

Rapporto sullo stato del Capitale Naturale in Italia

- Strumenti di finanza sostenibile per il Capitale Naturale -

Nell'ambito delle attività del Piano di Rafforzamento Amministrativo del Ministero delle Infrastrutture e dei Trasporti è stata redatta la presente nota informativa sulla base del documento **"Rapporto sullo Stato del Capitale Naturale in Italia"** pubblicato in data **06/02/2023** e prodotto dal Ministero dell'Ambiente e della Sicurezza Energetica (MASE) per fare il punto sul ruolo che il Capitale Naturale ricopre nel nostro sistema socioeconomico. Il Rapporto e le sue raccomandazioni forniscono elementi da considerare nell'attuazione del Piano per la Transizione Ecologica, della Strategia Nazionale per la Biodiversità 2030, del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza e nell'azione di *mainstreaming* e di *governance* multilivello della Strategia Nazionale per Sviluppo Sostenibile. La presente scheda, che segue quella pubblicata in data 14/03/2023 sulle **esperienze e benefici delle Nature-Based Solutions**, avrà come oggetto gli **Strumenti di finanza sostenibile per il Capitale Naturale**, con particolare *focus* sui **Green Bond**.

Strumenti di finanza sostenibile per il Capitale Naturale

Con l'adesione all'Accordo di Parigi sul cambiamento climatico e all'Agenda 2030 delle Nazioni Unite per lo sviluppo sostenibile, l'UE si è **impegnata a lavorare per raggiungere l'obiettivo di un'economia e una società più sostenibili**. In questo contesto di transizione dell'intero sistema economico/produttivo e sociale, il sistema finanziario non fa eccezione e, anzi, ne rappresenta un motore fondamentale. Su queste premesse nascono le iniziative dell'UE che coinvolgono direttamente l'intero sistema finanziario e bancario europeo. **La finanza sostenibile¹ può giocare un ruolo importante anche nel garantire la salvaguardia della biodiversità, arginarne la perdita e nel proteggere la salute degli ecosistemi naturali**. Il ruolo è ancora più rilevante se si considera che la perdita di biodiversità può determinare rischi per i mercati finanziari. Tali rischi potrebbero essere della stessa portata di quelli relativi ai cambiamenti climatici e interagire con essi. In questo contesto, la comunità finanziaria ha recentemente iniziato a prestare attenzione ai **rischi finanziari legati alla biodiversità** che, potendo costituire una minaccia per la stabilità finanziaria, sono all'attenzione delle banche centrali e le autorità di vigilanza finanziaria. La complessità di valutare i servizi ecosistemici e la biodiversità rendono però la valutazione di questi rischi ancora più complessa di quella dei rischi finanziari legati al clima.

In uno studio pionieristico la Banca dei Paesi Bassi ha valutato che *il 36% degli investimenti delle istituzioni finanziarie olandesi (per un totale di 510 Mld di euro) è dipendente in modo significativo da uno o più servizi ecosistemici*. La Banca di Francia, sulla base dei dati dei titoli di debito e delle azioni quotate emessi da società non-finanziarie e detenuti da istituzioni finanziarie francesi, rileva che 42% dei titoli detenuti dalle istituzioni finanziarie francesi proviene da emittenti che dipendono molto da almeno un

¹ Per "finanza sostenibile" si intende la finanza che tiene in considerazione fattori di tipo ambientale (*Environmental*), sociale (*Social*) e di governo societario (*Governance*), i cosiddetti fattori ESG, nel processo decisionale di investimento, indirizzando i capitali verso attività e progetti sostenibili a più lungo termine. La finanza sostenibile è dunque l'applicazione del concetto di **sviluppo sostenibile** all'attività finanziaria.

servizio ecosistemico². Alcuni ricercatori della Banca Mondiale trovano che il 46% del portafoglio crediti delle imprese non-finanziarie delle banche brasiliane è molto dipendente da uno o più servizi ecosistemici. **Questa connessione con la finanza non deve stupire se si considera che, secondo il Forum economico mondiale (WEF), oltre la metà del PIL mondiale è dipendente dalla natura e dai suoi servizi.**

La definizione di **Finanza Sostenibile** considera tutte le strategie di investimento che, direttamente o indirettamente, hanno l'obiettivo di realizzare, insieme al ritorno economico atteso dall'investimento, anche un **rendimento socialmente condiviso**. L'obiettivo è quello di portare beneficio agli investitori e alla società, contribuendo agli obiettivi di sviluppo sostenibile, sia da un punto di vista economico che sociale; muoversi nel mercato finanziario mantenendo sotto controllo le conseguenze dei propri investimenti diventa, quindi, una caratteristica prioritaria.

La **Finanza Sostenibile** può essere considerata come **una modalità di riallineare i mercati finanziari verso un modello di sviluppo sostenibile**, sia mitigando i rischi della transizione verso tale modello sia approfittando delle opportunità che tale trasformazione crea. L'idea è quella di garantire la capacità di produrre valore nel futuro, cioè l'uso razionale delle risorse in modo da non compromettere la capacità delle risorse stesse di continuare a produrre valore nel tempo; in altre parole, gli obiettivi diventano **intergenerazionali e non esclusivamente intra-generazionali**: creare valore nel lungo periodo, indirizzando i capitali verso attività che siano utili alla società e non incidano sulla capacità di carico del sistema ambientale. La Finanza Sostenibile rientra nei canoni della più ampia definizione di finanza etica, cioè di quella finanza che attua scelte economiche non esclusivamente in base al profitto.

