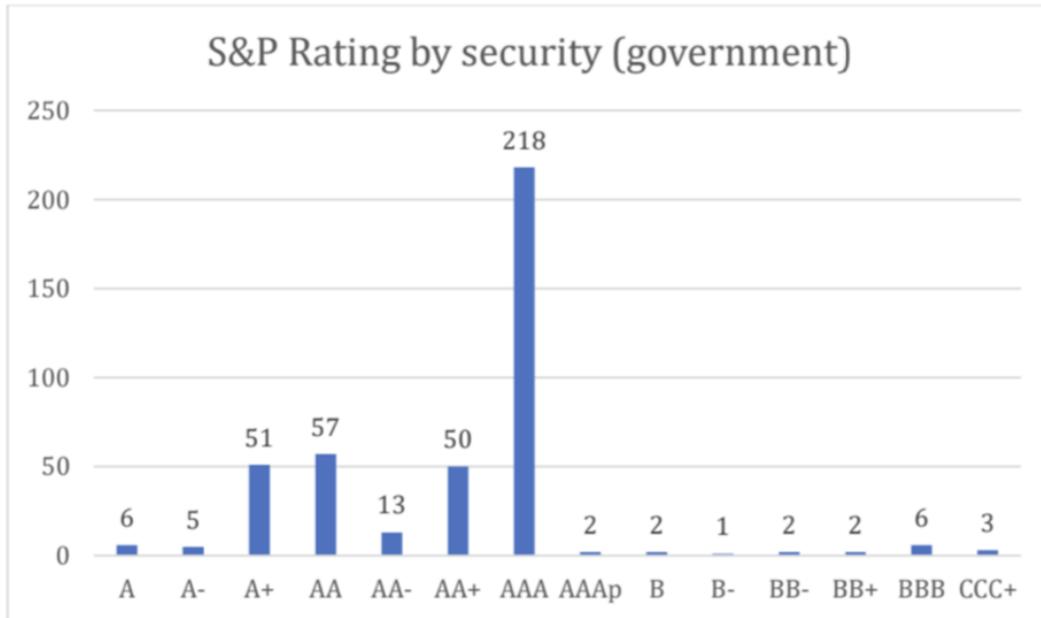
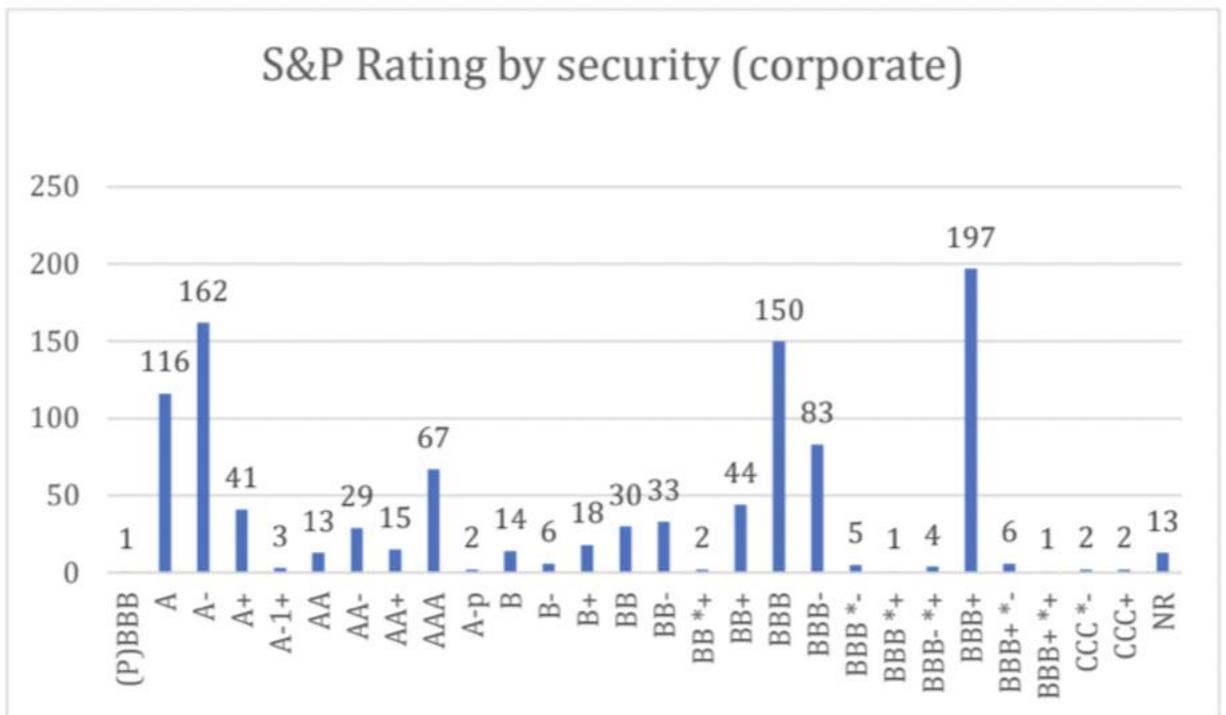


Fig. 4.21: Rating S&P per titolo (corporate).



4.3 Il credito sostenibile bancario italiano: il caso Intesa Sanpaolo

4.3.1 L'attività bancaria

Le istituzioni bancarie italiane hanno fatto importanti progressi nell'integrazione dei fattori ESG nelle loro operazioni e nelle loro scelte strategiche. Questa integrazione è stata guidata da una serie di iniziative e impegni che riflettono l'importanza crescente di questi fattori nell'attività bancaria. Ecco alcune delle attività specifiche che le istituzioni bancarie italiane hanno intrapreso per promuovere l'effettiva integrazione di tali fattori:

1. *Risk Management ESG*: le banche italiane hanno sviluppato e implementato robusti framework di Risk Management che tengono conto dei fattori ambientali, sociali e di governance. Questi framework includono l'identificazione, la misurazione e la gestione dei rischi ESG, garantendo che siano adeguatamente considerati nei processi decisionali;
2. *Politiche di finanziamento sostenibile*: le istituzioni bancarie italiane hanno adottato politiche di finanziamento sostenibile, promuovendo investimenti responsabili e sostenibili. Ciò include la promozione di prestiti e finanziamenti a progetti e imprese che rispettano criteri ESG, come l'efficienza energetica, le energie rinnovabili e le iniziative socialmente responsabili;
3. *Integrazione ESG nelle scelte di investimento*: le banche italiane offrono prodotti finanziari che tengono conto dei fattori ESG. Questi prodotti includono fondi di investimento sostenibili e strumenti finanziari che consentono agli investitori di selezionare investimenti in linea con i propri obiettivi ESG;
4. *Reporting e trasparenza*: le istituzioni bancarie italiane si impegnano nella divulgazione di informazioni ESG complete e trasparenti. Questo coinvolge la pubblicazione di report ESG periodici e la condivisione di dati relativi alle attività sostenibili svolte dalle banche;
5. *Formazione e sensibilizzazione*: le banche italiane hanno investito nella formazione dei propri dipendenti per sensibilizzarli sui temi ESG e sulla loro importanza nell'attività bancaria. Ciò aiuta a garantire che l'approccio ESG sia diffuso in tutta l'organizzazione;

6. *Coinvolgimento degli stakeholder*: le istituzioni bancarie italiane collaborano con vari stakeholder, tra cui clienti, investitori, organizzazioni ambientali e sociali, per sviluppare strategie ESG efficaci e per ricevere feedback sulla loro performance ESG;
7. *Obiettivi di sostenibilità*: molte banche italiane hanno stabilito obiettivi di sostenibilità a lungo termine, tra cui riduzioni delle emissioni di carbonio, finanziamenti a progetti sostenibili e miglioramenti nelle pratiche di governance. Queste attività rappresentano solo una panoramica delle azioni intraprese dalle istituzioni bancarie italiane per promuovere l'integrazione dei fattori ESG nelle loro operazioni. L'obiettivo è quello di contribuire a una crescita economica più sostenibile e responsabile, tenendo conto delle implicazioni ambientali, sociali e di governance delle decisioni finanziarie. Secondo il rapporto annuale dell'agenzia di rating londinese Standard Ethics (SE) per il 2022, intitolato "The Big Picture," il 75% delle banche italiane è in conformità con gli standard di sostenibilità internazionali definiti da UE, ONU e OCSE. Questo dato mette in evidenza il notevole impegno del sistema bancario italiano nel settore ESG, soprattutto se confrontato con il contesto europeo, dove solo il 51% degli istituti di credito risulta allineato con questi standard. Tra le banche italiane incluse nell'indice di sostenibilità di Standard Ethics, denominato "SE Italian Banks¹⁹⁰", Banca Generali, BPER Banca, FinecoBank e Unicredit si distinguono per la loro elevata conformità agli standard di sostenibilità, ottenendo una valutazione molto forte, "EE+.

¹⁹⁰Lo Standard Ethics Italian Banks Index è un indice di borsa sulla Corporate Governance e la sostenibilità lanciato nel luglio del 2013 dall'agenzia di rating di indipendente Standard Ethics.<https://www.standardethicsindices.eu/standard-ethics-italian-banks-index.html>

Fig. 4.22: SE Italian banks index

Rating	Outlook	Company	ISIN	Rating	Outlook	Company	ISIN
EE+		Banca Generali	IT0001031084	EE-		Banco Desio e Brianza	IT0001041000
EE+		BPER Banca*	IT0000066123	EE-		ilimity Bank	IT0005359192
EE+		FinecoBank	IT0000072170	EE-		Mediobanca	IT0000062957
EE+		UniCredit	IT0005239360	E+		Banca Profilo	IT0001073045
EE		Banca Monte dei Paschi di Siena	IT0005218752	E	Pos.	Credito Emiliano	IT0003121677
EE		Banca Popolare di Sondrio	IT0000784196	E		Banca IFIS	IT0003188064
EE		Banco BPM	IT0005218380	E		Banca Sistema	IT0003173629
EE		Intesa Sanpaolo	IT0000072618	E		BFF Bank	IT0005244402
EE-		Banca Mediolanum	IT0004776628				

*Please note that the rating of this company has been updated in January 2023

Fonte: The Big Picture, Standard Ethics

Gli analisti di SE hanno rilevato che le banche italiane stanno abbracciando volontariamente le raccomandazioni globali in materia di sostenibilità, come dimostrato dalle pratiche di corporate governance e dai Codici di Condotta delle istituzioni finanziarie del paese, che incorporano esplicitamente riferimenti agli standard internazionali ESG¹⁹¹. Gli stessi risultati emergono dalla dall'EY Sustainable Finance Index¹⁹², il benchmark globale che confronta più di 1.100 società tra banche, società di gestione patrimoniale e assicurazioni) in relazione ai parametri ESG. Lo studio rivela che per quanto riguarda l'ambiente, infatti, le istituzioni finanziarie italiane si distinguono con un punteggio ESG di 6,1, notevolmente superiore alla media globale di 2,8.

