

LA PROSPETTIVA DEI *GREEN BONDS* PER LA FINANZA SOSTENIBILE*.

di Stefania Cavaliere**

Sommario. 1. Un'alternativa alla finanza speculativa. – 2. Iniziative europee ed internazionali: *work in progress*. – 3. Le potenzialità delle nuove obbligazioni verdi, un bruco che può diventare farfalla.

1

1. Un'alternativa alla finanza speculativa.

La finanza speculativa, come è noto, ha innescato, a partire da Oltreoceano, una pesante crisi nel sistema economico globale, la quale, pur se in misura minore rispetto al decennio scorso, continua a fare sentire i suoi effetti, che attualmente si affiancano ad altre pressanti problematiche come, per esempio, la questione ambientale. Ciò ha alterato in modo strutturale la fisionomia e le regole di funzionamento dei sistemi finanziari e ha avuto un impatto significativo sulle relazioni tra intermediari e mercati, e persino tra famiglie e imprese produttive. Si è avvertita, così, la necessità di ripensare completamente l'attuale quadro economico e finanziario al fine di ridare centralità alla persona umana e ai suoi diritti.

Negli anni '60 del secolo scorso, sulla scia dei movimenti di protesta a favore dei diritti civili, si posero le premesse volte a un cambiamento della *qualità* del mercato, attraverso la domanda di prodotti e di servizi diversi da quelli tradizionali. Dagli anni '90, la finanza socialmente responsabile ha compiuto un salto di qualità e si è posta come un esempio virtuoso per tutto il mondo degli investimenti e, soprattutto nell'ultimo decennio, si è concretizzato un diverso modo di intendere la politica finanziaria che, pur all'interno di un mercato invariato nelle sue caratteristiche di fondo, da un lato, è in grado di creare la

* *Sottoposto a referaggio.*

** Assegnista di ricerca in Diritto dell'economia – Università di Bari "Aldo Moro".

redditività attesa da un investimento e, dall'altro, può generare un ulteriore impatto, per dir così, socialmente “misurabile”¹.

L'esigenza di cambiare l'attuale modello di sviluppo della società non può non fare i conti con un diverso approccio al sistema finanziario, che può sviluppare un non trascurabile moto virtuoso capace di indirizzare scelte economiche ed industriali e, nello stesso tempo, contribuire a svolgere un ruolo non secondario nelle politiche di salvaguardia del pianeta. Essa, infatti, può rappresentare un valido strumento per favorire un utilizzo di energia più *green*, contribuire al buon utilizzo delle risorse naturali o migliorare le politiche sui rifiuti e sulla fertilità dei terreni².

Da questa rinnovata visione *politica* della finanza, peraltro già oggetto di non trascurabili trasformazioni al piano soggettivo, cioè *interno*, anche a causa degli effetti degenerativi del capitalismo visibili a seguito della crisi finanziaria e dei debiti sovrani³, è nata l'idea di finanza sostenibile⁴ che sostiene e si avvicina alle istanze generali della sostenibilità, nell'intento di valorizzare le risorse attuali per far fronte ai bisogni e alle aspirazioni dell'uomo di oggi ma anche di quello di domani⁵.

¹ M. Reggio, *Introduzione*, in C. Gonnella, S. Cerlenco (a cura di), *La finanza ad impatto sociale*, Roma, 2017, p. 13.

² P. Venturi e G. Perra, *La finanza di impatto per i cambiamenti climatici*, consultabile su www.finanzasostenibile.it, 2018, p. 7.

³ F. Capriglione, *Nuova finanza e sistema italiano*, Torino, 2016, p. 7 ss.

⁴ *Ex multis* e tra i più recenti, A. Del Giudice, *La finanza sostenibile*, Torino, 2019, p. 7 ss.; G. Sabatini, *Finanza d'impatto e Action Plan sulla finanza sostenibile: il percorso delle banche europee*, in *Bancaria*, n. 4/2019, p. 23 ss.; G. Betti, *La finanza sostenibile e i "principi per la banca responsabile" delle Nazioni Unite: insieme per un' "economia verde"*, in *Credito cooperativo*, n. 1/2019, p. 38 ss.; E. Macchiavello, *Possono esistere "banche etiche"? La nuova definizione normativa di "operatori di finanza etica e sostenibile" tra interesse sociale, scopo di lucro e normativa bancaria post-crisi*, in *Riv. Trim. dir. dell'ec.*, n. 1/2019, p. 188 ss.; R. Ferrari, *La finanza etica e sostenibile in Europa: non una finanza minore, ma una finanza migliore*, in *Credito cooperativo*, n. 2/2019, p. 44 ss.; M. Mannini, *La finanza sostenibile*, in *Quale impresa*, n. 5-6/2018, p. 30 ss.; S. Boubaker, D. Cumming e D. K. Nguyen (a cura di), *Manuale di ricerca di finanza e sostenibilità*, Cheltenham, 2018, p. 26 ss.; A. Quartarone, *Etica in finanza*, in *Riv. Trim. dir. dell'ec.*, n.1/2018, suppl., pp. 129 ss.; I. Basile, *Esiste un modello di finanza sostenibile? Sustainable finance and economic growth: ne trends and strategies*, in *Bancaria*, n. 6/2017, p. 12 ss.