In quest'ottica, più che di finanza sostenibile per il Capitale Naturale sarebbe più corretto parlare di **finanza verde o Green Finance** che, quindi, **prende in considerazione solo l'aspetto ambientale della sostenibilità e ha come obiettivo primario la conservazione, il miglioramento e il ripristino delle componenti ambientali del Capitale Naturale, quali biodiversità e servizi ecosistemici.**

Sullo sfondo di problemi ambientali come il cambiamento climatico e la perdita della biodiversità, la finanza verde è diventata una strategia importante per il settore finanziario e un importante punto di riferimento per le politiche di governo.

Il sistema finanziario e la gestione dei rischi ambientali

La transizione a un'economia a basse emissioni di carbonio comporta rischi e opportunità per il sistema economico e per le istituzioni finanziarie, mentre i danni fisici causati dai cambiamenti climatici possono avere un impatto significativo sull'economia reale e sul settore finanziario. Il loro impatto, dunque, e la probabilità di manifestazione attraverso i canali di trasmissione finanziaria, hanno reso **i rischi climatici una priorità nelle agende delle principali Banche Centrali, Autorità di Regolamentazione e Organismi di Vigilanza, responsabili del monitoraggio e del mantenimento della stabilità finanziaria.** Per quanto riguarda nello specifico il settore creditizio, l'Autorità bancaria europea (ABE) è stata incaricata di valutare in vari ambiti **come integrare i rischi ambientali, sociali e di governance nei tre pilastri della**

² I servizi ecosistemici ("ecosystem services") sono quella serie di servizi che i **sistemi naturali generano a favore dell'uomo**: secondo la definizione proposta dal MEA - Millennium Ecosystem Assessment, i servizi ecosistemici sono i "**molteplici benefici forniti dagli ecosistemi al genere umano**" (MEA, 2005). I Servizi Ecosistemici possono essere raggruppati in **3 categorie principali** (alla cui base ci sono i servizi di **supporto alla vita**, cioè i servizi essenziali per garantire gli altri), quali: - **SE di regolazione** di gas atmosferici, clima, acque, erosione, prevenzione del dissesto idrogeologico, regolazione dell'impollinazione, habitat per la biodiversità; - **SE di approvvigionamento** di cibo, materie prime, acqua dolce, variabilità biologica; - **SE culturali**, quali valori estetici, ricreativi, educativi, spirituali, artistici, identitari.

vigilanza “prudenziale”³. Su queste basi l'ABE ha quindi pubblicato un **piano d'azione sulla finanza sostenibile**, nel quale rivolge messaggi di policy fondamentali agli enti creditizi sul piano della strategia e della gestione dei rischi, dell'informativa, dell'analisi di scenario e delle prove di stress a fronte dell'integrazione dei rischi climatici. Gli obiettivi del lavoro dell'ABE sulla finanza sostenibile sono legati agli obiettivi generali di contribuire alla stabilità e all'efficacia a breve, medio e lungo termine del sistema finanziario.

La Banca Centrale Europea (BCE) il 27 novembre 2020 ha pubblicato il testo definitivo della **"Guida sui rischi climatici e ambientali"** all'interno della quale espone la propria visione in merito a una **gestione sicura e prudente dei rischi climatici e ambientali nell'ambito del quadro prudenziale vigente**, descrivendo le sue aspettative riguardo a come gli enti dovrebbero tenere conto di tali rischi (quali fattori determinanti per le categorie di rischi prudenziali già stabilite) nella formulazione e attuazione delle strategie aziendali e dei sistemi di governance e di gestione dei rischi.

Se da una parte si evidenzia il **ruolo diretto della finanza sostenibile** per azioni finalizzate alla conservazione e miglioramento del Capitale Naturale, dall'altra si rileva che il **rischio climatico può influire negativamente sui bilanci degli istituti finanziari** e, per questo motivo, può essere importante per la stabilità finanziaria. Considerando questi aspetti, si evidenzia il duplice ruolo della finanza sostenibile e l'importanza di gestire i rischi legati al clima e ai danni all'ambiente e alla biodiversità ad esso collegati; vi è la **necessità per le banche di trattare i rischi climatici non solo come rischi reputazionali, ma come una forma dei rischi finanziari** (di credito, di mercato, di liquidità, operativo) cui è normalmente esposta, integrando le considerazioni sul clima nei propri quadri di governance, strategia e gestione del rischio; vi è l'opportunità e la necessità per i governi di incanalare **nuovi flussi finanziari per investire nella tutela del Capitale Naturale**. La gestione del rischio climatico è dunque un esercizio nuovo e continuerà ad evolversi. Poiché il settore dei servizi finanziari adotta approcci solidi e analitici per la comprensione del rischio climatico, l'integrazione dei medesimi rischi è un argomento significativo per la governance e la gestione del rischio.

Grazie a tutti questi cambiamenti, la **crescente consapevolezza del rischio climatico all'interno del settore dei servizi finanziari genera**, in ultima analisi, **benefici ad ampio raggio per altri settori**, per la società nel suo complesso e per l'ambiente.