Queste banche sono elogiate per la loro gestione energetica efficiente e le buone pratiche nella riduzione delle emissioni, ma c'è ancora spazio per miglioramenti riguardo all'integrazione dei fattori ambientali nelle decisioni di finanziamento, alla gestione delle terze parti e alla selezione dei fornitori. Per quanto riguarda gli aspetti sociali, il settore bancario italiano registra un punteggio ESG di 6,6, rispetto al 6,0 della media globale. Tuttavia, emergono debolezze nella parità retributiva, nell'attenzione alle comunità locali in cui operano (con solo una banca su 20 che segue le linee guida dell'OCSE per le imprese multinazionali), nella tutela della privacy dei dati e nella protezione degli informatori. Sul fronte della governance, infine, le banche italiane presentano risultati

¹⁹¹<https://esgnews.it/governance/standard-ethics-75-delle-banche-italiane-conforme-a-standard-esg-modello-virtuoso-in-eu/>

¹⁹²https://www.ey.com/en_gl/insights/financial-services/sustainable-finance-index-22-how-to-put-esg-back-on-track

modesti, inferiori alla media globale, con un punteggio ESG di 5,8 rispetto al 6,1 globale. Questa modesta performance è principalmente dovuta alla mancanza di divulgazione di parametri quali il numero di riunioni del consiglio di amministrazione e la partecipazione ad esse, il divario salariale, i diritti degli azionisti e la confidenzialità riguardo alle politiche di voto¹⁹³. Tuttavia, per ottenere un quadro dell'attuale situazione riguardo all'integrazione dei fattori ESG nelle principali banche italiane¹⁹⁴, è necessario esaminare le azioni specifiche intraprese da alcuni dei principali players del settore bancario. Di seguito alcune delle azioni intraprese dalle principali banche italiane:

- Intesa Sanpaolo: ha adottato un Piano Strategico 2022-2025¹⁹⁵ che pone un forte accento sulla sostenibilità e mira a integrare i fattori ESG in tutte le attività bancarie. Si è impegnata a diventare una banca climaticamente neutra entro il 2050 e a destinare 50 miliardi di euro a finanziamenti sostenibili entro il 2025.
- UniCredit: ha stabilito obiettivi di sostenibilità ambiziosi, tra cui l'adesione agli obiettivi dell'Accordo di Parigi sull'ambiente e l'impegno a diventare una banca completamente sostenibile entro il 2030.
- Banco BPM: aveva annunciato piani per l'integrazione dei fattori ESG nelle operazioni bancarie, con l'obiettivo di migliorare la governance aziendale e la trasparenza. Le attività delle banche italiane nell'integrazione dei profili ESG nelle loro strategie e nell'offerta di finanziamenti e prodotti "ecosostenibili" hanno una storia di oltre tre lustri.

4.3.2 *Presentazione del gruppo Intesa Sanpaolo*

Il Gruppo Intesa Sanpaolo è uno dei principali gruppi bancari in Europa, con una capitalizzazione di mercato di 41,5 miliardi di euro, ed è impegnato a sostenere l'economia nei Paesi in cui opera, in particolare in Italia, dove è anche impegnato a diventare un punto di riferimento in termini di sostenibilità e responsabilità sociale e

¹⁹³<https://www.advisoronline.it/esg/60691-esg-le-banche-italiane-primeggiano-per-l-aspetto-sociale1.action#:~:text=In%20relazione%20agli%20aspetti%20sociali,%2C0%20della%20>

¹⁹⁴ <https://www.abi.it/studi/>

¹⁹⁵ <https://group.intesasanpaolo.com/it/sezione-editoriale/forza-del-gruppo/la-nostra-strategia>

culturale¹⁹⁶. E' leader in Italia in tutti i settori di attività (retail, corporate e wealth management), offre i propri servizi ai clienti avvalendosi di una rete di circa 5300 sportelli presenti su tutto il territorio nazionale, ha anche una presenza internazionale strategica con circa 1000 sportelli e 7 milioni di clienti, incluse le banche controllate operanti nel commercial banking in 12 Paesi in Europa centro-orientale e in Medio Oriente e Nord Africa e una rete internazionale specializzata nel supporto alla clientela corporate in 26 Paesi, in particolare Medio Oriente e Nord Africa e in quelle aree in cui si registra il maggior dinamismo delle imprese italiane, come Stati Uniti, Brasile, Russia, India e Cina. Intesa Sanpaolo adotta il modello di amministrazione e controllo monistico nel quale le funzioni di amministrazione e di controllo sono esercitate rispettivamente dal Consiglio di Amministrazione e dal Comitato per il Controllo sulla Gestione, costituito al suo interno, entrambi nominati dall'Assemblea.

4.3.2.1 *Governance della sostenibilità e business model*

Le linee strategiche e le politiche in materia di sostenibilità sono approvate dal Consiglio di Amministrazione, con il supporto del Comitato Rischi, tenendo conto degli obiettivi di solida e sostenibile creazione e distribuzione di valore per tutti gli Stakeholder. Intesa Sanpaolo si è impegnata a rafforzare la propria leadership nella corporate social responsibility, puntando a diventare un modello di riferimento in termini di sostenibilità e di responsabilità sociale e culturale.

Intesa Sanpaolo ha dimostrato negli anni di essere in grado di generare valore per tutti gli stakeholder, realizzando importanti risultati anche in contesti esterni difficili, in particolare durante la pandemia da COVID-19. Oggi si presenta tra i principali operatori del settore ed è ben posizionata per cogliere le future opportunità, grazie a molteplici punti di forza fra i quali: la gestione proattiva e granulare dei rischi; una indiscussa solidità patrimoniale, facendo leva su un bilancio solido e una posizione leader, soddisfa le richieste di credito e gestisce i risparmi dei clienti in maniera responsabile; un modello di business distintivo, ben diversificato e resiliente; una posizione di primo piano in ambito ESG e la rafforzata leadership domestica in un Paese in forte ripresa dopo la pandemia.

¹⁹⁶<https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/altri-atti-convegni/2019-sviluppo-sostenibile/Intesa-Sanpaolo.pdf>

Intesa Sanpaolo per creare il proprio modello di business parte da delle priorità strategiche; essere una Banca dell'economia reale, ottenere una redditività sostenibile in cui risultati operativi, produttività, profilo di rischio, liquidità e solidità/leva sono attentamente bilanciati, essere la Banca n°1 in Europa per profilo di rischio e per efficienza, essere la Banca n°1 in Italia in tutti i prodotti bancari e leader europeo nel Wealth Management &Protection, supportare le imprese italiane all'estero attraverso la sua presenza internazionale, essere una Banca semplice e innovativa, garantire al cliente la migliore relazione in ottica multicanale. Il Gruppo si è dato l'ambizioso obiettivo di diventare un leader nel Wealth Management, Protection&Advisory - Zero-NPL Digitale e focalizzato sulle Commissioni – e lo farà attraverso quattro pilastri chiave:

1. massivo de-riskingupfront, abbattendo il costo del rischio;
2. riduzione strutturale dei Costi, grazie alla tecnologia;
3. crescita delle Commissioni, grazie a Wealth Management, Protection&Advisory;
4. forte impiego nell'ESG, con una posizione ai vertici mondiali per impatto sociale e grande focus sul clima. I risultati che il Gruppo si è prefissato di ottenere attraverso la stesura del proprio modello di business sono: il raggiungimento di una solida e sostenibile creazione e distribuzione di valore mantenendo una patrimonializzazione elevata; credito a medio-lungo termine a famiglie e imprese; supporto alle categorie con difficoltà di accedere al credito nonostante il loro potenziale; difesa dell'occupazione e sviluppo delle risorse umane; contributo alle esigenze della collettività e miglioramento delle relazioni con i clienti; innovazione del prodotto e dei modelli di servizio; diventare un modello di riferimento in termini di responsabilità sociale e culturale.

Il gruppo ha pubblicato le sue "Regole in materia ambientale ed energetica¹⁹⁷" nel 2014, riconoscendo l'importanza della tutela dell'ambiente e dell'attenzione al cambiamento climatico come parte del suo impegno di responsabilità aziendale. Intesa Sanpaolo ha integrato i requisiti sociali e ambientali nella sua politica creditizia, considerandoli componenti del rischio operativo. Ciò significa che tiene conto dei fattori ESG nella valutazione del rischio di credito dei clienti. Dal 2016, la banca ha avviato uno studio di

¹⁹⁷https://group.intesasanpaolo.com/content/dam/portalgroup/repositorydocumenti/sostenibilita/italiano/policy/Politica_ambientale.pdf

fattibilità¹⁹⁸ per valutare come includere i rischi ambientali nell'analisi del merito creditizio delle società, soprattutto in settori esposti a tali rischi. Questo coinvolge un questionario analitico che i clienti devono completare, contribuendo così all'analisi del credito. La banca segue gli "EquatorPrinciples¹⁹⁹", che si applicano a tutti i nuovi finanziamenti per progetti con costi di capitale totali superiori a 10 milioni di dollari in tutto il mondo e in tutti i settori industriali. Questi principi riguardano la gestione ambientale e sociale nei finanziamenti per progetti. Intesa Sanpaolo ha già adottato una politica contro la produzione e il commercio di armi militari. Inoltre, sta pianificando di sviluppare ulteriori politiche specifiche per settori sensibili alle questioni ambientali e sociali, con un focus particolare sui combustibili fossili. Intesa Sanpaolo ha chiaramente riconosciuto il ruolo chiave che i suoi clienti svolgono nel contesto degli impatti ambientali e sociali delle loro attività.

Per affrontare questo aspetto, la banca ha preso in considerazione diverse iniziative e impegni:

1. *Considerazione del rischio ambientale nella valutazione del merito creditizio*: Intesa Sanpaolo ha integrato la considerazione del rischio ambientale nella valutazione del merito creditizio. Ciò significa che la banca tiene conto degli impatti ambientali delle attività dei suoi clienti quando concede loro credito.
2. *Promozione di energie rinnovabili ed efficienza energetica*: Intesa Sanpaolo si impegna a promuovere servizi e prodotti che favoriscono la diffusione delle energie rinnovabili e il miglioramento dell'efficienza energetica. Questo contribuisce alla lotta contro il cambiamento climatico e dimostra un impegno attivo verso la sostenibilità ambientale.
3. *Gestione dei rischi reputazionali*: la banca gestisce i rischi reputazionali, compresi quelli legati all'ambiente e alla sostenibilità, attraverso la selezione dei partner del gruppo, le transazioni commerciali significative e i principali progetti di budget di capitale. Questo riflette l'attenzione della

¹⁹⁸ Analisi e valutazione sistematica delle caratteristiche, dei costi e dei possibili risultati di un progetto sulla base di un'idea di massima.

¹⁹⁹ Gli EquatorPrinciples sono un framework di gestione del rischio adottato dalle istituzioni finanziarie, per determinare, valutare e gestire il rischio ambientale e sociale nella finanza di progetto.

banca a garantire che le attività dei suoi clienti siano in linea con i valori e gli obiettivi di sostenibilità di Intesa Sanpaolo.

