

FINANZIARE LA TRANSIZIONE

Gli strumenti della finanza verde nel percorso di decarbonizzazione

N. 4 Policy Brief - Area Energia

AUTORI

Giusy Massaro, Michele Masulli, Domenico Salerno, Chiara Toscano

Abstract

L'ambizioso percorso dell'Unione Europea verso la **transizione ecologica**, che dovrebbe culminare nel raggiungimento della neutralità climatica entro il 2050, necessita di un ingente impiego di risorse economiche. Il settore finanziario internazionale deve quindi giocare un ruolo di primo piano nel fornire credito e sostegno ai progetti legati alla rivoluzione verde. Negli ultimi 10 anni gli **investimenti globali nella transizione energetica a basse emissioni di carbonio sono più che raddoppiati** superando i 500 miliardi di dollari, ma tutti i principali scenari di decarbonizzazione elaborati recentemente richiedono volumi di risorse molto più consistenti.

Nel primo paragrafo del documento verrà analizzata la relazione esistente tra il sistema finanziario e rivoluzione verde. In particolare, l'attenzione verrà posta sul mercato globale dei **green bond**, delineandone le principali tendenze per aree geografiche, tipologia di emittenti e settori finanziati.

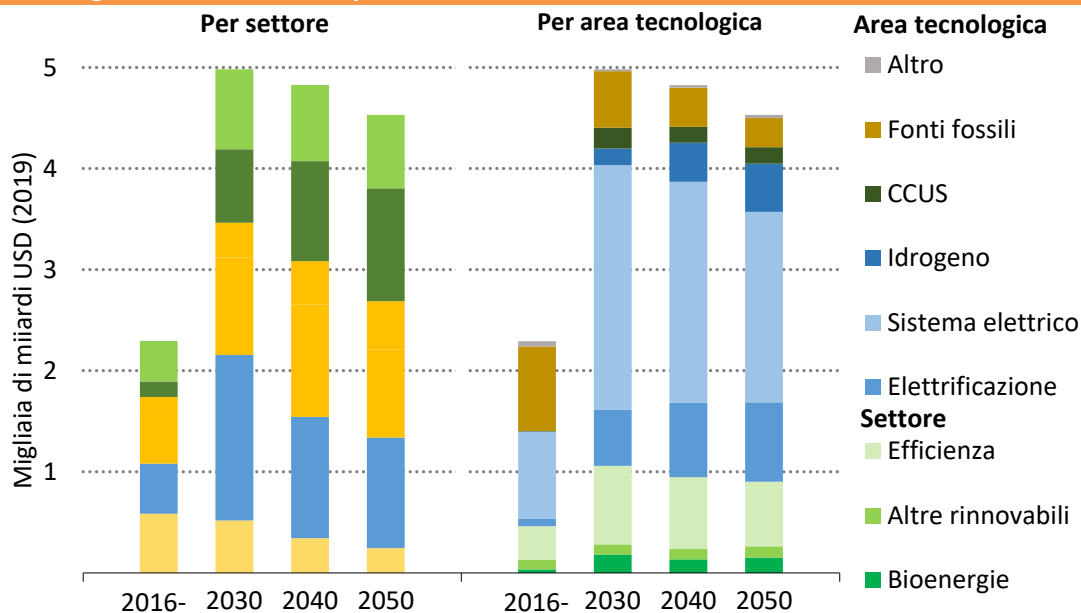
Il secondo paragrafo del documento approfondirà **le policy adottate dall'Unione Europea riguardo il finanziamento delle attività sostenibili**. Sono passati ormai tre anni da quando, con l'Action Plan on Financing Sustainable Growth del 2018, l'UE ha dato il via a numerose iniziative legislative di promozione della finanza sostenibile. Nel documento verranno approfondite le misure intraprese in questi anni dalle istituzioni comunitarie e il ruolo della finanza sostenibile all'interno del percorso di ripresa dell'economia europea dopo la crisi Covid-19.

L'ultimo paragrafo restringe l'orizzonte di analisi al **contesto italiano**, ponendo particolare enfasi sulle iniziative assunte a livello nazionale, dalla recente emissione del primo **Btp green** al ruolo svolto da CDP.

1. Il sistema finanziario internazionale e la transizione energetica

Le più recenti analisi di scenario evidenziano l'esigenza di mobilitare una mole consistente di finanziamenti al fine di conseguire l'obiettivo della neutralità climatica al 2050. L'IEA, nel suo rapporto "Net Zero by 2050 A Roadmap for the Global Energy Sector", ha fissato 5 mila miliardi di dollari al 2030 (Fig.1) il fabbisogno di investimenti nella transizione ecologica, pari a circa il 4,5% del PIL globale. Dopo il 2030, il volume di finanziamenti dedicati alla decarbonizzazione andrebbe riducendosi, mantenendo comunque un livello di circa 4,5 mila miliardi al 2050.