Piano d'azione (Action Plan) sulla finanza sostenibile

Alla fine del 2016 la Commissione Europea aveva incaricato un gruppo di esperti sulla finanza sostenibile di definire un **quadro di riferimento per la creazione di una Strategia Finanziaria Sostenibile dell'Unione Europea**. Il gruppo di esperti nel gennaio 2018 ha pubblicato la propria relazione finale che evidenziava l'urgenza di migliorare il contributo della finanza alla crescita sostenibile ed inclusiva finanziando le esigenze a lungo termine delle società e di rafforzare la stabilità finanziaria incorporando i **fattori ambientali, sociali e di governance (ESG)** nel processo decisionale degli investimenti. Gli investimenti sostenibili e responsabili, definiti investimenti SRI (*Sustainable and Responsible Investment*) hanno come obiettivo quello di generare rendimento per l'investitore nel medio-lungo periodo e integrano i **criteri ESG** nella selezione dei titoli.

³ L'espressione traduce il concetto di *prudential supervision* introdotto negli anni Ottanta negli atti del **Comitato di Basilea** e di corrente impiego nei documenti internazionali, in particolare nell'**Accordo di Basilea** del 1988 sui requisiti patrimoniali, più volte riveduto in seguito. La vigilanza prudenziale è basata sull'assunto che il conformarsi a un certo standard di capitale e a certi coefficienti di bilancio può diminuire il rischio e i costi di insolvenza. In Italia la vigilanza prudenziale per le banche è svolta dalla Banca d'Italia ed è inserita nella vigilanza regolamentare agli artt. 53 segg. TUBC (Testo Unico Bancario).

Sulla base delle raccomandazioni fornite dal gruppo di esperti, l'8 marzo del 2018, la Commissione ha pubblicato il suo **piano d'azione (Action Plan) sulla finanza sostenibile**.

Il piano si poneva tre obiettivi:

- *Riorientare i flussi di capitale verso investimenti sostenibili per il raggiungimento di una crescita inclusiva e sostenibile;*
- *Gestire i rischi finanziari derivanti dal cambiamento climatico, l'esaurimento delle risorse e le questioni sociali;*
- *Promuovere la trasparenza ed una visione di lungo periodo nell'attività economica e finanziaria.*

Il Regolamento sulla Tassonomia Europea

La prima azione indicata dalla Commissione Europea nell'Action Plan è la **creazione di un sistema di classificazione (tassonomia) per le attività sostenibili**. Secondo la Commissione, uno spostamento dei flussi di capitale verso attività economiche più sostenibili deve essere **incentivato dalla comprensione condivisa ed uniforme del significato attribuito a "sostenibile"**. Un sistema di classificazione unificato dell'UE fornisce chiarezza su quali attività vanno considerate sotto l'etichetta della sostenibilità. In questo contesto, il 24 maggio 2018 la Commissione ha pubblicato una proposta di regolamento sull'istituzione di un **quadro di riferimento per rendere più accessibili e semplici gli investimenti sostenibili**. A luglio 2018 viene assegnato al **TEG (Technical Expert Group in Sustainable Finance)** il compito di elaborare una proposta di Tassonomia e a giugno 2020 il Parlamento e il Consiglio Europeo hanno approvato il **Regolamento UE 2020/852** relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili. Il TEG, che istruisce la proposta legislativa, nel giugno 2019 ha pubblicato un rapporto nel quale si individuano gli ambiti di spese ecosostenibili e si fissano le **condizioni per l'inclusione di un'attività economica tra le spese ammissibili**, anche attraverso la determinazione di soglie tecniche specifiche per ciascun settore economico (Technical Screening Criteria, TSC).

Il Regolamento UE sulla Tassonomia è stato costruito al fine di garantire il raggiungimento degli obiettivi del Green Deal europeo. In particolare, è uno strumento finalizzato per essere usato da:

- 1) il **mondo della finanza** - cioè chi offre prodotti finanziari nella UE, inclusi i fondi pensione - al fine di indicare **quanto sostenibile sia effettivamente un investimento**. Questi soggetti dovranno fornire informazioni riguardo l'attinenza alla tassonomia dei prodotti che offrono. Per ogni prodotto, l'operatore del mercato finanziario (a partire dal 31 dicembre 2021) è tenuto a dichiarare in che misura gli investimenti sottostanti sono allineati alla Tassonomia, espressa in percentuale dell'investimento, del fondo o del portafoglio;
- 2) i **governi** per stabilire gli incentivi ad aziende green. Non è ancora stato stabilito in che modo (se ne occuperà la Piattaforma per la Finanza Sostenibile della Commissione europea), ma la **Tassonomia sarà anche il riferimento per attribuire incentivi europei**. La Commissione europea – così come riportato nel Final Report – "sta considerando come applicare la Tassonomia come linee guida nel programma InvestEU⁴ per indirizzare gli investimenti europei";

⁴ Successore del **Piano Juncker** per il periodo 2021-2027, InvestEU è il programma faro per il rilancio degli investimenti privati nell'UE e, attraverso di essi, per favorire crescita e competitività. Il Programma è composto da tre pilasti: il **Fondo InvestEU**, che offrirà una garanzia di bilancio dell'Unione – pari a circa euro €26 mld – a copertura di prodotti finanziari forniti dai partner finanziari. Il Fondo si rivolge ai progetti con valore aggiunto per l'UE e coerenti con gli obiettivi delle politiche dell'UE, ma che per il profilo di rischio avrebbero difficoltà ad accedere a finanziamenti. Il **Polo di consulenza InvestEU** ("Advisory Hub"), che fornisce sostegno per lo sviluppo di progetti sotto forma di consulenza e misure di accompagnamento durante l'intero ciclo di investimento, favorendo così l'ideazione e lo sviluppo dei progetti e l'accesso ai finanziamenti. Il **Portale InvestEU**, che fornisce dati facilmente accessibili per promuovere i progetti che sono alla ricerca di finanziamenti.