4. *Inclusione di informazioni ambientali e sociali nel modello di rating aziendale:* Intesa Sanpaolo ha incluso informazioni "sociali" e "ambientali" nelle componenti qualitative e quantitative del suo modello di rating aziendale. Ciò significa che tali considerazioni sono parte integrante della valutazione del merito creditizio delle aziende clienti. Gestione rischi ESG: potenziali impatti e azioni di mitigazione Il Gruppo Intesa Sanpaolo, come detto in precedenza, ha posto particolare enfasi sulla gestione dei rischi ESG in ottica di garantire robustezza e continuità aziendale nel lungo periodo, e, di conseguenza, fornire benefici ai suoi stakeholder.

4.3.3 Green Bond ed economia circolare

Intesa Sanpaolo ha dimostrato un forte impegno verso l'emissione di obbligazioni verdi e altri strumenti finanziari sostenibili come parte della sua strategia di sostenibilità. Nel 2017, Intesa Sanpaolo è stata la prima banca italiana a emettere un Green Bond²⁰⁰ dal valore di €500 milioni legato a progetti di sostenibilità ambientale. Gli impegni assunti da Intesa Sanpaolo sono definiti all'interno di Linee Guida in linea con i Green Bond Principles di ICMA, come confermato dalla revisione indipendente rilasciata da una società esterna di ricerca e analisi ESG.

Il Green Bond quotato alla LuxSE²⁰¹ con scadenza nel 2022, ha confermato la sua linea a supporto delle attività sostenibili, con un focus dedicato ai temi relativi al cambiamento climatico e al supporto all'innovazione. Il titolo ha pagato una cedola annuale dello 0,875% con un prezzo di emissione pari a 99,534% ed è stata negoziata a tagli da 100.000 euro. In particolare, il green bond ha raccolto ordini per 2 miliardi di euro da parte del mercato, con una prevalenza di investitori istituzionali: gestori di fondi

²⁰⁰ In un'ottica reputazionale, un'emissione verde costituisce un'ottima modalità di dimostrazione della volontà aziendale di prendere posizione in relazione a questioni di sostenibilità ambientale (<https://www.equita.eu/it/gli-insights-di-equita/contenuti/green-bonds-giugno-2019.html>).

²⁰¹Borsa di Lussemburgo.

(73%), assicurazioni (14%) e banche (13%). L'emissione, in linea con i principi volontari internazionali dell'ICMA, è stata supportata da una SPO²⁰² (Second Party Opinion) da parte dell'agenzia di rating VigeoEiris²⁰³ che ha dato conferma dell'allineamento del Green Bond Framework²⁰⁴ ai principi internazionali e quindi della conformità dell'utilizzo dei proventi con le categorie delineate nel documento. Nel framework ufficiale, infatti, è possibile leggere quale sia la destinazione riservata ai proventi raccolti. In particolare, i progetti finanziati fanno capo a due differenti categorie:

- Energia rinnovabile, nello specifico investimenti nella produzione di energia solare, eolica, bioenergia e idroelettrica;
- Efficienza energetica, si tratta del finanziamento di attività finalizzate alla riduzione del consumo energetico aumentando l'efficienza energetica negli impianti industriali mediante l'installazione, ad esempio, di impianti di teleriscaldamento, l'utilizzo di smart grid, illuminazioni a led ecc.

Dall'indagine della NN investment partners²⁰⁵ è emerso che il rendimento dell'indice obbligazionario verde Bloomberg Barclays MSCI Euro Green Bond²⁰⁶ risulta essere sovraperformante rispetto al corrispettivo indice tradizionale, il Bloomberg Barclays MSCI Euro Aggregate Index. In particolare, nel 2019 i green bond hanno generato rendimenti pari a 7,4% rispetto al 6% delle obbligazioni ordinarie, registrando però una volatilità più alta. Nel 2019, la banca ha emesso il suo primo Green Bond focalizzato sulla circular economy, del valore di €750 milioni.

Questo strumento è stato progettato per sostenere i finanziamenti concessi dalla banca nell'ambito di un plafond di €6 miliardi dedicato alla circular economy. Questo Green Bond ha ottenuto la Second Party Opinion di ISS ESG²⁰⁷ e ha contribuito a far vincere al

²⁰² Fornisce una valutazione indipendente sull'accuratezza e l'integrità di un'obbligazione, prestito o framework strategico, utilizzati per il processo decisionale degli investitori.

²⁰³ V.E, parte di Moody's ESG Solutions, è un leader globale nelle valutazioni ESG, dati, ricerche, benchmark e analisi.

²⁰⁴ Green Bond Framework presenta gli obiettivi di Sostenibilità del Gruppo, descrive la Politica in materia di Investimenti Responsabili, dettaglia le categorie e i criteri per la selezione di investimenti green e modalità di gestione dei proventi.

²⁰⁵ NN Investments Partners, Green Bond: le performance ne confermano il successo, 2020 <https://www.gsam.com/responsible-investing/it-IT/institutional/insights/green-bond-le-performance-ne-confermano-il-successo>

²⁰⁶<https://www.bloomberg.com/quote/I33869:IND?embedded-checkout=true>

²⁰⁷ISS ESG è una filiale di Institutional Shareholder Services, si avvale di oltre 200 analisti e pubblica valutazioni su 11.800 emittenti e 25.000 fondi. ISS ESG fornisce valutazioni e servizi di consulenza alle società su come migliorare la qualità della governance.

Gruppo Intesa Sanpaolo l'Environmental Finance's 2020 Bond Awards. L'emissione è stata anche riconosciuta dall'UNEP FI (Programma delle Nazioni Unite per l'ambiente e la finanza) come un esempio di obbligazioni sostenibili nel contesto dell'economia circolare.

A giugno 2020²⁰⁸ Intesa Sanpaolo ha pubblicato il terzo Green Bond Report²⁰⁹ sull'uso dei proventi del Green Bond e sui relativi benefici ambientali. Il report include anche la certificazione della società di revisione, la Second Party Opinion sull'emissione e l'assessment di Moody's, dove è stato ottenuto il punteggio più alto. Al 31 maggio 2020, i proventi del Bond, integralmente allocati già nel corso del primo anno di emissione, sono stati destinati per il 58,4% al finanziamento di nuovi progetti e per il 41,6% al rifinanziamento di progetti già presenti nel portafoglio Intesa Sanpaolo.

Sulla base delle Linee Guida per l'emissione di Sustainability Bond a supporto di finanziamenti e progetti per la Green Economy, la Circular Economy e il sociale, Intesa Sanpaolo ha emesso il primo Green Bond focalizzato sulla Circular Economy da 750 miliardi di euro, destinato a sostenere i finanziamenti concessi dalla Banca nell'ambito del Plafond da 5 miliardi di euro dedicato alla Circular Economy. A dicembre 2020²¹⁰ ha pubblicato il primo report sull'utilizzo dei proventi del Green Bond focalizzato sulla Circular Economy totalmente allocati nel primo anno.

Sempre nel 2020, UBI Banca (che in seguito è stata acquisita da Intesa Sanpaolo) ha emesso un Green Bond del valore di €500 milioni. Questo Green Bond è stato utilizzato per rifinanziare un portafoglio selezionato di progetti di project finance nel settore delle energie rinnovabili, in particolare energia solare ed eolica. L'emissione ha ottenuto la Second Party Opinion da ISSoekom. A marzo 2021, Intesa Sanpaolo ha effettuato un'altra emissione di Green Bond del valore di €1,25 miliardi. I proventi sono stati destinati a coprire i mutui verdi concessi per la costruzione o l'acquisto di immobili ad alta efficienza energetica (classe energetica A e B) e per la ristrutturazione di edifici con miglioramento di almeno due classi energetiche. Questo Green Bond è stato emesso in conformità con il Green, Social and Sustainability Bond Framework del 2021, che segue le linee guida internazionali sugli standard dei Green Bond Principles,

²⁰⁸ Intesa Sanpaolo, Green Bond Report, giugno 2020

²⁰⁹ https://group.intesasanpaolo.com/content/dam/portalgroup/repositorydocumenti/sostenibilita/inglese/2024/GSB_Report_2023.pdf

²¹⁰ Intesa Sanpaolo, Il green bond di intesa continua a dare i suoi frutti, 2020

Sustainability Bond Guidelines e Social Bond Principles. Anche questa emissione ha ottenuto la Second Party Opinion di ISS ESG. Il gruppo ha aggiornato il suo Green, Social and Sustainability Bond Framework (GSS Framework) a giugno 2022 per allinearla agli ultimi standard internazionali e alle nuove linee guida, inclusi gli ICMA Green Bond Principles-2021, ICMA Social Bond Principles-2021 e ICMA Sustainability Bond Guidelines-2021. Questo framework ha ottenuto la Second Party Opinion di ISS ESG. Successivamente, a settembre 2022 e marzo 2023, Intesa Sanpaolo ha emesso tre nuovi Green Bond, rispettivamente del valore nominale di €1 miliardo, €2,25 miliardi e £600 milioni. Queste emissioni sono allineate al nuovo framework e i proventi sono destinati a tutte le categorie green incluse in esso. Il rapporto tra l'ammontare complessivo dei Green Bond emessi e l'ammontare totale delle obbligazioni pubbliche in essere di Senior Preferred, Senior non Preferred e Covered Bond destinati agli investitori istituzionali (media mobile a cinque anni) è di circa l'8,9%. A marzo 2023, Intesa Sanpaolo ha pubblicato il secondo Green e Social Bond Report, basato su una rendicontazione del Green Bond annuale secondo l'approccio "Portfolio". Questa rendicontazione stima gli impatti e i benefici ottenuti per l'intero portafoglio dei finanziamenti ammissibili in ciascuna delle categorie green. Inoltre, osservando l'impatto medio stimato per ogni milione di euro finanziato, consente di calcolare le tonnellate di CO2 evitate direttamente riconducibili al singolo bond acquistato.