Fig.1: Il fabbisogno di investimenti per la neutralità climatica



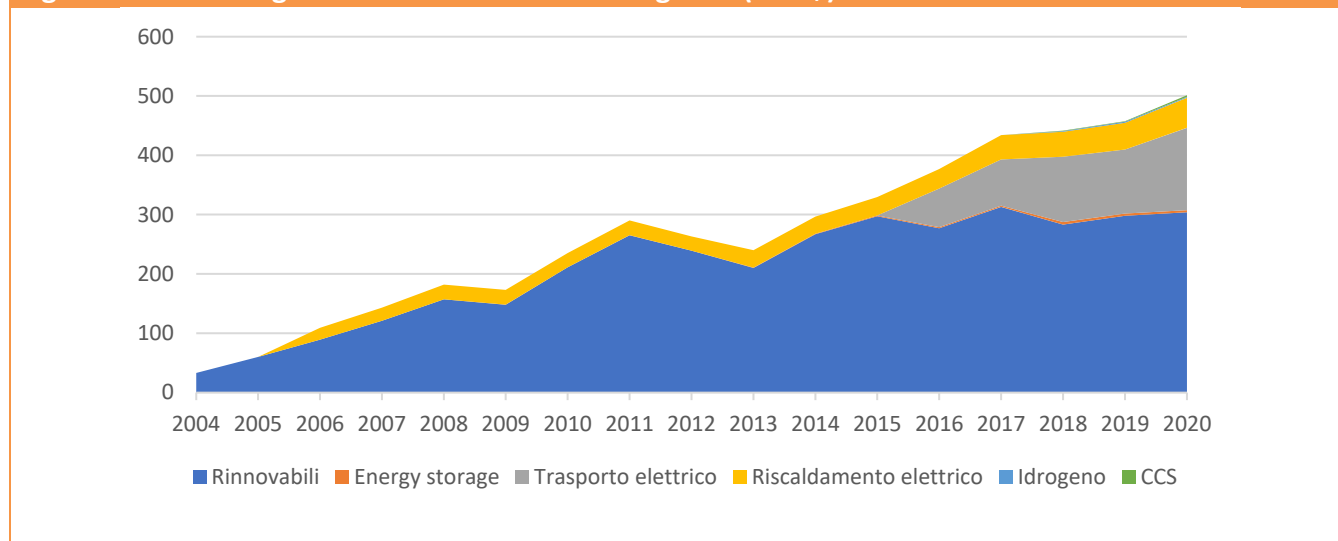
Fonte: IEA, Net Zero by 2050 A Roadmap for the Global Energy Sector

Ad oggi, gli investimenti nel percorso di neutralità climatica si attestano su volumi molto più ridotti. Nel 2020, gli **investimenti globali nella transizione energetica** a basse emissioni di carbonio ammontavano a 501,3 miliardi di dollari¹, in aumento rispetto ai 458,6 miliardi di dollari del 2019 e appena 235,4 miliardi di dollari del 2010 (Fig. 2). Il primo settore per investimenti ricevuti è quello delle **energie rinnovabili** (303,5 miliardi di dollari), in aumento del 2% rispetto al 2019 nonostante alcuni ritardi legati alla diffusione del Covid-19. Seguono il **trasporto elettrico**, con 139 miliardi di dollari investiti in nuovi veicoli e infrastrutture di ricarica (+28%) e il **riscaldamento elettrico**, con 50,8 miliardi di dollari di

¹ Questa cifra include investimenti in progetti, come energia rinnovabile, accumulo di energia, infrastrutture di ricarica di veicoli elettrici, produzione di idrogeno e progetti CCS, nonché acquisti da parte degli utenti finali di dispositivi energetici a basse emissioni di carbonio, ad esempio sistemi solari su piccola scala, pompe di calore e veicoli a zero emissioni.

investimenti (+12%), mentre idrogeno e CCS restano marginali (1,5 miliardi e 3 miliardi di dollari, rispettivamente), ma previsti in crescita nel prossimo futuro.

Fig.2: Investimenti globali nella transizione energetica (mld \$)



Fonte: BNEF

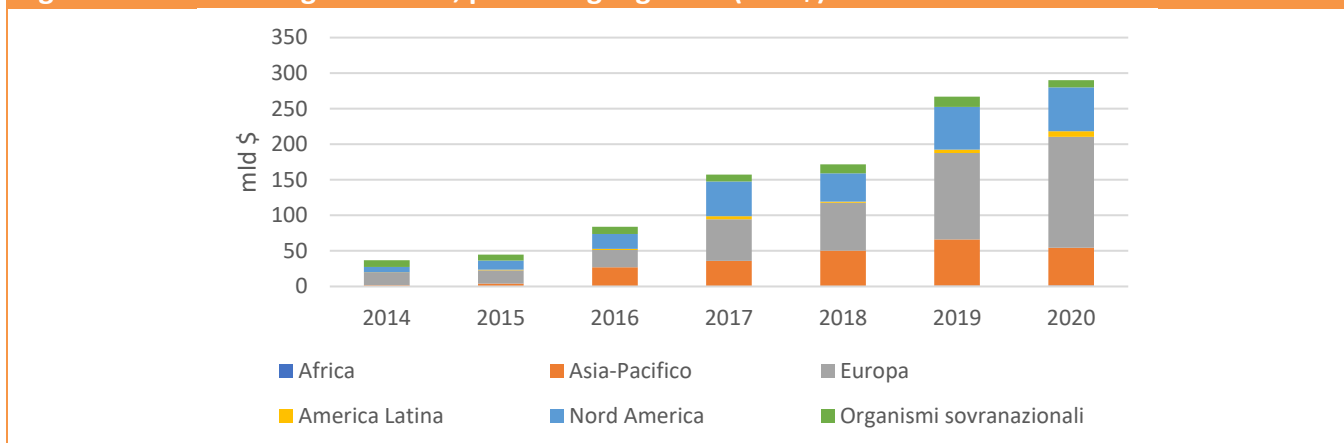
Europa e Cina sono attualmente in corsa per la prima posizione tra i mercati più attivi negli investimenti per la transizione energetica. I Paesi europei spiegano in effetti gran parte dell'aumento degli investimenti dell'ultimo anno in questo ambito. **Il totale per l'Europa è cresciuto del 67% rispetto al 2019, per un valore complessivo di 166,2 miliardi di dollari**, maggiore di Cina e Stati Uniti.