- 3) le **aziende** al fine di dichiarare il proprio impatto sull'ambiente, soggette quindi alla direttiva per la rendicontazione delle informazioni non-finanziarie (**Non-Financial Reporting Directive - NFRD**)⁵: al momento le aziende quotate con oltre 500 dipendenti, banche e assicurazioni. Saranno tenute a fornire informazioni sulle loro attività in riferimento alla Tassonomia. Rispetto a questo punto la Commissione, insieme alla Piattaforma, sta lavorando all'ampliamento dell'obbligo alla NFRD⁶.

Il Regolamento UE stabilisce dei **criteri uniformi e univoci per determinare la sostenibilità**, dal punto di vista ambientale, di un'attività economica, e formalizza la necessità di garantirne l'evoluzione nel tempo in modo da assorbire qualsiasi cambiamento delle condizioni ambientali, a cominciare da quelle climatiche, e l'innovazione tecnologica e scientifica. La Tassonomia è concepita come **strumento per guidare le scelte degli investitori e delle imprese nella transizione verso una crescita economica priva di impatti negativi sull'ambiente, sulla biodiversità e, in particolare, sul clima**. Fornisce una definizione esatta di ciò che può essere considerato sostenibile e i criteri tecnici che identificano ciò che può essere definito green. La Tassonomia non serve solamente a individuare i prodotti finanziari sostenibili, ma può essere utilizzata per **sviluppare nuovi prodotti green, per esprimere preferenze di investimento, per selezionare** i titoli in cui investire e per **misurare l'impatto ambientale di un determinato strumento**. Una delle caratteristiche intrinseche della Tassonomia dovrebbe essere quella di creare sicurezza per gli investitori/finanziatori, sia pubblici che privati, tutelando gli investitori privati. Il nuovo quadro legislativo fornisce uno strumento di trasparenza al fine di prevenire il greenwashing, **pratica diffusa di ottenere un vantaggio competitivo sleale commercializzando un prodotto come "ecosostenibile" quando, in realtà, non lo è, nella creazione e promozione di prodotti e servizi finanziari "sostenibili" o "verdi"**. Aiuta le imprese a lavorare in modo più rispettoso del clima, riduce la frammentazione del mercato e **sposta gli investimenti dove servono**. Il Regolamento, essendo uno strumento basato su dati scientifici, garantisce trasparenza alle imprese e agli investitori. Rappresenta la nascita del **primo sistema di classificazione delle attività economiche sostenibili**, capace di creare un linguaggio comune a cui gli investitori potranno far riferimento quando investono in progetti e attività economiche che hanno significative ricadute positive sul clima e sull'ambiente. Introducendo obblighi di informativa per le società e i partecipanti ai mercati finanziari, la **Tassonomia rafforza il principio di trasparenza e garantisce, a livello europeo, una omogeneizzazione dei mercati**.

⁵ La **Direttiva dell'Unione Europea (UE) sulla segnalazione di carattere non finanziario (2014/95/UE)** impone alle società di includere dichiarazioni di carattere non finanziario nelle loro relazioni annuali o in un deposito separato a partire dal 2018, comprese le informazioni sulla protezione ambientale, la responsabilità sociale e il trattamento dei dipendenti, rispetto dei diritti umani, anticorruzione e concussione e diversità nei consigli di amministrazione. Questa direttiva si applica alle società di interesse pubblico con più di 500 datori di lavoro nell'UE, che costituiscono circa 6.000 società e gruppi (società quotate, banche, assicurazioni e altri enti di interesse pubblico). Raccomanda l'uso di standard internazionali come UN Global Compact, Linee guida OCSE, ISO 2600 o Global Reporting Initiative (GRI). Questa direttiva modifica la direttiva contabile 2013/34/UE.

⁶ Il 21 aprile 2021, la Commissione europea (CE) ha pubblicato la sua proposta di **Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD)**, a seguito del processo di revisione della Non-Financial Reporting Directive (NFRD). La proposta di CSRD è un elemento chiave del pacchetto UE sulla finanza sostenibile, che include una serie completa di misure volte a migliorare il flusso di capitali verso attività sostenibili in tutta l'UE. Le proposte includono anche modifiche alla Accounting Directive, alla Transparency Directive, alla Audit Directive e alla relativa Audit Regulation. La CE prevede che, tutte insieme, queste proposte svolgano un ruolo essenziale nel trasformare l'ecosistema del reporting aziendale per migliorare la qualità e la coerenza delle informazioni di sostenibilità. L'obiettivo della proposta di CSRD è quello di migliorare il reporting di sostenibilità per sfruttare al meglio il potenziale del Mercato Unico europeo e contribuire alla transizione verso un sistema economico e finanziario pienamente sostenibile e inclusivo, in linea con il Green Deal europeo e gli obiettivi di sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite (SDGs).

Va sottolineato che la Tassonomia non è una norma che impone ciò che può o non può essere finanziato in senso assoluto. Tutte le attività economico-produttive non comprese nella Tassonomia **possono comunque essere finanziate sul mercato**, usufruire di finanziamenti privati e accedere al sistema creditizio. Per le attività produttive le cui attività non hanno la possibilità di soddisfare i criteri di sostenibilità, la Piattaforma sta lavorando per **definire delle idee su quali attività e come queste possano comunque sostenere e promuovere la transizione**. L'attuale quadro della Tassonomia prevede un certo livello di flessibilità, ad esempio, rispetto all'identificazione delle attività **"enabling"** e di **"transizione"**. Le attività di transizione, allo stesso tempo, devono avere un percorso credibile verso la neutralità climatica, così come determinato dal Regolamento. I miglioramenti parziali o a breve termine possono essere classificati come **"ecologicamente sostenibili"** solo se fanno parte di un piano di transizione solido e specifico per soddisfare la definizione di contributo sostanziale a un obiettivo ambientale e quindi contribuire in modo sostanziale agli **obiettivi dell'UE per il 2030 e il 2050**.