Fig.4.23: Report, Green e Social Bond

Portafoglio finanziamenti green			OBBLIGAZIONI GREEN ISP ¹	
Categorie ammissibili	Ammontare ² (€)	Emissioni GHG evitate (tCO ₂ e) ³	ISIN	Ammontare (€)
Energie Rinnovabili	3.313 mln	3.153.300		
- Fotovoltaico	2.518 mln		XS2529233814 ⁵	1.000 mln
- Eolico	697 mln			
- Idroelettrico	99 mln		XS24500686194 ⁵	18 mln
Efficienza energetica	288 mln	142.500		
Mutui Green	4.179 mln	94.500	XS1979446843	500 mln
- Classe energetica A	2.348 mln			
- Classe energetica B	884 mln		XS2317069685	1.250 mln
- Ristrutturazioni	181 mln			
- Nuovi edifici (NZEB) ⁴	766 mln		XS2089368596	750 mln
Circular Economy	1.979 mln	4.151.000		
Totale	9.759 mln	7.541.300		3.518 mln

Fonte: Dichiarazione consolidata non finanziaria

Il Gruppo Intesa Sanpaolo ha rinnovato il suo impegno verso l'Economia Circolare e sta promuovendo attivamente la diffusione di questo modello economico sostenibile. Una delle principali iniziative è la collaborazione con la Fondazione Ellen MacArthur, un importante promotore della transizione globale verso la circular economy. Intesa Sanpaolo è Strategic Partner della Fondazione Ellen MacArthur, il che indica un forte coinvolgimento nella promozione e nell'adozione di pratiche legate all'economia circolare. Questa collaborazione è stata confermata attraverso un accordo triennale dal 2022 al 2024. Intesa Sanpaolo ha anche confermato il suo impegno nel ridefinire le strategie aziendali in modo innovativo e nel fornire supporto finanziario per gli investimenti che favoriscono la transizione verso un sistema industriale più sostenibile. Questo impegno è stato ribadito come obiettivo strategico nel Piano Industriale 2022-2025 del Gruppo. Per sostenere e promuovere la transizione verso un'economia circolare, Intesa Sanpaolo Innovation Center ha istituito il Circular Economy Lab (CE Lab) nel 2018. Il Circular Economy Lab è un Accordo Quadro tra Intesa Sanpaolo e Fondazione Cariplo con l'obiettivo di supportare e accompagnare la trasformazione del sistema economico italiano e diffondere nuovi modelli di creazione del valore nell'interesse collettivo accelerando la transizione verso la Circular Economy. La sua strategia prevede metodologie operative di open innovation rivolte alla ricerca di soluzioni e tecnologie innovative nell'ambito dell'economia circolare e le relative attività si basano su tre pilastri:

- la promozione e la diffusione della cultura CE su scala nazionale e internazionale, tramite eventi, piattaforme di networking con il coinvolgimento di attori e partner esterni;
- i percorsi innovativi di formazione rivolti alle aziende, al fine di supportarne il percorso di aggiornamento della cultura aziendale sull'economia circolare;
- l'accelerazione della trasformazione circolare attraverso advisory in chiave Circular Economy rivolto a SME e aziende Corporate.

A partire dal 1° gennaio 2022, sono stati valutati complessivamente 430 progetti, di cui 420 sono stati approvati con esito positivo, per un ammontare totale di 9,1 miliardi di euro. Di questi progetti validati, il Gruppo Intesa Sanpaolo ha accordato finanziamenti per un totale di 4,7 miliardi di euro in 230 operazioni. Di questi finanziamenti, 2,6 miliardi di euro sono stati destinati a progetti di green finance, che promuovono la produzione di

energia rinnovabile, l'efficienza energetica, l'agricoltura sostenibile e la biodiversità. All'interno del processo di valutazione del credito, Intesa Sanpaolo Innovation Center ha la responsabilità di valutare il livello di circolarità delle iniziative proposte dalle imprese. Questa valutazione tecnica si basa su criteri specifici di circular economy²¹¹ sviluppati in collaborazione con la Fondazione Ellen MacArthur. Nell'ottica di sostenere concretamente le imprese attive nel processo di transizione, il Gruppo Intesa Sanpaolo ha deciso di mettere a disposizione un plafond creditizio fino a 5 miliardi di euro, incrementato da 1 miliardo di euro nel 2020 in seguito all'operazione con UBI, rivolto alle imprese che adottano il modello circolare con modalità innovative, concedendo le migliori condizioni di accesso al credito. Inoltre, è stata allocata una tranche di Plafond dedicata al supporto delle imprese che investono in progetti nell'ambito della produzione di energia rinnovabile, dell'efficienza energetica e dell'agricoltura sostenibile e biodiversità. Nel corso dell'anno è inoltre proseguita la sperimentazione dell'attività di valutazione delle imprese lungo la loro catena del valore attraverso l'utilizzo del Circular Economy Standard, strumento di misurazione del livello di circolarità; sono inoltre stati

²¹¹ I criteri di ammissibilità per il framework circular includono le seguenti categorie:

1. Soluzioni che estendono la vita utile del prodotto o i cicli di utilizzo di beni e materiali: questo può includere l'applicazione di design modulare, l'implementazione di programmi di logistica inversa, il riutilizzo, la riparazione, la rigenerazione o il ricondizionamento dei prodotti.
2. Processi produttivi alimentati da energie rinnovabili e prodotti costituiti da risorse rinnovabili o riciclate: si tratta di progetti che utilizzano fonti di energia rinnovabile per i processi produttivi e prodotti che sono realizzati con risorse rinnovabili o materiali riciclati.
3. Prodotti e servizi che aumentano significativamente l'efficacia del consumo di risorse: questa categoria comprende l'applicazione di principi di simbiosi industriale, la creazione di una catena del valore integrata che trasforma gli scarti in input produttivi, l'implementazione di modelli di chiusura dei cicli, l'applicazione di principi di eco-design e design sistemico, nonché la promozione di catene di fornitura che seguono i principi circolari.
4. Progettazione e/o produzione di prodotti totalmente riciclabili o compostabili: questi progetti si concentrano su prodotti progettati in modo tale da essere facilmente riciclabili o compostabili all'interno di un contesto efficiente di raccolta, separazione e riciclo dopo l'uso.
5. Tecnologie innovative che abilitano modelli di economia circolare: questa categoria include tecnologie come Internet of Things (IoT) per l'implementazione di sistemi di tracciabilità, logistica inversa e manutenzione predittiva, l'impiego di additive manufacturing e stampa 3D per aumentare la riparabilità e l'efficienza nell'uso dei materiali, l'analisi dei Big Data, l'Intelligenza Artificiale e il Cloud Computing per dematerializzare i servizi e sviluppare mercati di materie prime seconde.

Per quanto riguarda, invece, la tranche dedicata al framework green (economia verde), i criteri di ammissibilità includono: 1. Energie rinnovabili: Questo copre gli investimenti in produzione, trasmissione, infrastrutture e asset associati a fonti di energia rinnovabile come il solare, l'eolico, il bioenergetico/biomassa e l'idroelettrico. 2. Efficienza energetica: Questa categoria riguarda nuovi investimenti e manutenzione in infrastrutture, tecnologie e servizi che riducono il consumo di energia e aumentano l'efficienza energetica. Può includere la costruzione e la ristrutturazione di nuovi edifici ad alta efficienza. 3. Gestione ecosostenibile delle risorse naturali e del suolo, biodiversità: Questo riguarda progetti nell'ambito dell'agricoltura sostenibile, l'ecologizzazione urbana e la gestione sostenibile delle risorse naturali, compresa la biodiversità.

realizzati 2 workshop di approfondimento sui temi della Circular Economy dedicati alle imprese. Nel 2020, con riferimento alle start up è proseguito il programma Startup Initiative, che seleziona le più promettenti start up innovative, le prepara con iniziative di coaching al confronto con il mercato e le fa incontrare con gli attori dell'ecosistema dell'innovazione. Il processo di selezione integra i criteri della circolarità nella valutazione complessiva. Nell'ambito delle partnership e delle collaborazioni, sono inoltre proseguiti gli incontri dell'Alleanza italiana per l'Economia Circolare, di cui Intesa Sanpaolo è promotrice, insieme ad Enel. È stato rinnovato per due anni un accordo con Università Bocconi per attività di ricerca nell'ambito della Circular Economy al fine di avvalorare la teoria del de-risking dei portafogli finanziari, sia a livello di singola controparte sia a livello di portafoglio. A giugno 2020 Intesa Sanpaolo si è aggiudicata il Premio ABI per l'innovazione nei Servizi Bancari per la categoria Innovazione nella sustainablefinance con il progetto Intesa Sanpaolo Circular Economy Plafond, che riconosce la volontà di contribuire allo sviluppo e alla trasformazione del contesto economico italiano con un impatto positivo sia sulla società che sull'ambiente.

Nella selezione dei progetti sostenibili della banca, ruolo chiave è quello svolto dall'Internal Green Bond Working Group (GBWG), gruppo di lavoro interno composto dal Treasury Department, CSR e dall'Energy Desk che va a valutare l'adeguatezza di ogni finanziamento tenendo conto delle categorie di progetti ammissibili tra le categorie elencate nella sezione "use of proceeds". Tali progetti vengono poi inseriti in un Green Bond Register che sarà costantemente aggiornato dal GBWG ogni qualvolta venga selezionato un nuovo progetto come ammissibile. La selezione dei progetti è strutturata e pubblicata sul sito del gruppo Intesa Sanpaolo in modo tale da garantire la massima comunicazione e dove sarà specificato l'utilizzo dell'eventuale saldo non destinato momentaneamente al finanziamento dei progetti sopra elencati. Inoltre, la finanziaria si impegna annualmente, fino alla piena allocazione dei proventi nella redazione di un Green Bond Report, anch'esso pubblicato sui principali canali di comunicazione della banca, nel quale riporta l'ammontare assegnato alle varie categorie, e, in particolare, la parte destinata al finanziamento o al rifinanziamento di progetti verdi e la quota in rimanenza ancora inutilizzata. La banca, in aggiunta, si impegna a riferire, sempre con cadenza annuale, sugli impatti ambientali derivanti da ciascun finanziamento erogato mediante l'utilizzo di stime annuali ex ante o ex post basandosi su specifici indicatori sviluppati da

Intesa. Tra gli indicatori di impatto utilizzati, in particolare, vengono monitorate le 94 tonnellate di Co2 evitate, come riportato negli annessi del framework annuale. Sono stati investiti un totale di 500 milioni di euro per il finanziamento di 76 progetti, dei quali, 35 nel fotovoltaico, 12 nella produzione di energia eolica, 12 nella produzione di energia idroelettrica, 15 di bioenergia e 2 nell'efficienza energetica. In totale, sono state evitate quasi 460 tonnellate di emissioni di gas a effetto serra. Si tratta di un notevole passo in avanti in termini di riduzioni di gas rispetto ai livelli rendicontati a maggio 2019 (353,919 tonnellate).