Nel più ampio quadro della finanza sostenibile, un fattore imprescindibile è costituito dai **green bond**, ossia obbligazioni che, da un lato, offrono rendimenti finanziari al pari di qualunque altro titolo obbligazionario e, dall'altro, garantiscono ritorni in termini ambientali in quanto finanziano attività e progetti con ricadute positive sull'ambiente. I green bond aiutano a colmare il gap tra fornitori di capitali e beni verdi, aiutando i governi a raccogliere risorse economiche per i progetti che mirano a raggiungere gli obiettivi climatici e consentendo agli investitori di raggiungere gli obiettivi di sostenibilità. Unitamente ad altri strumenti innovativi del mercato dei capitali, le obbligazioni verdi supportano progetti green nuovi o esistenti attraverso l'accesso al capitale di lungo termine. Un green bond, dunque, come le obbligazioni convenzionali sostiene l'emittente dell'obbligazione nella raccolta di fondi per specifici progetti in cambio del pagamento di un interesse periodico fisso e un rimborso completo del capitale alla scadenza. Un'obbligazione verde, tuttavia, si differenzia per l'**etichetta "verde"**, che dice agli investitori che i fondi raccolti verranno utilizzati per finanziare progetti vantaggiosi dal punto di vista ambientale. Nella definizione di criteri e standard necessari per l'assegnazione della "green label" si

gioca parte non trascurabile della rilevanza che la finanza sostenibile rivestirà per la promozione della transizione energetica.

Il mercato dei green bond ha preso avvio circa un decennio fa e da allora ha sperimentato una rapida crescita, in particolare negli ultimi anni. Stando ai dati rilasciati da Climate Bonds Initiative, tra le principali organizzazioni internazionali impegnate nel mobilitare e orientare il mercato dei capitali verso soluzioni di contrasto ai cambiamenti climatici, **il 2019 è stato il primo anno dal 2016 in cui tutte le regioni del mondo registrano un aumento dei volumi di obbligazioni verdi emesse**, con variazioni anche notevoli. **L'Europa ha registrato il maggiore aumento, con 50 miliardi di dollari in più rispetto al 2018, rappresentando ben il 57% dell'espansione globale.** Nel 2020, dopo un primo trimestre di forte crescita, l'emissione di obbligazioni verdi ha chiaramente risentito, nel secondo trimestre, della pandemia, ma un terzo trimestre da record ha assicurato un buon risultato complessivo. Il valore delle obbligazioni verdi emesse è, pertanto, cresciuto di un ulteriore 8,8%, raggiungendo i 290 miliardi di dollari (Fig. 3). In particolare, l'Europa ha registrato a fine anno una crescita del 28%, con un incremento complessivo (+34,5 miliardi di dollari) addirittura superiore all'incremento mondiale (+23,2 miliardi di dollari), che ha invece risentito del calo registrato negli Stati dell'area Asia-Pacifico (-12 miliardi di dollari) e da parte degli organismi sovranazionali (-4 miliardi di dollari). **Questo trend rafforza fortemente la leadership europea, con un volume complessivo, nel periodo 2014-2020, di circa 465 miliardi di dollari, quasi il doppio del Nord America e dell'area Asia-Pacifico.** Dai primi dati relativi al 2021, ammontano a 124 miliardi di dollari le obbligazioni verdi emesse.

Fig.3: Investimenti in green bond, per area geografica (mld \$)