Gli obiettivi ambientali della Tassonomia

Gli Stati membri dispongono di un **sistema di marchi per certificare la sostenibilità dei prodotti**; tuttavia, mancano criteri uniformi il che implica, oltre che maggiori oneri legati ai costi di rendicontazione, un ostacolo per gli investitori a intraprendere investimenti transfrontalieri, **ostacolo che la Tassonomia può rimuovere attraverso criteri precisi, univoci, chiari, praticabili e facilmente verificabili**, aiutando a comprendere quando si è in presenza o meno di un'attività che si ritiene ecosostenibile in quanto persegue una lista "chiusa" di obiettivi ambientali. Il Regolamento individua **6 obiettivi ambientali** e consente di classificare un'attività economica come sostenibile dal punto di vista ambientale, se questa a) **contribuisce ad almeno uno degli obiettivi fissati** (substantial contribution), senza danneggiare significativamente nessuno degli altri (i.e. il principio del "do no significant harm" - DNSH); b) **rispetta garanzie sociali minime** di cui all'art. 18 del Regolamento; c) **segue i criteri tecnici** individuati dal **Technical Expert Group (TEG)**. Gli obiettivi ambientali sono: **1.** la mitigazione dei cambiamenti climatici; **2.** l'adattamento ai cambiamenti climatici; **3.** l'uso sostenibile e la protezione delle risorse idriche e marine; **4.** la transizione verso un'economia circolare, inclusa la prevenzione dei rifiuti e l'aumento dell'assorbimento di materie prime secondarie; **5.** la prevenzione e la riduzione dell'inquinamento; **6.** la protezione e il ripristino della biodiversità e degli ecosistemi.

Per **"mitigazione"** si fa riferimento alle iniziative e attività che riducono l'impatto antropico sul clima e contribuiscono a una minor emissione di gas a effetto serra. Per **"adattamento"** si intende la capacità di prevenire e ridurre gli impatti negativi del cambiamento climatico.

Le attività inserite nella Tassonomia sono **70**, dall'agricoltura alla produzione di energia, dall'ICT (Information & Communication Technology) al comparto manifatturiero, dai trasporti alle costruzioni.

Si tratta di settori che producono il 93% delle emissioni inquinanti europee.

Gli "screening criteria"

Per ciascuno degli obiettivi ambientali la Commissione europea deve emanare una serie di criteri (c.d. **"screening tecnico"**) che servono a **stabilire se un'attività apporta o meno un contributo sostanziale al raggiungimento di uno o più obiettivi ambientali prima elencati**. Gli screening tecnici sono contenuti in specifici Atti Delegati (AD).

Il 31 dicembre 2021 il primo blocco di criteri tecnici di selezione delle attività da considerare sostenibili è stato definitivamente adottato. Da quel momento chi propone **investimenti sostenibili e responsabili (SRI)** dovrà indicare la percentuale di allineamento alla tassonomia del proprio portafoglio investito.

I primi AD, relativi ai due criteri per la mitigazione e l'adattamento ai cambiamenti climatici (*climate change mitigation* e *climate change adaptation*) sono stati approvati il 21 aprile 2021⁷. I criteri sono soggetti a un costante monitoraggio ed ogni tre anni è previsto un riesame degli stessi da parte della Commissione Europea, la quale è chiamata a valutare i risultati derivanti dall'applicazione degli stessi, in particolar modo il livello di investimenti destinati ad attività ecosostenibili.

L'atto delegato è, di fatto, un documento in divenire, che continuerà a evolvere nel tempo alla luce degli sviluppi e del progresso tecnologico. I criteri saranno riesaminati periodicamente, in modo da potervi aggiungere via via nuovi settori e attività, comprese attività di transizione e altre attività abilitanti che, grazie al progresso tecnologico, potranno essere riclassificate come sostenibili.

Gli AD riguardanti gli altri quattro obiettivi ambientali saranno adottati successivamente.

Al momento la **Commissione**, a partire dal 18° meeting del gruppo di esperti degli Stati membri (MSEG) (tenutosi il 3 giugno 2021), ha iniziato i lavori sull'Atto Delegato all'articolo 8 della Tassonomia. In contemporanea la Piattaforma ha iniziato il confronto con gli Stati membri sulla Corporate Sustainability Reporting Directive (revisione della NFRD, vedi nota 6).

L'articolo 8 della Tassonomia richiede di rivelare come e in che misura le attività delle imprese sono associate ad attività economiche qualificabili come ambientalmente sostenibili ("attività allineate alla tassonomia"). Ai sensi di tale disposizione, le imprese non-finanziarie devono divulgare:

- la **proporzione del loro fatturato** derivante da prodotti o servizi associati ad attività allineate alla tassonomia;
- la **quota delle loro spese in conto capitale e la quota delle loro operazioni/spese** relative ad attività o processi associati ad attività economiche allineate alla tassonomia.

A riguardo si sottolinea l'importanza della coerenza con il Regolamento sull'informativa nel settore dei servizi finanziari (Sustainable Finance Disclosure Regulation, o SFDR), la Direttiva sul Corporate Sustainability Reporting ("CSRD") e future iniziative dell'UE per i prodotti finanziari sostenibili dal punto di vista ambientale ("EU Green Bond Standard" e "EU Ecolabel").