Fig. 4.24: Utilizzo dei proventi e indicatori di impatto ambientali anno 2019

Category	Number of Loans	Total Invested (Euros, Millions)	Number of Plants	Production Capacity (MW)	Renewable Energy Production (MWh)
Solar	35	320	132	209	274,291
Wind	11	63	15	74	138,502
Hydro	12	47	20	16	81,215
Bioenergy	14	63	15	9	484,257
Energy Efficiency	3	8	4	7	-
Total	75	500	186	315	978,265

Category	Greenhouse Gas Emissions Avoided (Metric Tons of Co2)
Solar	129, 191
Wind	65,234
Hydro	38, 253
Bioenergy	113,264
Energy Efficiency	7,968
Total	353,910

Fonte: Moody's Green Bond Assessment, 2019

4.3.4 Futuro e piano d'impresa 2022-2025

Intesa Sanpaolo ha dimostrato negli ultimi anni di essere in grado di generare valore per tutti gli stakeholder e oggi si presenta tra i principali operatori del settore ed è ben posizionata per cogliere future opportunità. La Banca si pone nuovi ambiziosi obiettivi per il Piano d'Impresa 2022-2025, che ha costruito insieme ai propri clienti,

raccogliendo le idee e le proposte da circa 60000 persone, le quali hanno contribuito a rendere i prossimi quattro anni i migliori della storia di Intesa Sanpaolo. Alla luce dei risultati ottenuti nel recente passato e dei principali trend che influenzeranno l'industria dei servizi finanziari e della protezione, Intesa Sanpaolo dovrà affrontare da leader i prossimi anni con l'obiettivo di continuare a generare valore per tutti gli stakeholder e allo stesso tempo costruire la banca del futuro: profittevole, innovativa e sostenibile. Con il nuovo Piano d'Impresa, il Gruppo dovrà avere l'ambizione di essere un Wealth Management, Protection&Advisory leader nel panorama europeo, caratterizzato da Zero-NPL, dalla forte spinta digitale e dal focus sulle commissioni, continuando allo stesso tempo ad accelerare in ambito ESG e offrendo la migliore esperienza professionale per le proprie Persone. Nel prossimo orizzonte di pianificazione, il Gruppo perseguirà una strategia strutturale di de-risking, già significativamente avviata, collocandosi tra i migliori in Europa per ratio e stock di crediti deteriorati e generando un netto calo del costo del rischio. Un'altra sfida sarà quella di rafforzare ulteriormente il vantaggio competitivo nella gestione dei costi e diventare leader assoluto nel panorama europeo per efficienza operativa attraverso: una nuova Banca Digitale (ISY Bank), rinnovamento del personale, gestione smart degli immobili del Gruppo, gestione dei costi potenziata ed efficienza IT. Per rafforzare ulteriormente la leadership nel Wealth Management, Protection&Advisory, Intesa Sanpaolo continuerà a fare leva sulle competenze distintive acquisite e su una rete di specialisti di prodotto altamente qualificata, investendo in strumenti e piattaforme dedicati per offrire alla clientela un'offerta innovativa e un livello di servizio altamente personalizzato. Il Gruppo, inoltre, continuerà ad investire significativamente su temi ambientali, sociali e sostenibili, tra cui: impareggiabile supporto per far fronte ai bisogni sociali, forte focus sull'inclusione finanziaria attraverso il terzo settore, continuo impegno per la cultura, promozione dell'innovazione, accelerazione nell'impegno verso Net-Zero e supporto ai clienti nella transizione ESG/climate.

4.4. Green Bond sovrani

Negli ultimi anni si è assistito ad un forte crescita del fenomeno dei green bond sovrani. La prima è stata la Polonia nel dicembre 2016, a seguire la Francia nel gennaio

2017, poi Irlanda, Belgio e Lituania nel 2018, Paesi Bassi nel 2019 mentre nel 2020 si sono aggiunte alla lista Germania, Ungheria e Svezia. Nel primo trimestre di quest'anno è proseguita la forte crescita dei GSS Bond sovrani²¹², ovvero dei bond emessi dagli stati ed altre organizzazioni governative collegati agli obiettivi SDG che comprendono Green, Social, Sustainability e Sustainability-linked Bond. Oltre 40 gli emittenti sovrani che hanno emesso questo tipo di bond per un valore di oltre 500 miliardi di dollari. È quanto emerge dall'ultimo report GSS Bonds Market Trends di Mainstreet Partners, società londinese specializzata in strumenti ESG e dati di impatto. La performance del primo trimestre di quest'anno segue un 2023 da record. Le emissioni di Bond sovrani "sostenibili" lo scorso anno hanno totalizzato una cifra record di 160 miliardi di dollari, rappresentando una percentuale del 31% dei GSS Bond emessi complessivamente nel 2023.

La gran parte delle emissioni sono denominate in euro o in dollari, sia per la grandezza di questi mercati, che per il maggior interesse che l'Unione Europea, ad esempio, ha verso la transizione energetica e verso gli obiettivi climatici. Le scadenze di questo genere di bond sono tendenzialmente più lunghe, essendo destinate a finanziare progetti che impegnano un arco temporale più ampio.

Gli emittenti sovrani e quelli sovranazionali coprono poco più di un terzo dell'intero mercato dei bond "sostenibili". Gli emittenti corporate coprono circa il 63% dell'intero mercato e questo spiega anche perché le emissioni green sono le più usate. Gli emittenti governativi rappresentano il 22% del mercato e quelli sovranazionali il 15%.

Il segmento sovereign è più incline ad emettere la categoria dei Green Bond, che rappresentano circa il 73% delle emissioni GSS da parte degli emittenti sovrani, rispetto al 61% degli emittenti Corporate (imprese) ed al 40% degli emittenti sovranazionali. I Sustainability Bond sono la seconda categoria più sperimentata, rappresentando il 21% delle emissioni sovrane GSS. Meno usati i Social Bond (rappresentano solo il 5% delle emissioni) ed i Sustainability-linked bond (l'1%). Sebbene la categoria "green" sia la più usata, molti emittenti sovrani hanno mostrato interesse anche per i Sustainability Bonds negli ultimi anni. È il caso del Messico, primo emittente sovrano ad aver collocato dei Sovereign SDG Bond. Vi sono importanti differenze a livello geografico nell'utilizzo

²¹² <https://quifinanza.it/economia/finanza/bond-sovrani-green-1-trimestre-2024/821463/>

delle risorse generate dai collocamenti di Bond GSS, a seconda della sensibilità che ciascun Paese o Continente ha verso certe tematiche e non altre. Ad esempio, in Asia, una grande fetta di emissioni (il 30%) è destinata a finanziare progetti legati a edifici green (Green Buildings), mentre in Europa sono molti i finanziamenti (il 43% de totale) diretti alla mobilità sostenibile. In Africa, la gran parte delle risorse (il 39%) è destinata alle infrastrutture per la gestione dell'acqua.

Secondo i dati riportati dal report sui green bond da parte della Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo che analizza il primo semestre 2021, la Francia si colloca al primo posto in Europa per emissioni di titoli di Stato green con un ammontare totale di emissioni dal 2017 (primo collocamento) ad oggi pari a 40 miliardi²¹³.

Il 12 ottobre 2021 ha visto anche il debutto del primo green bond lanciato dall'Unione europea per l'importo di 12 miliardi e con durata 15 anni. Il suo scopo sarà quello di finanziare parte della Next Generation UE (vedi par. 1.4) e a tal fine si è previsto di raccogliere 250 miliardi di euro entro il 2026 arrivando così a coprire circa il 30% dell'operazione (la quale ammonta in totale a 800 miliardi di euro)²¹⁴.

4.4.1 Il caso Italia: i Btp green

Il 3 marzo 2021 il Tesoro ha emesso il primo dei nuovi Btp Green del quale sono state emesse due tranche per un valore nominale complessivo pari a 13.500 milioni di euro ed un controvalore ai prezzi di emissione pari a 13.265,13 milioni di euro. La prima emissione ha raggiunto il record di richieste nelle emissioni inaugurali di Green Bond sovrani in Europa con una partecipazione di circa 530 investitori, di cui oltre la metà ESG, per una domanda complessiva di oltre 80 miliardi di euro. L'interesse da parte del mercato è stato confermato anche in occasione della riapertura della seconda tranche, effettuata nel mese di ottobre 2021, con la partecipazione di circa 350 investitori, di cui quasi la metà di tipo ESG.

²¹³ A. Romani, Europa sul podio dei green bond sovrani, "MilanoFinanza", 28 settembre 2021. <https://www.milanofinanza.it/news/europa-sul-podio-dei-green-bond-sovrani202109281413374674>

²¹⁴ M. Cellino, Ue: al via il primo maxi-green bond da 12 miliardi, ordini 11 volte l'offerta, Il "Sole 24 Ore", 12 ottobre 2021. <https://www.ilsole24ore.com/art/ue-via-primo-maxi-green-bond12-miliardi-ordini-10-volte-l-offerta-AEUg8Mp>

Fig.4.25: Logo emissione BTP Green



Si tratta di titoli di Stato i cui proventi sono destinati al finanziamento della spesa pubblica con positivo impatto ambientale a supporto della transizione ecologica. L’iniziativa si inserisce in una fase decisiva per l’economia del nostro Paese, chiamato ad essere protagonista del Green New Deal europeo.

A maggior ragione considerando che il Next Generation EU prevede l’impiego di più di un terzo delle risorse per la rivoluzione verde e la transizione ecologica.

4.4.1.1 I nuovi titoli di Stato per la transizione ecologica

I Btp Green sono titoli a medio-lungo termine e presentano le medesime caratteristiche degli altri Btp e garantiscono un reddito fisso con cedola semestrale e il rimborso del valore nominale alla scadenza. I titoli possono essere scambiati dagli investitori istituzionali sia sul mercato MTS (per operazioni non inferiori ai 2 milioni di euro) che sui mercati OTC. I risparmiatori retail possono negoziare il titolo sul MOT, dove sono consentite operazioni dal taglio minimo di 1.000 euro.

Per i Btp Green sono previste due modalità di collocamento:

- a. tramite asta marginale con determinazione discrezionale del prezzo di aggiudicazione e della quantità stessa;
- b. tramite sindacato di collocamento.

Per l’emissione del primo Btp Green, il Tesoro ha affidato il collocamento ad un consorzio di banche selezionate tra gli operatori specialisti in titoli di Stato, che hanno

raccolto gli ordini degli investitori finali. La prima emissione è stata dedicata ai soli investitori istituzionali.

I proventi raccolti confluiscono nel Conto Disponibilità del Tesoro presso la Banca d'Italia e sono allocati sulla base delle direttive presenti nella Legge di Bilancio 2020.

Il 90% sarà destinato a trasporti, efficienza energetica, protezione dell'ambiente e biodiversità.

4.4.1.2 Il framework del BTP Green

Il framework del Btp Green si fonda su quattro pilastri:

1. Il “*Quadro di riferimento per l'emissione di titoli di stato green*”, che presenta la strategia ambientale dell'Italia e presenta i quattro pilastri delle emissioni di Btp Green:
 - criteri di selezione delle spese presenti nel bilancio dello Stato;
 - l'uso del ricavato delle varie emissioni;
 - il monitoraggio delle spese;
 - l'impatto ambientale delle spese.
2. I “*Green Bond principles*” dell'ICMA, secondo i quali chi emette un titolo:
 - deve identificare con chiarezza la destinazione dei proventi;
 - deve seguire alcuni procedimenti particolari nella valutazione e selezione dei progetti, che devono rientrare in un elenco di categorie;
 - deve garantire la massima trasparenza nel comunicare la gestione dei proventi;
 - deve rendere disponibili dei report per mantenere aggiornati gli investitori sull'avanzamento dei progetti finanziati.
3. La “*Second Party Opinion*” di Vigeo-Eiris, organismo indipendente di valutazione che ha certificato la coerenza del Quadro con gli obiettivi ambientali e la strategia di sostenibilità, dal punto di vista dell'allocazione delle risorse, della quantificazione degli effetti positivi sul clima e della conformità delle spese ammissibili ai “*Green Bond Principles*” dell'ICMA.
4. La “*Tassonomia europea delle attività sostenibili*”, che illustra le regole per stabilire quali attività economiche possano definirsi sostenibili ed individua sei obiettivi ambientali e climatici:

- mitigazione dei cambiamenti climatici;
- adattamento ai cambiamenti climatici;
- uso sostenibile e protezione delle risorse idriche e dell'ambiente marino;
- transizione verso un'economia circolare;
- prevenzione e controllo dell'inquinamento;
- protezione e ripristino della biodiversità e degli ecosistemi.