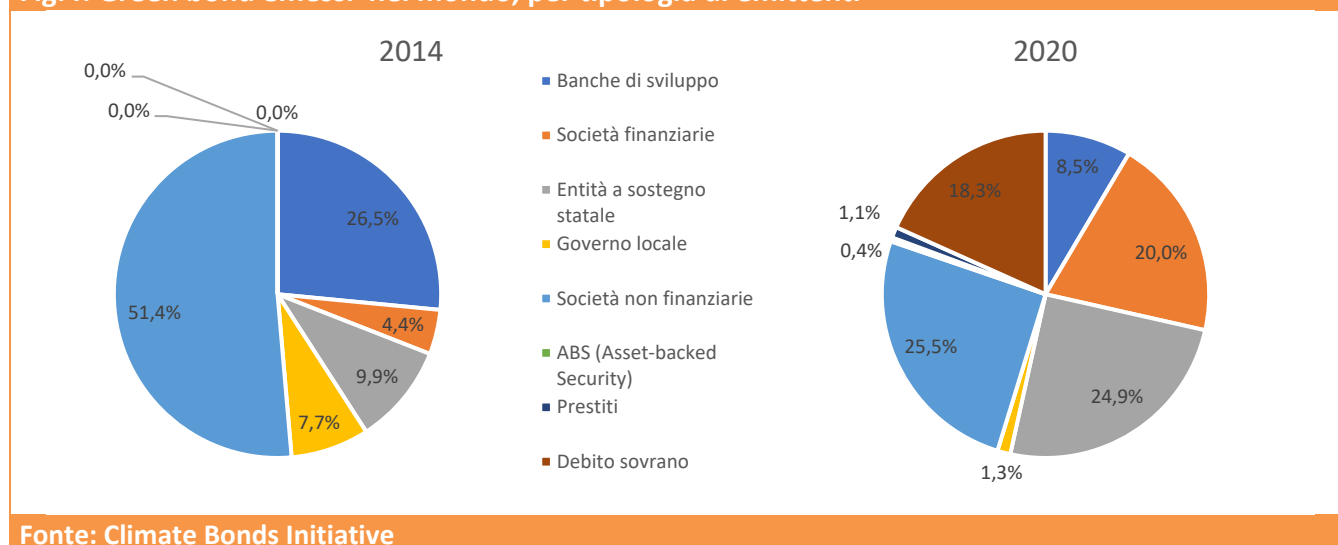


Fonte: Climate Bonds Initiative

Da un mercato inizialmente dominato da società non finanziarie e banche di sviluppo, il mercato dei green bond ha registrato una crescita non solo in termini di importo emesso, ma anche in termini di **diversificazione della tipologia di emittenti** (Fig.4).

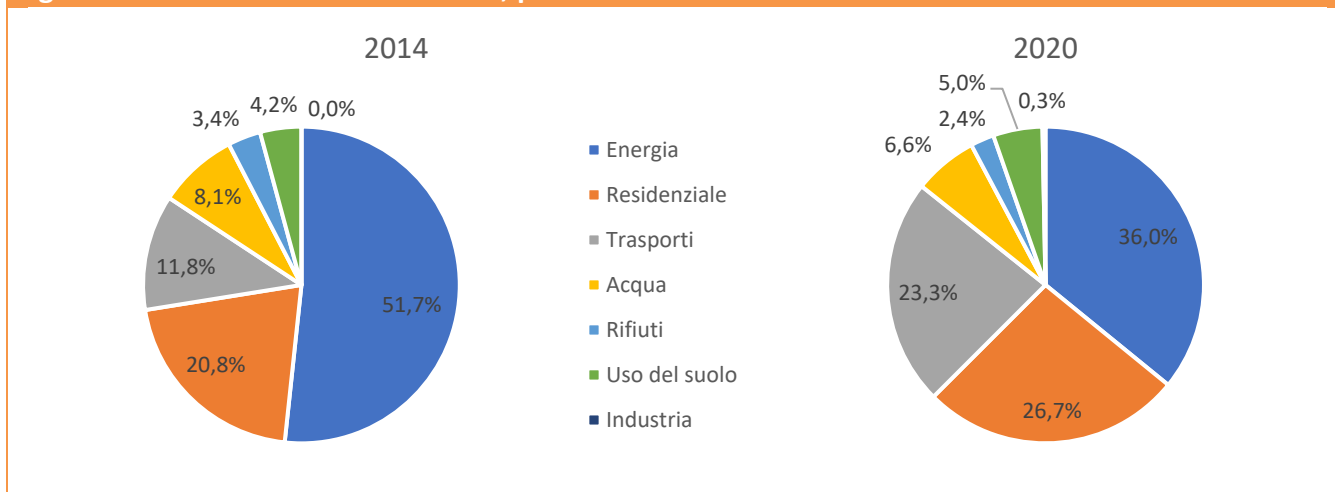
In particolare, per quanto riguarda le prime, sebbene sia nettamente aumentato l'ammontare di investimenti green, passato dai 9,3 miliardi di dollari del 2014 ai quasi 40 del 2020, l'incidenza sul totale si è addirittura dimezzata (dal 51,4% al 25,5%). Gli investimenti da parte delle banche di sviluppo, aumentati da 4,8 a 13,3 miliardi di dollari, rappresentavano, nel 2014, il 26,5% del totale, mentre nel 2020 ne rappresentano solo l'8,5%. A guadagnare terreno sono, al contrario, le società finanziarie che, con 31,2 miliardi di dollari investiti nel 2020 (da soli 0,8 miliardi sei anni prima), rappresentano esattamente un quinto dei green bond emessi. Aumenta il peso anche delle entità a sostegno statale, la cui quota passa dal 10% al 25%, con obbligazioni emesse per circa 39 miliardi di dollari. A partire dal 2016, poi, hanno fatto il loro ingresso le società ABS (Asset-backed security) e i prestiti green bond, che tuttavia al 2020 rappresentano ancora una quota molto marginale (complessivamente l'1,5%), mentre grande successo ha avuto il debito sovrano green che, cresciuto dallo 0,8 miliardi di dollari nel 2016 a 28,5 miliardi nel 2020, rappresenta ormai quasi un quinto del mercato.