⁵ La sostenibilità è oramai diventata una specie di “mantra”, richiamata in tutti i settori del vivere sociale. Tale concetto ha cominciato ad accrescere la sua popolarità a partire dalla definizione dello sviluppo sostenibile come «la necessità di soddisfare i bisogni attuali senza compromettere le esigenze delle generazioni future» fornita nel famoso rapporto della Commissione Brundtland denominato «*Our Common Future*» (1987), presentato alle Nazioni Unite nel 1988, frutto del lavoro della *World Commission on Environment and Development*, presieduta da Gro Harlem Brundtland. I tratti principali del concetto di «sviluppo sostenibile» sono stati oramai dettagliatamente definiti dalla «*Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development*», adottata il 25 settembre 2015 dall'Assemblea generale ONU (reperibile online su www.un.org). Sulla sostenibilità, *ex multis*, P. Costa, *Dal conflitto alla sostenibilità ambientale*, in *Ec. della cult.*, n. 2/1997, p. 111 ss.; F. Salvia, *Ambiente e sviluppo sostenibile*, in *Riv. giur. amb.*, 1998, pp. 235 ss.; V. Pepe, *Lo sviluppo sostenibile fra diritto internazionale e diritto interno*, in *Riv. giur. amb.*, 2002, p. 209 ss.; A. Marzanati, *Lo sviluppo sostenibile*, in A. Lucarelli e A. Patroni Griffi (a cura

Tale tipo di finanza ha conosciuto nel tempo varie configurazioni: dapprima è stata collegata a progetti sostenibili che generavano profitti nel breve periodo, per poi comprendere progetti legati a prodotti capaci di creare valore nel lungo periodo, mentre non pochi esperti del settore stimano che, nel futuro, la sostenibilità diventerà proprio la caratteristica principale di questo settore⁶.

L'obiettivo della politica finanziaria degli ultimi anni, infatti, è sempre più orientato a dare vita a investimenti che generano comunque un plusvalore economico, realizzando, allo stesso tempo, *utili sociali*, in modo da influire positivamente sul sistema ambientale.

Gli obblighi normativi sulla rendicontazione non finanziaria a carico di coloro che emettono titoli improntati alla sostenibilità e le nuove regole che incentivano gli investitori istituzionali ad essere azionisti attivi spiegano la natura di questa tipologia di finanza, che prevede la valutazione di *performance* non finanziarie nelle strategie degli investitori.

Le operazioni della finanza sostenibile, quindi, sono diverse dalle operazioni tradizionali perché, pur integrando investimenti finanziari in senso stretto, collocano il capitale in attività che *scommettono* su investimenti responsabili basati su strumenti e metodologie originali, comunque diverse da quelle tradizionali, e tuttora in fase di trasformazione, come i *social bonds*, i *social impact bonds* e, non ultimi, i *green bonds* in grado di coniugare efficienza e redditività promuovendo progetti sociali e ambientali.

La legislazione italiana non ha ignorato i cambiamenti in atto nel settore della finanza e nel 2016 ha inserito nel Testo unico bancario l'art. 111 *bis*⁷, rubricato “Finanza etica e sostenibile”, dove si fornisce una precisa definizione degli “operatori di finanza etica e sostenibile”, che, tuttavia, almeno *prima facie*, sembrerebbe elaborata principalmente al fine di riconoscere un'agevolazione fiscale a favore delle banche etiche⁸.

di), *Studi sulla Costituzione europea. Percorsi e ipotesi*, Napoli, 2003, p. 139 ss.; C. Cencini, *Economia, ambiente e sviluppo sostenibile*, Bologna, 2003; M. Benozzo e F. Bruno, *Legislazione ambientale: per uno sviluppo sostenibile del territorio*, Milano, 2003; M. Benozzo e B. Caravita di Toritto, *Diritto dell'ambiente*, Bologna, 2005; F. La Camera, *Sviluppo sostenibile: origini, teoria e pratica*, Roma, 2005; S. Nespore, *Il governo dell'ambiente. La politica e il diritto per il progresso sostenibile*, Milano, 2009; S. Maglia, *Diritto ambientale: alla luce del d.lgs. 152/2006 e successive modificazioni*, Roma, 2009; M. Doyle e J.E. Stiglitz, *Eliminating extreme inequality. A Sustainable Development Goal, 2015-2030*, in *Ethics & International Affairs*, 2014, p. 5 ss.; E. Scotti, *Poteri pubblici, sviluppo sostenibile ed economia circolare*, in *Dir. dell'ec.*, n. 1/2019, p. 493 ss.

⁶ D. Schoenmaker, *A Framework for Sustainable Finance*, consultabile su www.ssnr.com, 2019.

⁷ A. Sciarrone Alibrandi e E. Macchiavello, *Commento all'art. 111-bis t.u.b.*, in F. Capriglione (a cura di), *Commentario al Testo Unico delle Leggi in materia bancaria e creditizia*, Padova, 2018, p. 1643 ss.

⁸ E. Macchiavello, *op. cit.*, p. 197 ss.

A livello europeo è stata introdotta una normativa rivolta agli investitori istituzionali al fine di renderli maggiormente attivi sui temi della sostenibilità. A tale proposito, è utile ricordare la direttiva (UE) 2016/2341, riguardante le attività e la supervisione degli enti pensionistici aziendali o professionali attuata con il d.lgs. n. 147/2018, e la direttiva (UE) 2017/828, emanata per incoraggiare l'impegno a lungo termine degli azionisti.