4.4.1.3 La prima emissione

Questo primo Btp Green ha scadenza il 30 aprile 2045. Il titolo offre una cedola annua dell'1,50% ed è stato collocato sotto la pari al prezzo di 99,168²¹⁵ corrispondente ad un rendimento lordo annuo all'emissione dello 1,547%.

La prima emissione è stata eseguita tramite sindacato di collocamento costituito da BNP Paribas, Crédit Agricole Corp. Inv. Bank, Intesa Sanpaolo S.p.A., J.P. Morgan AG e NatWest Markets.

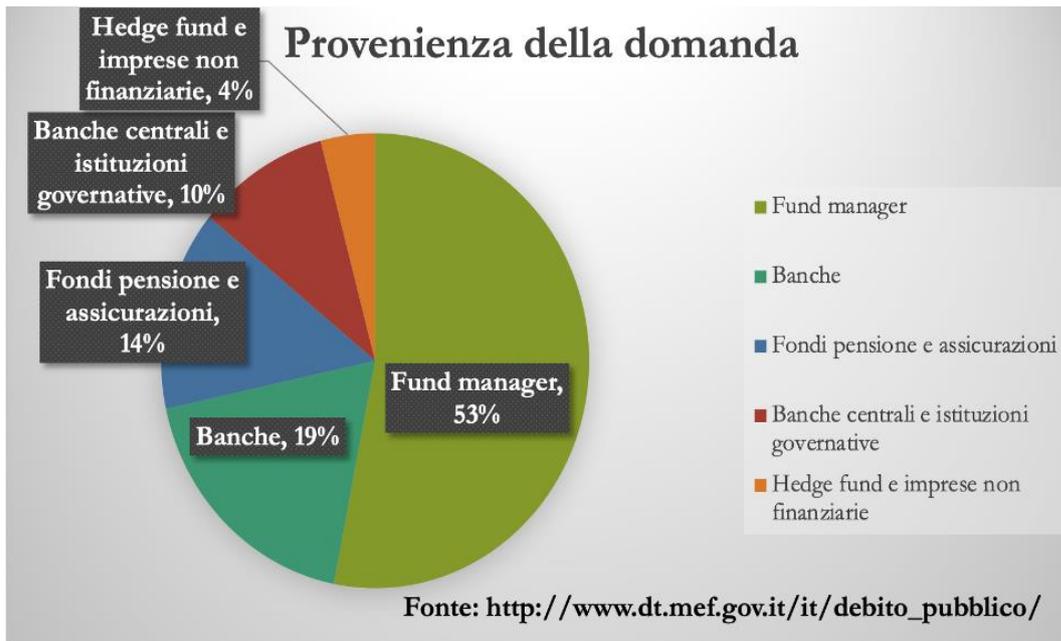
All'emissione hanno partecipato 530 investitori per una domanda di oltre 80 miliardi di euro, a fronte di una emissione pari a 8,5 miliardi di euro. Oltre la metà del collocamento è stato sottoscritto da investitori ESG. Complessivamente, si è registrata una elevata partecipazione da parte degli investitori con un orizzonte di investimento di lungo periodo. I fund manager hanno ottenuto il 53,1% dell'emissione, le banche il 18,5% e i fondi pensione/assicurazioni il 14%.

Agli hedge fund, caratterizzati da un maggiore interesse verso l'investimento speculativo di breve periodo, è spettato circa il 3,6%. Da un punto di vista geografico, vi è stata la partecipazione di oltre 40 Paesi, con il 73,7% dell'emissione sottoscritto da investitori esteri (in particolare: Regno Unito 22,1%, Germania-Austria-Svizzera 19,9%, Francia 10,1%).

L'emissione del Btp Green segue quella di altri titoli sovrani europei, tra i quali quelli di Polonia, Francia, Germania, Olanda, Svezia, Ungheria, Irlanda. Entro l'anno toccherà a Spagna e Regno Unito.

Figura n. 4.26: Provenienza della domanda

²¹⁵<https://www.mef.gov.it/ufficio-stampa/comunicati/2021/Risultati-dellemissione-del-primi-BTP-Green/>



Fonte: http://www.dt.mef.gov.it/it/debito_pubblico/

4.4.1.4 Le criticità del framework secondo NN Investment Partners

Secondo NN Investment Partners, società di investimento pioniera nella finanza sostenibile, il framework del Btp Green presenta tre principali criticità:

- il ridotto peso delle risorse destinate allo sviluppo dell'idrogeno e delle fonti rinnovabili; infatti, la maggior parte delle risorse sono destinate a edilizia e trasporti;
- l'inclusione delle infrastrutture marittime, in quanto l'industria del trasporto marittimo non è ancora su un percorso di transizione ecologica;
- l'esclusione dell'industria mineraria, per la quale la definizione di standard ambientali riscontra maggiori criticità; tuttavia, in prospettiva sarà fondamentale investire sulla produzione sostenibile e il riciclo di materiali rari, sempre più fondamentali nelle produzioni strategiche delle tecnologie rinnovabili, come le batterie dei veicoli elettrici.

I quattro meccanismi essenziali che accompagnano le emissioni di BTP Green sono illustrati nel "Quadro di riferimento per l'emissione di titoli di Stato Green":

- › i criteri di selezione delle spese *green* presenti nel bilancio dello Stato;
- › l'uso del ricavato delle varie emissioni;
- › il monitoraggio delle spese;

- l'impatto ambientale delle stesse.

Il Quadro di riferimento è in linea con i “*Green Bond Principles*” emanati dall’International Capital Market Association (ICMA) nel giugno 2018 e, per quanto possibile, con la bozza degli “*EU Green Bond Standards*”, attualmente in discussione da parte dell’Unione europea.

Tramite l’emissione di BTP Green, l’Italia si impegna a finanziare le spese statali a positivo impatto ambientale, selezionate mediante il supporto del Comitato Interministeriale (istituito con il DPCM del 9 ottobre 2020)²¹⁶ e incluse nel bilancio dello Stato italiano. Esse includono le spese fiscali, le spese in conto capitale, le spese correnti e i trasferimenti a favore di soggetti esterni o interni alla pubblica amministrazione, nella misura in cui siano finanziate dalla fiscalità generale. Nel dettaglio con le emissioni di BTP Green, l’Italia finanzierà tutte le spese che contribuiranno alla realizzazione degli obiettivi ambientali delineati dalla “*Tassonomia europea delle attività sostenibili*”, attualmente in discussione:

1. Mitigazione dei cambiamenti climatici;
2. Adattamento ai cambiamenti climatici;
3. Uso sostenibile e protezione delle risorse idriche e dell’ambiente marino;
4. Transizione ad un’economia circolare;
5. Prevenzione e controllo dell’inquinamento;
6. Protezione e ripristino della biodiversità e degli ecosistemi.

Inoltre, l’utilizzo dei proventi raccolti tramite le emissioni di BTP Green aiuterà l’Italia a sostenere gli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile 2030 (OSS), contribuendo nello specifico al raggiungimento dei seguenti obiettivi:

- Obiettivo 6: Acqua Pulita e Igiene;
- Obiettivo 7: Energia Pulita e Accessibile;
- Obiettivo 11: Città e Comunità Sostenibili;
- Obiettivo 12: Consumo e Produzione Responsabili;
- Obiettivo 13: Agire per il Clima;

²¹⁶ Ministero dell’Economia e della Finanza, BTP Green, Quadro di riferimento per l’emissione di titoli di Stato Green, febbraio 2021, http://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/presentazioni_studi_relazioni/documentazione_btp_green/Quadro_di_riferimento_per_l'emissione_di_Titoli_di_Stato_Green.pdf

- Obiettivo 14: Vita Sott'Acqua;
- Obiettivo 15: Vita Sulla Terra.

Dal punto di vista dei flussi di tesoreria, i proventi raccolti tramite le emissioni di BTP Green sono gestiti così come accade per gli altri titoli di Stato ordinari e confluiscono, pertanto, nel Conto Disponibilità intrattenuto dal Tesoro presso la Banca d'Italia. Il Comitato Interministeriale di cui sopra, con cadenza periodica e per tutta la durata della vita del titolo Green, fornisce il supporto per il corretto monitoraggio delle spese di dimensioni equivalenti al netto ricavo delle singole emissioni. Questo consente sia la tracciabilità dell'allocazione del netto ricavo dell'emissione, sia il monitoraggio dell'effettiva applicazione dei criteri di eleggibilità, per tutta la durata della vita del BTP Green.

Conclusioni

Le scelte di investimento sui mercati finanziari si basano generalmente sulla valutazione del rendimento offerto, commisurato al profilo di rischio della strategia di investimento. Gli investitori tradizionali tengono in considerazione principalmente questi parametri piuttosto che l'uso del capitale investito. Ma negli ultimi anni si è affermato un forte interesse nei confronti degli aspetti ambientali, sociali e di governance (conosciuti con l'acronimo ESG) che ha condotto ad una celere diffusione della finanza cosiddetta