Fig.4: Green bond emessi nel mondo, per tipologia di emittenti



La situazione si è, inoltre, evoluta anche con riguardo ai **settori finanziati** (Fig.5). I green bond, per oltre la metà rivolti al settore energetico nel 2014, appaiono, nel 2020, molto più distribuiti: l'energia vede la sua quota ridursi dal 52% al 36%, ma nonostante questo rimane il settore predominante; guadagnano in particolare residenziale (+6 p.p.) e trasporti, con un'incidenza sul totale raddoppiata.

Fig.5: Green bond emessi nel mondo, per settori finanziati



Fonte: Climate Bonds Initiative

Il successo della finanza green è testimoniato anche dall'andamento del rendimento delle azioni di clean energy. Secondo Carbon Tracker, dal 2012 al 2020 le azioni emesse in Borsa dai produttori di combustibili fossili (per un totale di 453 miliardi di dollari) hanno finito per perdere 123 miliardi di dollari in valore e la loro performance è stata nettamente inferiore rispetto al MSCI All Country World Index, un indice generale di mercato preso come riferimento dagli analisti di Carbon Tracker. La maggiore perdita si è registrata nel segmento Oil & Gas (-85 miliardi di dollari). Al contrario, nello stesso periodo, il valore delle transazioni di Borsa compiute dalle utility elettriche è aumentato di 119 miliardi di dollari in termini assoluti, mentre il valore delle azioni emesse dalle compagnie delle energie pulite è salito di 77 miliardi di dollari, con una performance superiore di oltre il 50% rispetto al World Index MSCI. Anche secondo l'analisi di Bloomberg NEF, le azioni del settore *clean energy*, che per buona parte dell'ultimo decennio non hanno registrato una grande performance, nel 2020 hanno guadagnato in maniera significativa, dando avvio ad una chiara inversione di tendenza, spiegata dalle allettanti prospettive per eolico, solare, storage e veicoli elettrici. In particolare gli investitori sono stati mossi dall'aumento del rapporto costo-efficacia delle azioni verdi rispetto a quelle sui combustibili fossili, dall'aspettativa per una "ripresa verde" dalla recessione del Covid-19 e dal probabile avvio di una politica low-carbon negli Stati Uniti da parte dell'amministrazione Biden.

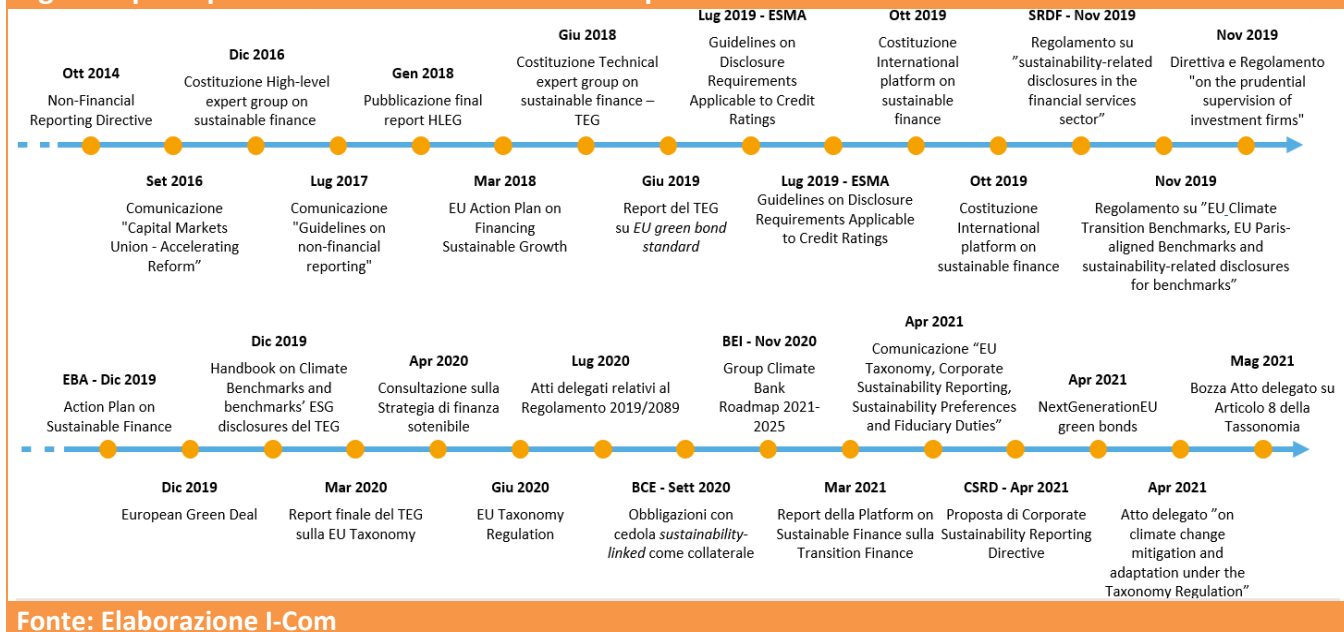
Nel sistema finanziario internazionale, anche le banche centrali segnalano un'attenzione consistente ai temi della sostenibilità. Nel 2017, è nato il **Network for Greening the Financial System**, una rete globale di banche centrali e autorità di supervisione finalizzata alla condivisione di buone pratiche e alla formulazione di raccomandazioni a riguardo della gestione dei rischi ambientali e, in particolare,