Focus: i Green Bond

Tra gli strumenti obbligazionari di finanza verde più diffusi ci sono i **green bond (GB)**, in italiano **"obbligazioni verdi"**. Se il concetto di finanza sostenibile è ampio, la famiglia dei bond sostenibili include **tutte quelle obbligazioni emesse per finanziare progetti caratterizzati da un positivo impatto ambientale (Green Bond), sociale (Social Bond) o da una combinazione di entrambi gli effetti (Sustainability Bond)**. Dopo alcune fondamentali iniziative internazionali tra le quali quella delle Nazioni Unite nel 2005 che ha definito i *Principles for Responsible Investment*⁸, e quella della BEI nel 2007 che ha

⁷ Il processo di approvazione degli **Atti delegati** sta avvenendo gradualmente. A giugno 2021 è stato pubblicato il **Climate Delegated Act**, che fornisce i criteri di screening tecnico per i primi due obiettivi: mitigazione e adattamento ai cambiamenti climatici. A luglio 2021 è stato adottato il **Disclosure Delegated Act**, che definisce gli obblighi di informazione e rendicontazione per le società sia finanziarie che non finanziarie. A febbraio 2022 la Commissione ha pubblicato l'**Atto Delegato complementare sul clima**, che inserisce nella Tassonomia il nucleare e il gas naturale, stabilendo però condizioni rigorose per la loro ammissione tra le attività transitorie verso la neutralità climatica. La produzione normativa dell'UE ha, in una prima fase, sostenuto i flussi di investimento verso attività economiche che erano già ritenute sostenibili, con l'obiettivo di definire un framework più esteso attraverso Atti delegati che includano ulteriori attività sostenibili nella Tassonomia.

⁸ I **Principles for Responsible Investment (o PRI)** sono stati lanciati dalle Nazioni Unite nel 2006 con l'intento di favorire la diffusione dell'investimento sostenibile e responsabile tra gli investitori istituzionali; l'adesione ai PRI comporta il rispetto e l'applicazione dei seguenti principi: 1) incorporare parametri ambientali, sociali e di governance (ESG) nell'analisi finanziaria e nei processi di decisione riguardanti gli investimenti; 2) essere azionisti attivi e incorporare parametri ESG nelle politiche e pratiche

fissato intorno ai *Climate Awareness Bond* i primi criteri condivisi, il mercato ha sviluppato degli **standard definiti dall'ICMA⁹**. Applicati su base volontaria, gli standard ICMA fissano alcuni principi di riferimento: **l'uso del ricavato deve essere destinato al finanziamento di specifici progetti puntualmente individuati prima dell'emissione, la valutazione e selezione dei progetti deve seguire un processo basato su criteri metodologici solidi e condivisi, la gestione del ricavato deve garantire la tracciabilità delle risorse e l'intera vita del titolo deve essere accompagnata da una rendicontazione dell'allocazione delle risorse e della valutazione d'impatto dei progetti finanziati.**

È previsto, inoltre, che l'emissione sia accompagnata dalla revisione esterna di un valutatore indipendente (*second-party opinion*) che garantisce il rispetto degli *standard* internazionali valutando anche la coerenza dell'operazione con la più ampia strategia di sostenibilità dell'emittente.

Al pari di qualsiasi altro tipo di obbligazione, i **green bond sono titoli di debito caratterizzati da cedole, durata, scadenza, e il cui prezzo di emissione discende direttamente dall'incontro tra domanda e offerta espressa dal mercato**. Si caratterizzano, invece, per la finalità in vista della quale sono emessi: il capitale investito è impiegato esclusivamente per finanziare attività che generano un impatto positivo su ambiente, Capitale Naturale e biodiversità. I progetti finanziati attraverso l'emissione di GB possono ad esempio riguardare **l'efficienza energetica, le energie rinnovabili, la gestione sostenibile dei rifiuti, iniziative per la gestione delle acque, la conservazione della biodiversità o l'adattamento ai cambiamenti climatici**. In generale, si può affermare che le obbligazioni verdi rappresentino uno strumento finanziario in grado di **orientare la disponibilità di capitali verso attività che favoriscono la transizione verso un'economia meno inquinante e che tutela l'ambiente**.

I principali emittenti di **green bond** a livello globale sono le imprese private (finanziarie e non), il settore pubblico (governi nazionali e amministrazioni locali) e gli enti sovranazionali (soprattutto banche di sviluppo). **Le obbligazioni verdi sono emesse principalmente in dollari ed euro** (circa l'80% degli emittenti a livello mondiale). Dal lato di chi presta il capitale, c'è un numero consistente di investitori istituzionali e di organizzazioni nel mondo assicurativo e bancario che si sta dotando di strumenti per **integrare gli effetti del cambiamento climatico nelle strategie di medio e lungo periodo**. Il cambiamento climatico comporta un insieme di rischi di tipo fisico, tecnologico, legale, reputazionale e sociale, che sono rilevanti per imprese e istituzioni e, di conseguenza, per gli investitori stessi. Questi rischi, se non gestiti efficacemente, possono comportare importanti danni finanziari di cui gli investitori dovrebbero dunque tenere conto per ragioni non solo ambientali ed etiche, ma anche economico-finanziarie.