"sostenibile": un ecosistema in cui gli operatori prendono in considerazione tali aspetti nelle proprie scelte di investimento. In questo contesto si sono affermati i green bond che rappresentano una considerevole innovazione sui mercati obbligazionari poiché consentono agli investitori di finanziare specificamente progetti "green" legati ad esempio al settore delle energie rinnovabili, alla gestione sostenibile dei rifiuti o delle risorse idriche, alla tutela della biodiversità o all'efficiamento energetico. I green bond rappresentano un'opportunità per aumentare la disponibilità di capitali necessari alla transizione verso un'economia più sostenibile dal punto di vista ambientale, senza dover rinunciare al rendimento finanziario. Inoltre, gli emittenti di green bond sono tenuti ad informare il mercato riguardo all'utilizzo del capitale preso a prestito attraverso la tracciabilità dei proventi, il reportage di impatto ambientale e la revisione esterna. In questo modo, i green bond forniscono agli investitori un elevato livello di trasparenza e di coinvolgimento nelle strategie della società emittente in una maniera molto simile a quella solitamente riservata agli investitori di equity. Tutte queste caratteristiche hanno permesso al mercato dei green bond di crescere esponenzialmente in pochissimo tempo. Tuttavia, affinché il mercato acquisti fiducia in questa tipologia di investimento è essenziale che siano chiaramente stabiliti degli standard comuni per la definizione del termine green. Infatti, in assenza di linee guida universalmente condivise che specifichino come individuare in modo corretto questa tipologia di bond, molti investitori si sono mostrati preoccupati per il rischio di greenwashing, laddove i proventi delle obbligazioni vengano allocati in progetti con scarsi o non chiari vantaggi ambientali. L'unico rimedio è una maggiore chiarezza, trasparenza e uniformità delle informazioni che permetta al sistema di riacquisire credibilità e allo stesso tempo individuare coloro che utilizzano le questioni legate al clima soltanto per fini speculativi. Con una minore incertezza legata ai temi ESG dovrebbe anche aumentare il volume delle transazioni all'interno del mercato che, nonostante la crescita registrata negli ultimi anni, continua a rimanere un mercato marginale se comparato a quello dei prodotti tradizionali e le risorse mobilitate risultano ancora insufficienti per sostenere la transazione ecologica entro i tempi previsti. Senza un sistema finanziario che riesca a convogliare i capitali (sia pubblici che privati) verso determinate tipologie di investimenti, in mancanza di un aiuto concreto da parte dei Paesi più ricchi (e inquinanti) nei confronti delle nazioni più povere e che allo stesso tempo sono anche le più esposte ai rischi del cambiamento climatico e senza un reale sforzo da

parte del mondo delle imprese, principali responsabili dell'emissione di gas serra, sarà praticamente impossibile riuscire a raggiungere gli obiettivi stabiliti dall'UE e dall'ONU. Ad oggi, praticamente nessun paese risulta essere in linea con l'Accordo di Parigi e siamo ancora molto distanti dal taglio del 45% delle emissioni entro il 2030 rispetto ai livelli del 2010, al fine di raggiungere lo zero netto entro il 2050. Il cambiamento climatico è la questione più urgente della nostra epoca e senza un intervento deciso ed immediato le conseguenze per una vastissima fascia della popolazione saranno tragiche e irreversibili. In questo scenario, la finanza è obbligata ad accelerare il suo processo di riconversione verso un sistema che sia in grado di sostenere gli investimenti necessari per favorire la transizione ecologica ed energetica e per il momento, nonostante i buoni propositi, la strada risulta essere ancora molto lunga.

Per concludere questo elaborato, vorrei citare un personaggio, che con una sua celebre frase, riassume un concetto fondamentale: “non possiamo pretendere che le cose cambino, se continuiamo a fare sempre le stesse cose” (Albert Einstein).

Bibliografia

- Barnett, L. M., Salomon M. R., : Does it pay to be really good? Addressing the shape of the relationship between social and financial performance, *Strategic Management Journal*, 2012
- Berg, F., Kölbel J.F., Rigobon R. : *Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings*, 2022
- Bisio, L. , : *Comunicazione aziendale di sostenibilità socio-ambientale*, Giappichelli, Torino 2015

- Boffo, R., Patalano R., : ESG Investing: Practices, Progress and Challenges. OECD Paris. 2020
- Brown, L. D. & Caylor, M. L. : Corporate Governance and Firm Valuation. Journal of Accounting and Public Policy, 2006
- Candriam, Candriam Article 8 Equities, Bonds & Multi-Assets Strategies 2023
- Cellino, M. Ue: al via il primo maxi green bond da 12 miliardi, ordini 11 volte l'offerta, Il "Sole 24 Ore", 12 ottobre 2021.
- Crifo, P., & Forget, V. D. : The Economics of Corporate Social Responsibility: a firm-level perspective survey. Journal of Economic Surveys, 29(1), 2015
- Delmas M. A, e Burbano V. C.. : «The Drivers of Greenwashing». In: California Management Review 54.1 2011
- El Ghouli, S., Guedhami, O., Kwok, C. C. Y., & Mishra, D. R. : Does corporate social responsibility affect the cost of capital? Journal of Banking & Finance, 2011
- Eliwa Y.e Aboud A. e Saleh A. : ESG practices and the cost of debt: Evidence from EU countries 2021
- Economist, European Commission and Senior Researcher, IAE University Paris 1 Panthéon-Sorbonne,
- Federal Ministry for Economic Cooperation and Development , "Green Bonds – Ecosystem, Issuance Process and Case Studies" 2018
- Friedman M., : The social Responsibility of Business is to Increase its Profits, New York Times Magazine 1970
- Galeone P. e Meneguzzo M. : La finanza sociale. Pubblico, privato, non profit: le prospettive comuni in Europa e in Italia, 2017
- Gruppo Hera SpA, Bilancio di sostenibilità 2018, Dichiarazione consolidata di carattere non finanziario, 2018
- Intesa Sanpaolo, Green Bond Report, giugno 2020
- Intesa Sanpaolo, Il green bond di intesa continua a dare i suoi frutti, 2020
- Kangun, N. Carlson L.e Grove. S. J. : Environmental Advertising Claims: A Preliminary Investigation In: Journal of Public Policy Marketing 1991
- Kölbel, J.F., Lambillon, A. : Who pays for sustainability? An analysis of Sustainability-Linked Bond 2022

- Laugel, & Vic-Philippe. Social Bonds : financing the recovery and long-term inclusive growth. Variances. 2020
- Levitt, T., : The Dangers of Social Responsibility. Harvard Business Review,
- Liang H., Ranneboog L., Corporate social responsibility and sustainable finance: A review of the literature, ecgi.global,2020
- Mangilli, D, Head of Sustainability di IMPact SGR 2022
- Martijn Cremers K. J. and Vinay Nair, 2005 Governance Mechanisms and Equity Prices 1958
- Martin Logu. Le tre autorità europee di vigilanza avviano consultazione sui Regulatory Technical Standards SFDR - ESG News. Mar. 2021
- Migliorelli M. *What do we mean by Sustainable Finance? Assessing Existing Framework and Policy Risks, Sustainability, (2021)* Commissione Europea, Overview of Sustainable Finance
- Ministero dell'Economia e della Finanza, BTP Green, Quadro di riferimento per l'emissione di titoli di Stato Green, febbraio 2021,
- MSCI Research. MSCI Rating Methodology 2020
- Mutua, D. C. Social Bonds Propel ESG Issuance to Record \$732 Billion in 2020. Bloomberg. 2021
- Neu, D. e Warsame, H. e Pedwell, K., Managing public impressions: environmental disclosures in annual reports 1998
- Newey, W.K. e West K. D. : Hypothesis Testing with Efficient Method of Moments Estimation 1987
- OECD, Green Bonds. Mobilising the debt capital markets for a low-carbon transition, 2015,
S.K. PARK, Investors as Regulators,
- Parguel, B. Benoit-Moreau F. e Russell, C. A. : Can evoking nature in advertising mislead consumers? The power of 'executional greenwashing' In: International Journal of Advertising 34.1 2015
- Preclaw, R. and Bakshi, A., The Cost of Being Green. Report, Barclays Credit Research 2015
- Romani, A. : Europa sul podio dei green bond sovrani, "MilanoFinanza", 28 settembre 2021.

- Roncalli, T. : Sustainable Finance. University of Paris-Saclais. 2022
- Schmittmann, J.M. Teng, C.H. : How Green are Green Debt Issuers?, 2021
- Semet R. e Thierry Roncalli T. e Stagnol L. ESG and Sovereign Risk: What is Priced in by the Bond Market and Credit Rating Agencies? 2021
- Zhang Y. e Nakajima T. e Hamori S. How Does the Environmental, Social, and Governance Index Impacts the Financial Market and Macro-Economy? 2021

Sitografia

- https://it.wikipedia.org/wiki/Guido_Maria_Brera,
- <https://cdn.mises.org/I%20Pencil.pdf>
- <https://www.mdpi.com/2071-1050/13/2/975>,
- https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/overview-sustainable-finance_en

- [https://finanzasostenibile.it/attivita/definizione-di-investimento-sostenibile/https://www.treccani.it/enciclopedia/summit-di-rio_\(Dizionario-di-Economiae-Finanza\)](https://finanzasostenibile.it/attivita/definizione-di-investimento-sostenibile/https://www.treccani.it/enciclopedia/summit-di-rio_(Dizionario-di-Economiae-Finanza)).
- <https://www.globalreporting.org/about-gri/>
- <https://www.unpri.org/about-us/about-the-pri>. Apr. 2022
- <https://www.sasb.org/about/>
- <https://unfccc.int/process-and-meetings/the-paris-agreement/the-paris-agreement>
- <https://sdgs.un.org/2030agenda>
- https://finance.ec.europa.eu/publications/technical-expert-group-sustainablefinance-teg_en.
- <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A32019R2089>
- <https://press.un.org/en/2006/sg2111.doc.htm>
- <https://esgnews.it/regulator/le-tre-autorita-europee-di-vigilanza-avviano-consultazione-sui-regulatory-technical-standards-sfdr/>. Mar. 2021
- <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:32020R0852>
- <https://www.inabottle.it/it/ambiente/piattaforma-finanza-sostenibile>. Mar. 2022
- <https://bit.ly/3azOWEu>
- <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/LSU/?uri=celex:32014L0095>
- https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/company-reporting-and-auditing/company-reporting/corporate-sustainability-reporting_en. Feb. 2020
- https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/tools-and-standards/eu-taxonomy-sustainable-activities_en#legislation
- <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX:52022PC0071>
- <https://www.esma.europa.eu/document/final-report-guidelines-disclosure-requirements-applicable-credit-rating-agencies>
- <https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/our-commitment-to-sustainability-exec-summary-it.pdf>
- <https://www.stern.nyu.edu/experience-stern/faculty-research/new-meta-analysis-nyu-stern-center-sustainable-business-and-rockefeller-asset-management-finds-esg>
- <https://esgnews.it/focus/analisi-e-approfondimenti/investimenti-esg/>

- <https://www.eurosif.org>
- <https://www.rockefellerfoundation.org>
- <https://esgnews.it/regulator/le-tre-autorita-europee-di-vigilanza-avviano-consultazione-sui-regulatory-technical-standards-sfdr/>.
- <https://www.eurosif.org/responsible-investment-strategies/>
- <https://www.robeco.com/it/punti-di-forza/investimenti-sostenibili/glossario/negative-screening.html>
- <https://Www.Robeco.Com/It/Punti-Di-Forza/Investimenti-Sostenibili/Glossario/Best-In-Class.Html>
- <https://Unglobalcompact.Org/What-Is-Gc/Mission/Principles>
- <https://Www.Robeco.Com/It/Punti-Di-Forza/Investimenti-Sostenibili/Glossario/Best-In-Class.Html>
- <https://Unglobalcompact.Org/What-Is-Gc/Mission/Principles>
- <https://www.esg360.it/tag/banking/>
- <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/intermediari/Testo-Unico-Bancario.pdf>.
- <https://finanzasostenibile.it/wp-content/uploads/2017/12/manuale-impact-investing-WEB.pdf>
- www.icmagroup.org/About-ICMA/
- https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Translations/2018/Italian-SBP_2018-06.pdf
- <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/sustainability-linked-bond-principles-slbp/>
- <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Translations/2020/Italian-SLBP2020-06-280920.pdf>
- <https://www.lma.eu.com/sustainable-lending>.
- www.globalgoals.org
- www.europa.eu/rapid/press-release_IP-16-4009_it.htm
- [https://webapp.sebgroup.com/mb/mblib.nsf/aw/3c57af239091dddfc125822400522b99/\\$file/giz_seb_greenbondpublication_web.pdf](https://webapp.sebgroup.com/mb/mblib.nsf/aw/3c57af239091dddfc125822400522b99/$file/giz_seb_greenbondpublication_web.pdf)
- Federal Ministry for Economic Cooperation and Development (2018), “Green Bonds – Ecosystem, Issuance Process and Case Studies”.