climatici in ambito economico e finanziario. Dalla definizione di scenari climatici utili alle autorità monetarie per condurre stress test all'integrazione dei rischi climatici nella valutazione del merito di credito, dalla definizione di metriche e indicatori idonei all'inclusione dei criteri di sostenibilità nelle scelte di investimento, sono numerosi i campi di azione per le banche centrali.

2. Le policy europee per il finanziamento delle attività sostenibili

L'azione dell'Unione Europea per promuovere la finanza sostenibile è risalente negli anni e si compone di numerose iniziative legislative (Fig.6), che sono andate via via intensificandosi in particolare dopo il marzo 2018, quando è stato pubblicato l'**Action Plan on Financing Sustainable Growth**². Le misure in quest'ambito hanno assunto una rilevanza ancora maggiore in seguito al lancio del Green Deal europeo, che ha annunciato la revisione della Strategia europea sulla finanza sostenibile.

Fig.6: Le principali iniziative delle Istituzioni UE per la finanza sostenibile



Fonte: Elaborazione I-Com

È stata operata, infatti, la distinzione tra attività economiche sostenibili e non sostenibili. Il gruppo di esperti della Commissione³ ha pubblicato nel giugno 2019 il suo rapporto tecnico per un sistema di

² Communication from the Commission Action Plan: Financing Sustainable Growth COM/2018/097 final

³ Nel 2018 la Commissione europea ha istituito un gruppo tecnico di esperti sulla finanza sostenibile (TEG) per assisterla nello sviluppo di a) un sistema di classificazione UE - la cosiddetta tassonomia UE - per determinare se un'attività economica è sostenibile dal punto di vista ambientale; uno standard per i Green Bond dell'UE; metodologie per i parametri di riferimento climatici e ESG dell'UE; linee guida per migliorare la disclosure aziendale delle informazioni relative al clima.

classificazione menzionando il dovere degli investitori di comprovare che l'investimento sia orientato a essere sostenibile e se siano stati osservati i criteri di sostenibilità. In occasione delle stesse pubblicazioni, è stato definito l'indirizzo delle linee direttive concernenti le misure da implementare nelle imprese singole per garantire un controllo sull'impatto ambientale e circoscriverlo quanto più possibile, con riferimento, d'altra parte, all'impatto del cambiamento climatico. Il 9 marzo 2020 è stato pubblicato il report finale sulla "**tassonomia UE**" delle attività economiche sostenibili⁴. Un documento per classificare i principali settori economici, in base alla loro capacità di mitigare o di adattarsi ai cambiamenti climatici: quelli già ambientalmente sostenibili, definiti *low carbon*, quelli che inquinano, ma di cui non si può fare a meno e a cui si chiede di fare il possibile per migliorare verso un'economia ad emissioni zero ma che ancora non si possono definire zero carbon, definiti *transition*, e quelli che sono utili alle altre due categorie che consentono quindi ad altre attività di avere performance low carbon o presentare una significativa riduzione delle emissioni, definiti *enabling*.

La tassonomia dell'UE è uno strumento solido e basato su dati scientifici, inteso a offrire trasparenza alle imprese e agli investitori. Il primo degli atti delegati della tassonomia UE, approvato dal collegio dei commissari il 21 aprile scorso introduce una serie di criteri di vaglio tecnico intesi a definire le attività che contribuiscono in modo sostanziale a due degli obiettivi ambientali previsti dal regolamento Tassonomia: l'adattamento ai cambiamenti climatici e la mitigazione dei cambiamenti climatici. Un secondo atto delegato riguardante i restanti obiettivi sarà pubblicato nel 2022.

Gli **obblighi UE di informativa sulla sostenibilità** saranno estesi a tutte le grandi imprese e le società quotate, cosicché diverranno quasi 50 000 le imprese nell'UE che dovranno conformarsi a standard dettagliati, rispetto alle 11 000 che attualmente sottostanno agli obblighi vigenti. La Commissione propone di elaborare norme per le grandi imprese e norme separate e proporzionate per le PMI, che le PMI non quotate possono utilizzare su base volontaria. L'articolo 8 del regolamento Tassonomia richiede alle imprese di riferire in che modo e in che misura le loro attività si qualificano come ecosostenibili, al fine di fornire agli investitori informazioni uniformi e comparabili e prevenire fenomeni di *greenwashing*. Tra l'altro, le imprese non finanziarie dovranno divulgare la quota del fatturato e degli investimenti legata a tali attività, quelle finanziarie saranno obbligate a esplicitare in quale misura finanziano o investono in sostenibilità. L'atto delegato posto in consultazione dalla Commissione prevede tempistiche diversificate per l'avvio della rendicontazione da parte delle imprese. Dal 1° gennaio 2022 scatteranno i primi obblighi informativi, mentre la rendicontazione dei principali indicatori di performance scatterà dal 1° gennaio 2023 (un anno più tardi per le istituzioni di credito).