Il contesto si palesa, dunque, favorevole all'avvio di un processo evolutivo nella prospettiva indicata. Da una recente indagine⁹, infatti, è emerso anche un aumento dell'interesse dei risparmiatori circa l'importanza degli aspetti ambientali e sociali nel settore finanziario. La maggior parte dei cittadini, infatti, sembra acquisire maggiore consapevolezza in ordine al fatto che si possono realizzare profitti se le aziende adottassero *politiche di sostenibilità*, anche quale attuazione delle più recenti tendenze, sviluppatasi a livello internazionale, che tendono a *ridurre* la distanza fra il diritto internazionale dell'economia, tradizionalmente *attento all'efficienza dei mercati*, e il c.d. *diritto allo sviluppo*, maggiormente rivolto ai profili redistributivi¹⁰; tuttavia, malgrado questa non trascurabile presa di coscienza, vi è ancora scarsa informazione sui vari tipi di investimenti sostenibili e responsabili, e la gran parte dei piccoli risparmiatori ignora l'esistenza di specifici prodotti finanziari che, oltre ad avere un ritorno economico per l'emittente e per chi li acquista, hanno anche un impatto positivo sull'ambiente e sulla società.

La crisi ecologica degli ultimi decenni, poi, strettamente collegata a quella economica e sociale¹¹, ha evidenziato come il ruolo dei cittadini, degli imprenditori e degli investitori sia fondamentale per dare una svolta concreta e per trasformare l'attuale modello economico¹², così come ha rimarcato che l'apporto di questi ultimi si rivela necessario anche per la buona riuscita delle politiche rivolte ai cambiamenti climatici dimostratesi ormai centrali per la crescita e lo sviluppo, al pari delle riforme strutturali. La promozione della tutela dell'ambiente e quella dei diritti sociali, invero, può diventare un elemento cruciale per la promozione di una crescita inclusiva e sostenibile, e per questo occorre

⁹ A. Lovera e S. Pizzoglio, *Il risparmiatore responsabile in Italia, indagine Doxa S.p.a.*, in www.finanzasostenibile.it, 2017, p. 21.

¹⁰ M.C. Malaguti, *"Sviluppo" e diritto internazionale dell'economia*, in E. Triggiani, F. Cherubini, I. Ingravallo, E. Nalin e R. Virzo (a cura di), *Dialoghi con Ugo Villani*, II, Bari, 2017, p. 873.

¹¹ M. Cafagno, *Analisi economica del diritto e ambiente, tra metanarrazioni e pragmatismo*, in *Il dir. dell'ec.*, n. 2/2019, p. 159 ss.

¹² *Annual Report and Accounts Schroders*, 2018, consultabile su www.schroders.com, p. 32 ss.

aumentare la competizione sul mercato dei titoli *green*, puntando su progetti innovativi rispettosi dell'ecosistema dei diritti fondamentali come ha sottolineato l'OCSE¹³.

L'accordo di Parigi¹⁴, il piano d'azione per l'energia e il clima del G19 di Amburgo, nonché il gruppo di studio sulle finanze verdi del G20, evidenziando i danni dei cambiamenti climatici, hanno spronato i *policy makers* e gli economisti a porre in primo piano l'esigenza di salvaguardare l'ambiente. Ciò ha contribuito a dare un concreto impulso alla trasformazione dell'attività finanziaria orientandola sempre più verso la realizzazione dello sviluppo sostenibile e verso l'offerta di prodotti finanziari *green*. Questi ultimi attribuiscono particolare attenzione all'impatto sociale e ambientale, nonché ai principi ESG (*Environmental, Social, Governance*), ovvero tutti quei fattori che caratterizzano le attività collegate all'investimento responsabile e che, pur perseguendo gli obiettivi tipici della gestione finanziaria, considerano fondamentali tutti gli aspetti della sostenibilità. Gli operatori finanziari hanno ormai compreso che gestire rendimenti esclusivamente finanziari di un determinato settore o azienda tradizionale non è più vantaggioso, mentre risultano molto più promettenti prodotti finanziari attenti alle istanze ecologiche e sociali che potenzialmente possono attrarre maggiori investitori.

Al fine di adeguarsi alle nuove richieste del mercato, gli investitori e gli imprenditori hanno cercato di legare i nuovi titoli a sistemi per lo più inediti per permettere agli *stakeholders* di verificare che gli stessi titoli rispettino i principi di sostenibilità. È questo il motivo per cui, secondo quanto attuato anche da tre *big* della finanza che appoggiano la realizzazione dei tanto auspicati cambiamenti in favore del clima – Black Rock, Norges Fund e GPIF (*Government Pension Investment Fund*) – sono stati istituiti il bilancio sociale e il Report CSR ovvero il Rendiconto della *Corporate Social Responsibility*, in Italia conosciuto anche come bilancio di sostenibilità.

2. Iniziative europee ed internazionali.

Un'analisi empirica condotta a livello internazionale¹⁵ rileva che le strategie basate sui

¹³ Cfr. Rapporto economico OCSE Italia, 2019, consultabile su www.oecd.org, pp. 2 ss.

¹⁴ Alla conferenza sul clima di Parigi (COP21) del dicembre 2015, 195 Paesi hanno adottato il primo accordo universale e giuridicamente vincolante sul clima mondiale.

¹⁵ Del Giudice, *op. cit.*, pp. 52 ss.

criteri ESG, strettamente legate ai bisogni di matrice umana, sociale e ambientale, offrono un beneficio in termini di riduzione di rischio di portafoglio rispetto ai modelli d'investimento tradizionali, nonostante generino rendimenti più bassi.

L'inclusione nei mercati finanziari di prodotti che comprendono progetti ecologici si è resa necessaria a causa delle emergenze ambientali a livello globale perché i fondi pubblici, come è noto, non sono effettivamente sufficienti per finanziare gli interventi necessari per gestire i rischi economici legati ai cambiamenti climatici. Gli investitori, però, pur essendo ben disposti a supportare questa buona causa, hanno dimostrato che prima di acquistare tali titoli vogliono capire cosa vuole realizzare la tecnologia verde e quali sono gli elementi che caratterizzano un'obbligazione *green* in modo da poter monitorare l'utilizzo del capitale e le sue relative rendite.