Il mercato dei GB ha cominciato ad espandersi in maniera significativa dal 2014 con la pubblicazione dei **Green Bond Principles** dell'ICMA. Questi principi hanno determinato la fiducia degli investitori fornendo agli emittenti specifiche raccomandazioni da seguire nell'emissione dei green bond al fine di garantire trasparenza e integrità circa l'uso del capitale preso a prestito. Nel panorama internazionale, *Climate Bond Initiative (CBI)* indica che il mercato obbligazionario europeo è quello in cui il green bond ha avuto maggior successo, a dimostrazione dell'**impegno dell'Europa nel promuovere lo sviluppo della finanza sostenibile**. Nel 2018 le emissioni di obbligazioni verdi rappresentavano il 5.3% del mercato obbligazionario europeo, se si escludono le obbligazioni sovrane. I dati rilevati dalla CBI nel 2021 mostrano che le emissioni annuali di debito sostenibile hanno raggiunto i 1.500 miliardi di \$ a livello globale, **circa un +90% rispetto al 2020, che aveva già registrato un sensibile trend di aumento**. A metà 2021, le

di azionariato; 3) esigere la rendicontazione su parametri ESG da parte delle aziende oggetto di investimento; 4) promuovere l'accettazione e implementazione dei Principi nell'industria finanziaria; 5) collaborare per migliorare l'applicazione dei Principi; 6) rendicontare periodicamente sulle attività e progressi compiuti nell'applicazione dei Principi. I Principi ad oggi sono stati sottoscritti da più di 1200 firmatari tra investitori istituzionali, società di gestione del risparmio e fornitori di servizi.

⁹ L'**International Capital Market Association o ICMA** è un'organizzazione di autoregolamentazione e un'associazione di categoria per i partecipanti ai mercati dei capitali.

emissioni di green bond, da inizio anno, avevano già contabilizzato il 100% del totale di tutte le emissioni di obbligazioni verdi dell'intero 2020 (Climate Bond Initiative, 2021).

A dimostrazione della crescita in termini quantitativi delle emissioni di GB, a partire dal marzo 2014, agenzie di rating e istituzioni finanziarie hanno iniziato a confezionare **indici di performance che permettono di monitorare e valutare l'andamento del mercato dei green bond nel tempo**. I **quattro indici verdi** sono: **1) S&P Dow Jones Green Bond Index; 2) Bank of America Merrill Lynch Green Bond Index; 3) Solactive Green Bond Index; 4) Barclays MSCI Green Bond Index**.

Gli indici verdi sono portafogli, più o meno diversificati, contenenti green bond che **servono da benchmark per misurare la performance di titoli con caratteristiche simili e confrontarla con la performance delle obbligazioni tradizionali**. Gli indici si differenziano in base alle caratteristiche dei green bond inclusi, ad esempio il tipo di tasso di interesse (fisso, variabile, zero coupon), la natura dell'emittente e la valuta (International Capital Market Association, 2017). Attualmente non esiste una definizione universalmente riconosciuta del termine "green" per cui non è chiaro quali attività debbano essere considerate sostenibili per l'ambiente e rientrare nel perimetro dei green bond. L'ambiguità nella selezione degli asset eleggibili comporta il rischio di greenwashing da parte degli emittenti. A livello internazionale, al momento, i **Green Bond Principles** e i **Climate Bond Standard** rappresentano i **due principali quadri di riferimento per il mercato dei green bond**. Entrambi cercano di fare chiarezza fornendo un sistema di definizioni e linee guida volte a favorire la trasparenza sull'uso del risparmio raccolto.

In questo panorama in cui il mercato risulta frammentato dal punto di vista normativo, la Commissione europea ha rafforzato l'importanza del ruolo della Tassonomia nell'incentivare e rafforzare la fiducia negli strumenti di finanza green e il finanziamento degli investimenti sostenibili. L'**Action Plan** della Commissione Europea, pubblicato a marzo 2018, prevedeva la creazione degli EU green bond standard in risposta all'esigenza di fornire un quadro normativo chiaro e universale per il mercato globale dei green bond (EU High-Level Expert Group, 2018). Il 6 luglio scorso la Commissione europea ha presentato, in parallelo con la nuova strategia per la finanza sostenibile, una proposta di regolamento sulle obbligazioni verdi: l'**European Green Bond Standard (EU GBS)**. L'importanza del tema della sostenibilità ambientale da parte delle istituzioni sovranazionali ha fatto sì che, inizialmente, il mercato mondiale dei green bond fosse dominato principalmente dalle banche di sviluppo (World Bank, International Finance Corporation, European Bank for Reconstruction and Development, European Investment Bank, Asian Development Bank, African Development Bank). Oggi, invece, le emissioni da parte delle banche di sviluppo sono sensibilmente ridotte, mentre **le società private, istituti finanziari e grandi imprese, sono i nuovi protagonisti del mercato mondiale dei green bond**. A partire dal 2016 anche i governi nazionali hanno cominciato ad emettere obbligazioni verdi. Dal 2016 infatti gli emittenti sovrani hanno iniziato a collocare titoli di Stato sostenibili. Ha iniziato la Polonia, che in quell'anno ha per prima emesso un Green Bond sovrano, seguita dalla Francia nel 2017, da Belgio, Irlanda e Lituania nel 2018 e dall'Olanda nel secondo trimestre del 2019; fuori dall'Europa si osservano le prime emissioni sovrane in Africa (Nigeria 2017, Seychelles 2019), Asia (Indonesia 2018, Hong Kong e Corea del Sud 2019), Oceania (Fiji 2017) e America Latina (Cile 2019). Numerosi emittenti sovrani hanno pubblicamente annunciato che intendono emettere Green Bond, tra il 2021 ed il 2022 hanno già emesso tale tipologia di titoli Germania, Spagna e Danimarca, mentre in Africa i primi passi sono stati mossi da Egitto e Kenya.