Nell'ambito della trasparenza delle comunicazioni aziendali è intervenuto altresì il regolamento Ue 2019/2088 della Commissione europea sull'informativa di sostenibilità dei servizi finanziari (**Sustainable**

⁴ EU Technical Expert Group on Sustainable Finance, Taxonomy: Final report of the Technical Expert Group on Sustainable Finance, marzo 2020

finance disclosure regulation, o Sfdr), entrato in vigore il 10 marzo 2021, che irrobustisce e uniforma i requisiti di **reporting dei processi di investimento ESG** per i partecipanti ai mercati finanziari. In precedenza, erano stati pubblicati la Direttiva UE 2019/2034 e il Regolamento UE 2019/2033 che modificano la direttiva CRD IV e il Regolamento CRR sui **requisiti patrimoniali**. Nella Direttiva viene conferito mandato all'EBA di valutare la potenziale **inclusione dei rischi ambientali, sociali e di governance** nella revisione e nella valutazione effettuate dalle autorità competenti, nonché di elaborare una relazione in merito all'introduzione di criteri tecnici per le esposizioni relative ad attività che sono sostanzialmente associate a obiettivi ESG per il processo di revisione e valutazione prudenziale. Nel Regolamento invece viene conferito mandato all'EBA di sviluppare i "technical standards" per la "disclosure" dei rischi ESG, dei "rischi fisici" e dei "rischi di transizione" da parte delle istituzioni creditizie quotate di grandi dimensioni e di valutare se un trattamento prudenziale dedicato ad esposizioni relative ad attività sostanzialmente associate a obiettivi ambientali e sociali, sia giustificato. Nel mese di aprile, la Commissione ha altresì pubblicato la proposta di Direttiva sul "Corporate Sustainability Reporting", che emenda la Direttiva sulla Dichiarazione non finanziaria del 2014, rafforzando e estendendo gli obblighi di trasparenza in materia ESG.

La finanza verde trova ampio spazio anche nel piano europeo di fuoriuscita dalla crisi Covid-19. La Commissione ambisce a raccogliere sui mercati attraverso l'emissione di green bond **il 30% delle risorse necessaria a finanziare Next Generation EU**, il programma di ripresa da 750 miliardi di euro. Inoltre, tutti i progetti e gli investimenti finanziati con il *Recovery Fund* non potranno compromettere il conseguimento di obiettivi di sostenibilità e di tutela ambientale. Il regolamento europeo 2021/241, che istituisce lo strumento di Ripresa e Resilienza, infatti, prevede che le risorse del Recovery Fund possano finanziare esclusivamente progetti che rispettino pienamente gli standard climatici e ambientali e che siano conformi al principio di non arrecare un danno significativo ("**do no significant harm**", DNSH) ai sensi del regolamento 2020/852. Per chiarire agli Stati membri come attenersi al principio DNSH nella stesura dei propri piani nazionali, la Commissione ha diffuso una apposita guida tecnica⁵ che inquadra l'interpretazione del principio ai sensi dell'articolo 17 del già citato regolamento Tassonomia.

Un ruolo significativo nel contesto europeo della finanza sostenibile è rivestito dalla **Banca Europea per gli Investimenti (BEI)**, che già nel 2007 ha lanciato la prima obbligazione verde, il *Climate Awareness Bond*, e dal 2012 ha fornito 170 miliardi di euro di finanziamenti per il clima utili a sostenere progetti in Europa e nel mondo di riduzione delle emissioni e di mitigazione e adattamento climatico per un volume superiore ai 600 miliardi. In anni più recenti la BEI si è posta l'obiettivo di allineare le proprie azioni all'Accordo di Parigi. A questo fine, ha pubblicato una **Climate Bank Roadmap**, che prevede, tra le altre cose, di accrescere i finanziamenti della BEI per l'azione per il clima e la sostenibilità ambientale sul totale

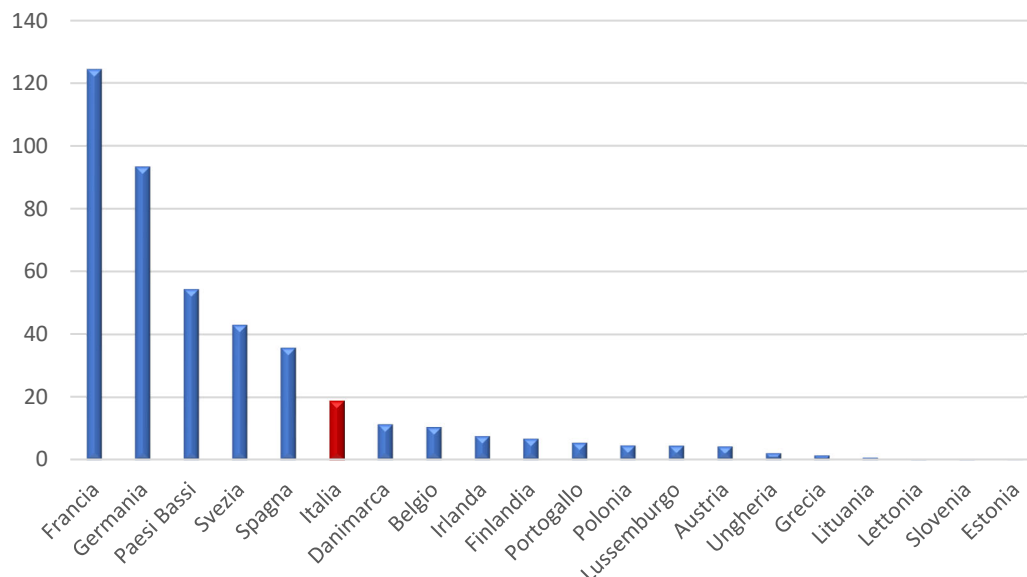
⁵ European Commission, Commission Notice, Technical guidance on the application of "do no significant harm" under the Recovery and Resilience Facility Regulation, C(2021) 1054 final