Tra le varie forme di investimenti verdi si è particolarmente distinto, soprattutto perché è espressamente *votato* alla causa dei cambiamenti climatici, il *green bond* (detto anche *climate bond*). Si tratta di una vera e propria obbligazione¹⁶, in cui il prestito obbligazionario è utilizzato per finanziare o rifinanziare progetti sostenibili legati a programmi che abbiano un impatto positivo per l'ambiente, come quelli relativi all'efficienza energetica, alla produzione di energia da fonti pulite, all'uso sostenibile dei terreni, alle iniziative legate alla prevenzione e al controllo dell'inquinamento, al miglioramento delle infrastrutture per i trasporti, alle centrali eoliche e più in generale alle iniziative connesse all'utilizzo sostenibile dell'acqua o all'edilizia ecocompatibile, che rispondono a particolari caratteristiche di sostenibilità¹⁷.

Le obbligazioni verdi, inoltre, sempre più spesso sono accompagnate da incentivi fiscali come esenzioni e crediti d'imposta, che permettono a questi titoli di aumentarne la competitività rispetto a una comparabile obbligazione tassata. Inizialmente, i nuovi *bond* provenivano principalmente da istituzioni finanziarie sovranazionali, come la Banca mondiale o la Banca Europea per gli Investimenti; successivamente sono arrivati sul mercato anche titoli emessi da singole aziende, municipalità e agenzie statali. Ultimamente

¹⁶ È opportuno ricordare che ci sono quattro tipologie di *green bonds*, a seconda del tipo di finanziamento previsto nell'obbligazione e cioè: *standard green use of proceeds bond*; *green revenue bond*; *green project bond*; *green securitized bond*.

¹⁷ M. Demary e A. Neligan, *Are green bonds a viable way to finance environmental goals? An analysis of chances and risks of green bonds*, in *IW-Report*, n. 28/2018, 2018, pp. 5 ss.; A. Laskowska, *The Green bond as a prospective instrument of the global debt market*, in *Copernican Journal of Finance & Accounting*, n. 6/2017, pp. 69 ss.

si sta assistendo all'espansione significativa dell'emissione di tali titoli anche grazie alla spinta impressa dalla Conferenza di Parigi del 2015 e al fatto che molti Paesi, compresa la Cina e l'India, stanno cercando di ridurre l'utilizzo dei combustibili fossili sostituendoli con nuove forme di energia atte a ridurre le emissioni di gas serra.

La crescita del mercato dei *green bonds*, infatti, è dovuta principalmente a due fattori: da una parte all'ingresso nel mercato delle obbligazioni verdi emesse dalle grandi imprese dei Paesi emergenti e, dall'altra, alla crescente attenzione delle istituzioni sovranazionali riguardo al tema della sostenibilità ambientale¹⁸.

Tutte le principali Banche di Sviluppo (Banca Mondiale, *International Finance Corporation*, *European Bank for Reconstruction and Development*, *European Investment Bank*, *Asian Development Bank*, *African Development Bank*), inoltre, stanno manifestando il loro impegno per la sostenibilità avviando nuovi piani di emissione di *green bonds* in piena sintonia con i due temi centrali delle linee guida definite all'interno dei *Sustainable Development Goals*¹⁹ promossi dalle Nazioni Unite, ovvero il cambiamento climatico e l'inclusione finanziaria.

Al momento non esiste uno *standard* globale per certificare come *verde* un determinato *bond*, ma, nel 2014 sono state emanate linee guida elaborate dall'*International Capital Market Association* (ICMA), i c.d. GBP, ovvero i *Green Bond Principles*, che pongono in primo piano la trasparenza nella comunicazione tra emittente e investitore, tutelando il secondo e supportando il primo nell'emissione del titolo. I GBP possono essere considerati una sorta di autoregolamentazione proveniente dal mercato stesso, tanto che non vi sono penalità vere e proprie a carico di chi non li rispetta. Una conseguenza della mancata osservanza dei principi, che potrebbe essere considerata una sorta di sanzione implicita, proviene, invece, proprio dal mercato: l'emittente di un *green bond* che non si adegua alle indicazioni dell'ICMA²⁰, nella maggior parte dei casi, ha una cattiva ricaduta in termini reputazionali.

Le principali caratteristiche che differenziano i *green bonds* certificati secondo i principi ICMA rispetto alle obbligazioni tradizionali possono essere sintetizzati in quattro punti: l'accurata selezione del progetto da finanziare o rifinanziare; la diretta connessione dei

¹⁸ A. Romani, *Green bonds: meriti e sfide di un prodotto in rapida diffusione*, in *Bancaria*, n. 2/2016, pp. 49 ss.

¹⁹ Consultabile online su www.sustainabledevelopment.un.org.

²⁰ Consultabili online su www.icma.org.

proventi al progetto selezionato, dato che il denaro è depositato su un conto legato a un portafoglio specifico facilmente tracciabile dall'emittente; l'elaborazione di una rendicontazione (*reporting*) che deve accompagnare (almeno una volta all'anno) l'utilizzo dei proventi indicando i progetti per cui vengono destinati; la predisposizione di una relazione da parte di un revisore esterno che certifica la veridicità di documenti e obiettivi (c.d. *second opinion*).

Per quanto riguarda l'Unione Europea, nell'ottobre 2014 il Consiglio ha adottato il *2030 Climate & energy framework*²¹, mentre la Commissione ha emanato un aggiornamento dell'*Environment Action Programme*²² (Programma d'azione per l'ambiente) dove ha ribadito l'impegno delle istituzioni europee a favore delle negoziazioni internazionali sul clima.