- [https://webapp.sebgroup.com/mb/mblib.nsf/aw/3c57af239091dddfc125822400522b99/\\$file/giz_seb_greenbondpublication_web.pdf](https://webapp.sebgroup.com/mb/mblib.nsf/aw/3c57af239091dddfc125822400522b99/$file/giz_seb_greenbondpublication_web.pdf)
- <https://www.climatebonds.net/standard/taxonomy>
- Climate Bond Initiative (2019),” Climate Bonds Standard Version 3.0. International best practice for labelling green investments”.
- <https://www.climatebonds.net/resources/press-releases/2019/12/climate-bonds-launches-version-30-international-climate-bonds>
- https://ec.europa.eu/clima/policies/international/negotiations/paris_it
- <https://www.borsaitaliana.it/pro-link/partner/climatebondinitiative/climatebondsinitiative.htm>
- <https://valori.it/obbligazioni-verdi-la-parola-al-mercato/>
- <https://anie.it/banche-multilaterali-di-sviluppo-cosa-sono-e-quali-sono/?contesto-articolo=/servizi/appalti-internazionali/approfondimenti/>
- [https://webapp.sebgroup.com/mb/mblib.nsf/aw/3c57af239091dddfc125822400522b99/\\$file/giz_seb_greenbondpublication_web.pdf](https://webapp.sebgroup.com/mb/mblib.nsf/aw/3c57af239091dddfc125822400522b99/$file/giz_seb_greenbondpublication_web.pdf)
- [https://webapp.sebgroup.com/mb/mblib.nsf/aw/3c57af239091dddfc125822400522b99/\\$file/giz_seb_greenbondpublication_web.pdf](https://webapp.sebgroup.com/mb/mblib.nsf/aw/3c57af239091dddfc125822400522b99/$file/giz_seb_greenbondpublication_web.pdf)
- <https://www.cnr.it/sites/default/files/public/media/attivita/editoria/VOLUME%20FULL%202014%20digital%20LIGHT.pdf>
- <https://www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-Challenges.pdf>
- https://web.uniroma1.it/dip_management/sites/default/files/2%20a%20-indicatori%20sostenibilità.pdf
- <http://www.ecolabelindex.com/glossary/>
- <https://www.resourceefficient.eu/en/measure/green-labelling-and-certification-infrastructure-products-packaging>
- <https://www.globalecolabelling.net/about/gen-the-global-ecolabelling-network/>
- <https://www.consilium.europa.eu/it/meetings/international-summit/2015/06/07-08/>
- <https://www.europarl.europa.eu/topics/it/article/20240111STO16722/fermare-il-greenwashing-come-l-ue-regola-le-asserzioni-ambientali>
- <http://www.ecolabelindex.com/ecolabels/Index>
- <https://www.iso.org/home.html>

- <https://it.fsc.org/it-it/certificazioni/i-marchi-fsc/i-marchi-fsc-sui-prodotti;>
- <https://www.pefc.org/>
- <https://www.epditaly.it/epd-2/>
- <https://index-esg.com/it/>
- https://www.sfi.ch/resources/public/dtc/media/pdn-sfm_pr_italian.pdf
- <https://www.weforum.org/publications/global-competitiveness-report-2019/>
- <https://ogletree.com/app/uploads/PDI/2021-Diversity-Equity-and-Inclusion-Annual-Report.pdf>
- <https://www.msci.com/who-will-regulateesg?msclkid=4ab7e071b35d11ec83b2c7f0614efd95>
- <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principlesguidelines-and-handbooks/social-bond-principles-sbp/>
- <https://unglobalcompact.org/takeaction/ocean/communication/blue-bonds-accelerating-sustainable-oceanbusiness?msclkid=7d4d1840b68b11ecae9efb519a46be7f>
- <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainablefinance/2021-updates/Sustainability-Bond-Guidelines-June-2021-140621.pdf>
- <https://www.spglobal.com/ratings/en/>
- <https://www.sustainalytics.com>
- <https://www.moody.com>
- <https://www.fitchratings.com/>
- <https://www.bloomberg.com>
- <https://www.ilsole24ore.com/>
- [Milanofinanza.it](https://www.milanofinanza.it)
- <https://group.intesasanpaolo.com/it/sostenibilita/governo-sostenibilita/controllo-gestionerischi/presidio-rischi-esg-reputazionali>
- <https://www.gsam.com/responsible-investing/it-IT/institutional/insights/green-bond-le-performance-ne-confermano-il-successo>
- <https://www.equita.eu/it/gli-insights-di-equita/contenuti/green-bonds-giugno-2019.html>
- <https://esgnews.it/governance/standard-ethics-75-delle-banche-italiane-conforme-a-standard-esg-modello-virtuoso-in-eu/>

- <https://www.advisoronline.it/esg/60691-esg-le-banche-italiane-primeggiano-per-l-aspetto-sociale1.action#:~:text=In%20relazione%20agli%20aspetti%20sociali,%2C0%20della%20>
- <https://www.abi.it/studi/>
- <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/altri-atti-convegni/2019-sviluppo-sostenibile/Intesa-Sanpaolo.pdf>
- https://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/btp_green_post_emissioni/Rapporto-2022-Allocazione-e-Impatto-BTP-Green-13.05.2022.pdf
- https://www.dt.mef.gov.it/it/debito_pubblico/titoli_di_stato/quali_sono_titoli/btp_green/
- http://www.dt.mef.gov.it/it/debito_pubblico/titoli_di_stato/quali_sono_titoli/btp_green/
- http://www.dt.mef.gov.it/it/debito_pubblico/emissioni_titoli_di_stato_interni/comunicazioni_emissioni_btp_green/
- http://www.dt.mef.gov.it/it/debito_pubblico/emissioni_titoli_di_stato_interni/risultati_aste/risultati_aste_btp_green/
- <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/green-bond-definizione.htm>
- https://www.repubblica.it/economia/rapporti/energitalia/sostenibilita/2021/03/04/news/il_btp_verde_pietra_miliare_per_il_mercato_dei_green_bond_-290320118/
- <https://quifinanza.it/economia/finanza/bond-sovrani-green-1-trimestre-2024/821463/>
- <https://www.milanofinanza.it/news/europa-sul-podio-dei-green-bond-sovrani-202109281413374674>
- <https://www.ilsole24ore.com/art/ue-via-primo-maxi-green-bond12-miliardi-ordini-10-volte-l-offerta-AEUg8Mp>
- http://www.dt.mef.gov.it/it/debito_pubblico/titoli_di_stato/quali_sono_titoli/btp_green/

- http://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/presentazioni_studi_relazioni/documentazione_btp_green/Quadro_di_riferimento_per_lxemissione_di_Titoli_di_Stato_Green.pdf
- <https://www.mef.gov.it/ufficio-stampa/comunicati/2021/Risultati-dellemissione-del-primo-BTP-Green/#>
- https://www.gruppohera.it/binary/hr_gruppo/download_center/GruppoHera_bilancio_di_sostenibilita_2018_DNF.1554727768.pdf

Indice delle tabelle/figure

Tabella	Titolo	Pag.
1.1	Evoluzione della risonanza del termine ESG	6
1.2	Sustainable Finance Landscape	9
1.3	Le tre componenti della sostenibilità	12
1.4	Evoluzione storico-legislativa degli investimenti sostenibili.	16

1.5	ESG Regulators, 2010-2022 (MSCI,2022)	18
1.6	Agenda 2030	20
1.7	Timeline delle date importanti in ambito di Regolamentazione ESG europea	30
2.1	Criteri ESG	33
2.2	Obiettivi di Sviluppo Sostenibile ONU	35
2.3	Gamma di investimenti sociali e finanziari	36
2.4	Crescita degli investimenti sostenibili 2014-2020	40
2.5	Proporzione di investimenti sostenibili per Paese nel 2020	41
2.6	Numero di firmatari e aderenti al PRI	44
2.7	Meccanismo tipico di un SLB (Kölbel e Lambillon, 2022)	61
2.8	Categorie e relativi progetti finanziabili con green bond	69
2.9	Tassonomia CBI	72
3.1	Mappa ecosistema ESG. Fonte: World Economic Forum 2019.	96
3.2	Quote di mercato agenzie di rating	107
3.3	Punteggi rating long-term S&P	108
3.4	S&P Global Ratings Definitions	109
3.5	Definizioni e score di lungo termine Moody's	109
3.6	Definizioni e score di breve termine Moody's	110
3.7	Definizioni e score di lungo termine Fitch	111
3.8	Definizioni e score di breve termine Fitch	112
3.9	Confronto tra le agenzie di rating	113
4.1	ESG Bonds – Evoluzione.	120
4.2	ICMA Green Bond Principles, membri ed osservatori italiani.	122
4.3	Green bond issuance	125
4.4	Bond in circolazione per scadenza	126
4.5	Bloomberg titoli di debito verde in circolazione a livello lobale	127
4.6	Bloomberg MSCI Green bond index price chart	128
4.7	Divisione degli emittenti: governo vs impresa	128
4.8	Emittenti per settore	129
4.9	Emittenti per volume	129
4.10	Debito emesso per settore in USD	130
4.11	Primi 15 paesi emittenti per importo emesso in USD. SNAT indica l'insieme degli enti sovranazionali	131

4.12	Prime cinque valute emittenti per importo emesso	131
4.13	Volumi di emissione di green bond in circolazione per anno (in USD)	132
4.14	Numero di titoli ancora in circolazione per anno di emissione	132
4.15	Valutazioni di Moody's e Standard & Poor's	138
4.16	Rating ESG ottenuti da Hera	139
4.17	Emissioni sostenibili di Hera	140
4.18	Emissioni comuni di Hera	141
4.19	Rating S&P per titolo	147
4.20	Rating S&P per titolo (governo)	147
4.21	Rating S&P per titolo (corporate)	148
4.22	SE Italian banks index	150
4.23	Report, Green e Social Bond	159
4.24	Utilizzo dei proventi e indicatori di impatto ambientali anno 2019	163
4.25	Logo emissione Btp green	167
4.26	Provenienza della domanda	170