I Green Bond sovrani italiani

In Italia, la **Legge di Bilancio 2020-2022**, ha previsto esplicitamente (comma 92 dell'art. 1) l'emissione di titoli di Stato *Green*, in **misura proporzionata "agli interventi con positivo impatto ambientale finanziati dal Bilancio dello Stato"** e l'avvio dell'*iter* organizzativo necessario alla strutturazione

dell'operazione. Il 2 marzo 2021 si è conclusa la prima emissione dei Green Bond Sovrani per complessivi 8,5 Mld di euro. Per la prima emissione sono state selezionate spese "green" eleggibili per un importo pari a circa 10,5 Mld di euro, rispetto agli 8,5 Mld di buoni emessi c'è quindi un "buffer" di circa 2 Mld di euro. Il buffer è necessario per eventuali sostituzioni di voci di spesa del plafond, in caso di sopraggiunti motivi di ineleggibilità; ad esempio se i progetti si bloccano, vengono meno i requisiti ambientali o si rilevano problemi di contabilizzazione delle stesse. Il titolo ha scadenza 30 aprile 2045 e tasso nominale annuo pari a 1,50%. Il portafoglio di spese ammissibili è stato composto conformemente a quanto previsto dal Quadro di riferimento per le emissioni di titoli di Stato green ("**Framework for the Issuance of Sovereign Green Bonds**"), pubblicato il 25 febbraio 2021. Il Framework raccoglie e sintetizza le caratteristiche dei GB che sono emessi dal Tesoro italiano, l'insieme delle regole procedurali, di rendicontazione e di controllo, e gli impegni assunti in merito alla selezione delle spese oggetto di finanziamento tramite l'emissione ed i relativi documenti disponibili al pubblico. Il Framework è stato elaborato dal Mef con la collaborazione del Comitato Interministeriale Green Bonds ed è stato verificato e approvato dalla società di consulenza Vigeo Eiris. Per questa prima emissione è stato deciso di non utilizzare i GB per finanziare nuovi progetti: **quanto raccolto sarà dirottato verso progetti ed investimenti già in essere e a bilancio.** Sulla base delle indicazioni del Framework, sono state selezionate le spese incluse nel bilancio dello Stato relativo all'anno di emissione e ai consuntivi per i tre anni precedenti. Nello specifico, per gli anni 2018, 2019 e 2020 sono stati considerati i valori dello *speso*, mentre per il 2021 i valori dell'*ultimo stanziamento di bilancio*. Sono state incluse spese fiscali relative ad agevolazioni su interventi di efficientamento energetico e incentivi alla produzione di energia da fonti rinnovabili. Le spese selezionate sono destinate a contribuire alla realizzazione di uno o più dei 6 obiettivi ambientali così come delineati dalla Tassonomia europea e al raggiungimento degli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile 2030 (SDG) identificati nel Framework.

Le voci di spesa rientrano nelle **6 categorie green**: **1.** Fonti rinnovabili per la produzione di energia elettrica e termica; **2.** Efficienza energetica; **3.** Trasporti; **4.** Prevenzione e controllo dell'inquinamento e economia circolare; **5.** Tutela dell'ambiente e della diversità biologica; **6.** Ricerca.

La selezione delle spese ammissibili è stata fatta rispettando i **Green Bond Principles dell'ICMA** e considerando, ove possibile, i **Green Bond Standards** che al momento dell'emissione erano ancora in discussione da parte dell'Unione europea. Successivi dettagli sul processo di allocazione dei ricavi netti dell'emissione alle spese selezionate e ritenute ammissibili al finanziamento tramite l'emissione di titoli di Stato green saranno resi noti nell'*Italian Sovereign Green Bond Allocation and Impact Report*, che sarà pubblicato con cadenza annuale. Il Rapporto contiene l'allocazione delle risorse reperite, la rendicontazione delle spese, il riepilogo dell'avanzamento della realizzazione degli interventi finanziati e le informazioni circa l'impatto ambientale delle spese effettivamente realizzate.

Le criticità nella gestione della raccolta derivante dai GB si concentrano nelle fasi della selezione delle spese ammissibili e della successiva rendicontazione, aspetti fondamentali per ottenere e consolidare la fiducia degli investitori. I principali vantaggi si manifestano sul fronte reputazionale, segnalando un **impegno nel Paese in favore della sostenibilità ambientale in linea con i principali partner europei**; e sul fronte della gestione del debito pubblico, dal momento che i *Green Bond* attraggono un segmento di investitori specializzati, caratterizzati da un orizzonte temporale di lungo periodo e quindi **in grado di garantire una minore volatilità del corso dei titoli sul mercato**. Evidenze empiriche suggeriscono che i *Green Bond sovrani*, anche se pagano rendimenti in linea con i corrispettivi titoli di Stato ordinari, registrano una maggiore stabilità nelle fasi di incertezza. Chi sottoscrive i *Green Bond* tende a mantenere l'investimento nel tempo anche in fasi di aumento di incertezza sui mercati: in questa maniera, il corso dei titoli "verdi" appare caratterizzato da una minore volatilità. Nell'ottica della gestione del debito, dunque, il ricorso a *Green Bond* consente a un emittente sovrano di contenere l'impatto dell'instabilità sul costo del debito.