I primi *green bonds* furono lanciati dalla BEI²³ nel 2007²⁴ (la prima obbligazione verde fu la *climate awareness*, che aveva l'obiettivo di finanziare progetti rivolti ad individuare soluzioni per la riduzione degli effetti dei cambiamenti climatici²⁵) corredati della previsione di alcune linee guida, non considerate vincolanti²⁶, come la c.d. tassonomia²⁷, ossia una classificazione di criteri specifici, per determinare l'idoneità dei progetti ambientali secondo quanto affermato dalla *Climate Bonds Initiative*²⁸ e come gli *standard* europei sui *green bonds*. Questi ultimi, comunque, attendono ancora una definizione

²¹ Il Quadro 2030 per il clima e l'energia, reperibile online su www.ec.europa.eu, comprende obiettivi e obiettivi politici a livello dell'UE per il periodo dal 2021 al 2030. Obiettivi chiave per il 2030 sono una riduzione almeno del 40% delle emissioni di gas a effetto serra (rispetto ai livelli del 1990); una quota almeno del 32% di energia rinnovabile; un miglioramento almeno del 32,5% dell'efficienza energetica. Gli obiettivi in materia di energie rinnovabili e di efficienza energetica, tuttavia, sono stati rivisti nel 2018.

²² Consultabile online su www.ec.europa.eu/environment/action-programme.

²³ La BEI, com'è noto, è stata istituita nel 1958 dal Trattato di Roma con l'obiettivo di contribuire allo sviluppo del mercato unico attraverso il finanziamento senza scopo di lucro e nel rispetto dei principi di concorrenza e sussidiarietà di progetti di investimento di interesse comune (art. 309 TFU) e il suo impegno in campo ambientale è espressione diretta dell'art. 11 TFU (secondo cui la tutela dell'ambiente deve essere integrata nella definizione e attuazione delle azioni UE nella prospettiva di promuovere lo sviluppo sostenibile) e dell'art. 194 TFU (secondo cui la politica UE nel settore dell'energia è intesa, tra l'altro, a promuovere il risparmio energetico, l'efficienza energetica e lo sviluppo di energie nuove e rinnovabili).

²⁴ In seguito alla crisi del 2008 i *green bonds* sono diventati un prodotto di nicchia e solo nel 2013 si è di nuovo incrementato il mercato di tali obbligazioni. Nel 2014, in particolare, in occasione del vertice sul clima di New York, il sito ONU faceva riferimento esplicito ai *climate bonds* e le più importanti banche si impegnavano a stimolare il mercato di tali prodotti finanziari.

²⁵ Gonnella, Cerlenco (a cura di), *La finanza ad impatto sociale*, op. cit., p. 35.

²⁶ A. Romani, *Green bonds: new engagement for credibility in environmental finance*, in *Bancaria*, n. 2/2017, pp. 2 ss.

²⁷ A tal proposito si veda il *Taxonomy Technical Report*, reperibile online su www.ec.europa.eu.

²⁸ Organizzazione che, dopo aver ricevuto l'approvazione di un revisore esterno, certifica l'emissione di *green bonds*.

completa perché la Commissione europea, nel luglio 2018, ha istituito un Gruppo di tecnici esperti sul finanziamento sostenibile (TEG), richiedendo loro di predisporre una relazione che elabori criteri *standard* sulle obbligazioni verdi dell'UE, basandosi sulle migliori prassi disponibili. Il TEG, nel giugno 2019, ha pubblicato tre rapporti relativi all'elaborazione delle iniziative legislative ritenute necessarie per regolare le obbligazioni verdi, fra cui, in particolare, uno sugli standard UE dei *green bonds*²⁹ che propone criteri volontari e non legislativi per migliorarne l'efficacia, la trasparenza, la comparabilità e la credibilità, nonché per incoraggiare i partecipanti al mercato a investire in tali strumenti finanziari. Il Gruppo ha specificato che un'obbligazione verde UE si configura come un qualsiasi tipo di obbligazione o capitale, quotata o non quotata, ovvero come uno strumento di debito di mercato emesso da un emittente europeo o internazionale allineato al *Green UE Bond Standard*. I componenti chiave degli *standard* stabiliti dal TEG sono essenzialmente quattro: i proventi delle obbligazioni verdi dell'UE devono essere destinati al finanziamento o al rifinanziamento di progetti/attività che contribuiscono sostanzialmente ad almeno una delle sei tassonomie ambientali prescritte, rispettando il minimo delle garanzie sociali; la necessità di pubblicare il *Green Bond Framework* dove si dimostra l'allineamento con i GBS dell'UE delle obbligazioni verdi emesse, illustrando come la strategia dell'emittente si adegui a tali obiettivi e rispetti i punti principali da prevedere nella rendicontazione delle obbligazioni verdi; l'obbligo di predisporre due relazioni, una sull'uso dei proventi e un'altra sull'impatto ambientale (relazione di impatto); la verifica obbligatoria del *Green Bond Framework* attraverso un revisore esterno. Una delle previsioni più innovative dei GBS rispetto agli standard ICMA è l'istituzione di un albo dei certificatori, cioè esperti del settore che forniscono la *second opinion*, i quali dovranno essere iscritti a un elenco gestito dall'Autorità europea degli strumenti finanziari dei mercati (ESMA), l'*Authority* che regola i mercati finanziari europei nel quadro del Sistema europeo di vigilanza finanziaria (SEVIF)³⁰. Secondo il TEG i criteri *standard* risolverebbero diversi ostacoli nel mercato attuale e, in particolare, concorrerebbero a ridurre la disinformazione sui titoli verdi, uniformando i processi di verifica e di rendicontazione. L'individuazione dei parametri ufficiali cui dovrebbero attenersi tali

²⁹ Consultabile online su www.ec.europa.eu/info/publications/sustainable-finance-teg-green-bond-standard.

³⁰ V. Troiano, *L'architettura di vertice dell'ordinamento finanziario europeo*, in M. Pellegrini (a cura di), *Diritto pubblico dell'economia*, Padova, 2016, p. 205 ss.; A. Antonucci, *I contratti di mercato finanziario*, Ospedaletto (Pisa), 2018, p. 16 ss.

obbligazioni, tra l'altro, potrebbe semplificare l'identificazione dei criteri da utilizzare per erogare eventuali incentivi. La nuova Commissione deciderà come e se portare avanti le raccomandazioni del TEG, che, comunque, coadiuverà l'istituzione europea nel caso proponesse modifiche. Il gruppo di esperti nel frattempo continua a lavorare sul progetto di istituire il sistema temporaneo e volontario di registrazione dei verificatori approvati.

Nell'aprile 2015, inoltre, la BEI ha riconosciuto ai *green bonds* dignità strategica autonoma nel suo piano operativo aziendale dopo un periodo in cui gli obiettivi di *climate action* erano stati limitati solo ai prestiti, mentre nel dicembre 2017, in occasione del *One Planet Summit* di Parigi, otto banche centrali e autorità di vigilanza hanno istituito una rete di banche centrali e autorità di vigilanza (il c.d. NGFS), che attraverso una “*Guida all'investimento sostenibile*” intende rendere più verde il sistema finanziario. Peraltro, anche la banca dei regolamenti internazionali ha lanciato un *green bond fund* riservato alle banche centrali, considerando l'investimento in *green bonds* come possibile integrazione delle attuali politiche di investimento delle riserve³¹.

Con riferimento al mercato italiano, occorre evidenziare che la Borsa Italiana ha assunto 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 Initiative* sostenuta dalle Nazioni Unite con il fine di supportare la transizione verso un'economia a basso impatto ambientale, aderisce attraverso il *London Stock Exchange Group*, alla *Climate Bonds Initiative* ed è tra gli osservatori dei *Green Bonds Principles* dell'ICMA. Essa si è impegnata a sensibilizzare gli emittenti a fornire ai mercati un'informativa più completa sulle proprie politiche ESG, mettendo a disposizione del mercato una serie di strumenti per meglio identificare ed analizzare il mondo della finanza sostenibile. A partire dal marzo 2017 la Borsa Italiana ha deciso di offrire agli investitori istituzionali e ai *retails* la possibilità di identificare i titoli i cui proventi vengono destinati al finanziamento di progetti a favore dell'ambiente attraverso la certificazione iniziale di un soggetto terzo indipendente, prevedendo il rinnovo, almeno annuale, di tale informativa. La prima obbligazione verde italiana è stata lanciata nel 2014 dalla *multitutility* emiliana Hera³², seguita da Enel, Intesa Sanpaolo, Ferrovie dello Stato e CDP. La Banca d'Italia, inoltre,

³¹ I. Fender, M. McMorrow, V. Sahakyan e O. Zulaica, *Green bonds: the reserve management perspective*, consultabile su www.bis.org, settembre 2019.

³² È da evidenziare, tuttavia, che solo il 25% degli investitori di tale titolo sono italiani, mentre il restante 75% è costituito da investitori esteri.

così come altre banche centrali europee, ha introdotto criteri di sostenibilità nella strategia di investimento dei propri fondi.

3. Le potenzialità delle nuove obbligazioni verdi: un bruco che può diventare farfalla.

Le emissioni di *green bonds* in sei anni si sono quintuplicate, passando da meno di 50 miliardi a oltre 250 miliardi³³; essi, tuttavia, rappresentano un mercato ancora troppo piccolo rispetto a quello obbligazionario globale, ma i presupposti perché questi strumenti finanziari possano imporsi non mancano.

Non è un caso che anche singoli Paesi abbiano deciso di emanare titoli di tale genere. Il primo *green bond* di Stato è stato emesso da un Paese europeo: la Polonia, che nel dicembre 2016 ha lanciato un'obbligazione verde da 750 milioni di euro. In una fase successiva hanno emesso titoli di Stato *green* Irlanda, Belgio e Olanda, mentre la Francia ha immesso nel mercato un OAT (un titolo di Stato) che da un capitale iniziale di 7 miliardi di euro è diventato di 22 miliardi a causa di una forte richiesta degli investitori istituzionali.

Nonostante ciò, vi è da dire che, benché questi titoli siano caratterizzati da un'assenza di esposizione diretta al rischio, la certezza della destinazione dei fondi e la possibilità di una dettagliata verifica *ex post* (caratteristiche che dovrebbero rappresentare un valore aggiunto agli occhi degli investitori e non solo di quelli socialmente responsabili) continuano a presentare diverse criticità, al contrario di quanto ci si potrebbe aspettare. I *green bonds*, infatti, ad eccezione di alcuni casi, non riescono a replicare l'andamento dell'indice obbligazionario dei titoli tradizionali³⁴, probabilmente, perché gli investitori, pur essendo desiderosi di aderire alla lotta ai cambiamenti climatici, sono sempre alla ricerca di rendimenti più alti e per fare ciò puntano a inserire nel loro portafoglio titoli più volatili e quindi con maggiore possibilità di guadagno.

Le obbligazioni verdi, invece, non rispondono a questa esigenza, non avendo l'*asset*

³³ A. Baglioni, *Le politiche europee per una finanza sostenibile*, in *Osservatorio monetario*, n. 1/2020, p. 3.

³⁴ V. D'Angerio, *Green bond, ecco cosa sono e come funzionano*, in *Il Sole 24 ore*, 20 gennaio 2020, p. 3; vi è da rilevare, tuttavia, che P. Bongini, A. Lippi e L. Nieri, *Il mercato dei green bonds*, in *Osservatorio monetario*, n. 1/2020, pp. 38 ss., evidenziano come in realtà gli studi che analizzano la diversità di rendimento tra *green bonds* e *bonds* ordinari non giungono a risultati univoci e quindi non è possibile asserire con certezza che l'andamento dell'indice obbligazionario dei primi è peggiore di quello dei secondi.

finanziario sopra descritto a cui, forse, si avvicina, se non in parte, un altro tipo di *climate bonds*, i c.d. *climate bonds initiative*, i quali, però, attualmente, ingenerano non pochi dubbi circa l'utilizzazione dei loro proventi, dal momento che non è ancora del tutto chiaro cosa effettivamente finanzia visto che anche le compagnie petrolifere, pur essendo tra i principali responsabili dell'inquinamento globale, emettono questi titoli.

Tra le varie criticità dei *green bonds*, bisogna considerare anche la scarsa dimensione media degli scambi dovuta alla difficoltà di tradurli.

A questo si aggiungono gli episodi di *green-washing* o *social-washing*, ovvero comportamenti opportunistici di alcune società emittenti, le quali fanno credere di essere sostenibili quando in realtà non lo sono, frenando in tal modo gli investitori. Si aggiunge, poi, da parte degli operatori del settore, la preoccupazione che possa scoppiare una bolla obbligazionaria verde³⁵ se i progetti finanziati non riusciranno a raggiungere gli obiettivi climatici che si propongono.

Così, in attesa di concreti sviluppi futuri, il mercato non premia, come ci si aspetterebbe, le emissioni verdi, anche se dal 2019 l'emissione dei *green bonds* continua costantemente a crescere e, a dispetto delle questioni ora segnalate, gli *stakeholders* sono in aumento, tanto che ai diversi emittenti, investitori e intermediari, si sono aggiunti autorità pubbliche, borse, revisori esterni, università e anche la Chiesa che, sebbene *timidamente*, comincia a interessarsi a questi titoli finanziari tesi a favorire azioni per la collettività.

Le caratteristiche dei *green bonds* e il loro utilizzo in innovativi progetti di rilevanza sociale e ambientale (cui potrebbero aggiungersi finanziamenti per programmi di ricerca sulla salute umana)³⁶ lasciano supporre che essi, più che una moda del momento, possano rappresentare un cambiamento del modo di fare investimenti, anche se è evidente la necessità di un intervento pubblico per fornire un quadro di regole certe. Occorre, infatti, riuscire a diminuire talune perplessità degli investitori e dare maggiore credibilità alle obbligazioni verdi, aumentando quantità e diversificazione dell'offerta in modo da evitare che i portafogli sostenibili preferiscano solo gli emittenti a miglior merito di credito e quelli con un *rating* più elevato. Aumentando trasparenza e *accountability* della finanza

³⁵ M. Longo, *Bolla o non bolla sui mercati? La bilancia pende per il no*, in *Il Sole 24 ore*, 19 gennaio 2010, p. 3, sostiene, tuttavia, che il rischio di una bolla relativa ai *green bonds* sia molto basso.

³⁶ Occorre, per completezza, rilevare che nel momento in cui si scrive, i governi di otto Paesi europei tra cui quello italiano, data l'emergenza dovuta al coronavirus, hanno proposto alla Commissione europea la possibile emissione di *corona bonds* con caratteristiche che potrebbero ricalcare quelle degli altri *climate bonds*.

ambientale³⁷ si può attivare un'opera collettiva di miglioramento che può portare a politiche più attente verso la situazione ecologica.

L'Europa, da parte sua, avendo capito l'importanza e le potenzialità della nuova finanza, spinge per una rapida crescita del mercato delle obbligazioni verdi e a questo fine la proposta di armonizzare la tassonomia all'interno dei Paesi UE entro il 2021³⁸ deve ritenersi un'azione necessaria poiché l'esistenza di diversi *standard* nazionali ostacolerebbe l'emergere di mercati transfrontalieri dove scambiare tali prodotti finanziari. Un altro segnale positivo proveniente dall'Unione europea è da rintracciarsi nell'impegno della Commissione di trovare metodi capaci di facilitare valutazioni comparabili e interoperative e di adottare un quadro concettuale e una terminologia comune attraverso gli studi affidati al TEG, per imprimere un concreto impulso alle obbligazioni verdi e renderle decisamente più appetibili³⁹.

Dopo l'insediamento della nuova Commissione europea, poi, è aumentato l'impegno per lo sviluppo della finanza *green*, dato che uno degli obiettivi primari di questa istituzione è proprio favorire la sostenibilità. In linea con questa impostazione, la presidente della Commissione, adottando l'*European green deal* tra i capisaldi del suo programma di governo⁴⁰, ha attribuito un importante ruolo ai *green bonds* nella realizzazione di tale progetto; così, anche il Parlamento Europeo, approvando lo scorso novembre una risoluzione per ridurre le emissioni di gas serra del 55% entro il 2030⁴¹, ha favorito l'emissione dei titoli in oggetto.

Gli analisti, poi, cominciano anche a discutere sugli effetti rivoluzionari⁴² che potrebbe comportare un *quantitative easing green* poiché la neo governatrice della BCE si è mostrata

³⁷ A tal proposito, in Europa esiste un Codice Europeo per la Trasparenza degli Investimenti Sostenibili e Responsabili (*European SRI Transparency Code*) elaborato da *Eurosif* nel 2008 che, dopo tre aggiornamenti, è stato oggetto di una nuova modifica il 19 febbraio 2018. Esso si applica ai fondi di investimento *retail*, coprendo un'ampia gamma di *asset class*, dall'azionario all'obbligazionario. Gli emittenti si impegnano a fornire informazioni accurate, pertinenti e aggiornate sull'integrazione dei criteri di sostenibilità ambientale, sociale e di *governance* nelle politiche di gestione dei fondi, nell'ottica di una maggiore trasparenza nei confronti dei soggetti interessati e, in particolare, dei sottoscrittori.

³⁸ In tal senso, si vedano le Proposte legislative della Commissione del maggio 2018 consultabili online su www.ec.europa.eu/info/publications/sustainable-finance.

³⁹ Romani, *op. cit.*, p. 10.

⁴⁰ A. Pettifor, *Prefazione I, Green deal un progetto per la giusta transizione europea*, consultabile su www.gndforeurope.com, 2019, p. 1 ss.

⁴¹ Risoluzione del Parlamento europeo sulla dichiarazione di "Emergenza climatica e ambientale" approvata il 28 novembre 2019, reperibile online su www.europarl.europa.eu.

⁴² Si evidenzia che se la BCE decidesse di acquistare *green bonds* in quantità significative, i prezzi di questi titoli tenderebbero a impennarsi, deprimendo quelli dei titoli ordinari, poiché si verificherebbe il classico effetto spiazzamento capace di dissuadere gli investitori dal dirigersi verso settori non *green* e quindi *sgraditi*.

incline a favorire l'acquisto di obbligazioni verdi, ritenendo che anche la politica monetaria debba dare una mano per ridurre le emissioni inquinanti⁴³.

Occorre inoltre considerare che un investimento in attività e progetti sostenibili da parte delle imprese, oltre ad avere effetti positivi in termini di minori rischi ambientali e sociali, permetterebbe una migliore allocazione delle risorse (più concentrate sulle attività produttive che non sui sistemi di *risk management*), una maggiore *performance* e un maggiore tasso di innovazione con ricadute competitive non trascurabili⁴⁴.

Dalle considerazioni svolte, quindi, sembra che i *green bonds* non integrino soltanto una moda passeggera ma, al contrario, pare che possano diventare uno degli strumenti più efficaci per contribuire alla salvaguardia dell'ambiente, alla biodiversità, alla sostenibilità economica e sociale e alla salute umana, anche se, come si è illustrato, attualmente stentano a *prendere il volo*.

Il maggiore impegno da parte delle istituzioni eurounitarie, dei Governi nazionali e delle società emittenti nel rendere tali nuove obbligazioni più omogene, più comprensibili per gli investitori, e lo sforzo di emanare norme più precise, insieme alla volontà a livello internazionale ed europeo di creare una tassonomia, fanno sperare che in un futuro non troppo lontano si possa giungere (sempre che la crisi dovuta alla pandemia in atto, nel momento in cui si scrive, non stravolga completamente gli attuali assetti economici e finanziari) a uno sviluppo significativo di tali titoli. Ciò è auspicabile perché le obbligazioni verdi, riuscendo a far convergere gli interessi della politica, della finanza e della società, completano un circolo virtuoso in grado di creare, da una parte, investimenti prospettivamente redditizi⁴⁵ e, dall'altra, di correggere le distopie attuali attraverso la realizzazione di azioni concrete per la salvaguardia dell'ambiente e, in effetti, per la vita stessa del pianeta.

Abstract: L'articolo evidenzia come nell'ultimo decennio si è sviluppato un diverso modo di intendere la politica finanziaria all'interno di un mercato comunque invariato nelle sue caratteristiche. Essa integra la finanza sostenibile che intende realizzare, nel contempo, utili

⁴³ G. Timpone, *La svolta "green" della BCE stravolgerebbe pure il QE, ecco come*, in *www.investire.it*, 1/10/2019, p. 2 rileva come relativamente al *Q.E. green*, vi sia una ferma opposizione della Bundesbank tedesca che sostiene sia compito di una banca centrale solo quello di centrare la stabilità dei prezzi e non di creare "distorsioni" sui mercati con l'emissione di titoli che non rientrano nelle sue funzioni.

⁴⁴ P. Bongini, A. Lippi e L. Nieri, *Il mercato dei green bonds*, cit., p. 42.

⁴⁵ G. Manca, *Prodotti di risparmio gestito ESG*, in *Osservatorio monetario*, n. 1/2020, p. 45.

sociali e azioni a tutela dell'ambiente e dei diritti delle generazioni future. Tra le nuove tipologie di strumenti finanziari, si sono distinti i *green bonds* (detti anche *climate bonds*), vere e proprie obbligazioni che finanziano progetti sostenibili. Questi ultimi hanno in sé grandi potenzialità di sviluppo e rappresentano uno strumento ritenuto efficace per realizzare azioni concrete nel campo dell'ecologia facendo convergere interessi politici, finanziari e sociali.

Abstract: The paper shows how in the last decade a different way of understanding financial policy has developed within a market, that, however, remains unchanged in its basic characteristics. It implements sustainable finance which aims at promoting social profits and actions towards environmental protection and the rights of future generations. They have a great market potential and represent an effective means to implement concrete actions in the field of ecology. Green bonds are also able to combine political, financial and social interests.

Parole chiave: finanza sostenibile – tutela dell'ambiente – *green bonds*.

Key words: sustainable finance – environmental protection – *green bonds*.