da circa il 30% di oggi ad almeno il 50% entro il 2025 e di supportare mille miliardi di investimenti nello stesso ambito tra il 2021 e il 2030.

3. Le misure italiane per la promozione della finanza sostenibile

L'Italia è il sesto Paese europeo per investimenti in obbligazioni verdi, con un valore complessivo tra il 2014 e il 2020 pari a quasi 19 miliardi di dollari (di cui 4,5 miliardi solo nel 2020), ben dietro i principali investitori europei, Francia e Germania, con all'attivo rispettivamente 124 e 93 miliardi di dollari (Fig.7).

Fig.7: Green bond emessi dai Paesi Ue (mld \$, 2014-2020)



Fonte: Climate Bonds Initiative

La prima iniziativa italiana incentrata sulla finanza sostenibile è datata 2016, quando il Ministero dell'Ambiente con il sostegno di UNEP-FI (una partnership tra il Programma delle Nazioni Unite per l'Ambiente e alcuni rappresentanti del mondo finanziario) ha avviato il **Dialogo Nazionale per la Finanza Sostenibile** con i maggiori rappresentanti del mondo finanziario italiano. Per dare seguito al lavoro iniziato con il Dialogo e al fine di promuovere e coordinare le azioni proposte, all'inizio del 2018 il Ministero ha istituito l'**Osservatorio Italiano sulla Finanza Sostenibile**, con il compito di promuovere attività finanziarie sostenibili dei centri finanziari italiani in collegamento con i centri finanziari internazionali, incoraggiare il ruolo della finanza verde a sostegno di una reindustrializzazione sostenibile, integrare nella dimensione nazionale gli sviluppi internazionali relativi alla finanza verde e

sostenibile e verificare le possibilità di mobilitazione di capitali privati a favore di uno sviluppo sostenibile.

Il 27 novembre 2019 è stato, inoltre, creato presso il Ministero dell’Ambiente il **Comitato per la bioeconomia e la fiscalità sostenibile**. Nell’ambito di questo Comitato è stato istituito il Gruppo di lavoro per la finanza sostenibile con il compito di elaborare proposte sui temi della finanza sostenibile nel quadro dei Sustainable Development Goals (SDGs) delle Nazioni Unite. Il lavoro svolto da questo Gruppo ha portato il Ministero dell’Ambiente ad istituire un sistema di **“Certificazione della sostenibilità ambientale”**. Questo sistema fornisce indicatori e metriche di valutazione che consentono di misurare il livello di sostenibilità ambientale di un progetto imprenditoriale che, qualora ritenuto virtuoso, può, di conseguenza, accedere a specifici finanziamenti. Il sistema di valutazione è volontario ed è applicabile sia su iniziativa di un istituto bancario o di credito, che può decidere di valutare la “performance green” di un progetto imprenditoriale per poi investire, sia direttamente dall’impresa che, autonomamente, può decidere di utilizzare il sistema di valutazione predisposto dal Ministero per accedere (in caso di esito positivo della valutazione) a finanziamenti agevolati verdi come, ad esempio, quelli previsti in relazione alle garanzie del Comitato interministeriale per la programmazione economica (CIPE).

Si segnalano, inoltre, iniziative assunte da istituti o associazioni per favorire lo sviluppo della finanza verde. Si pensi, ad esempio, a quanto fatto dall’IVASS, dall’ANIA o dall’ABI in materia di gestione dei rischi connessi ai temi della sostenibilità, di ESG e del ruolo che può essere svolto in questo senso dalla Dichiarazione non finanziaria⁶ (DNF).

Da parte del Governo, non possiamo non citare l’emissione del primo titolo di stato verde, il **Btp green**, avviata a marzo 2021, sulla base di quanto disposto dalla legge di Bilancio 2020 e in coerenza con il “Green Bond Framework”⁷. Nella prima tranche i titoli emessi, con una scadenza a 24 anni (30 aprile 2045) e un tasso di interesse annuo dell’1,5% circa (12 punti base al di sopra del Btp con scadenza marzo 2041) pagato in due cedole semestrali, sono ammontati a 8,5 miliardi di euro. Si è trattato della maggiore emissione inaugurale di obbligazioni sovrane verdi nell’Eurozona. Il titolo è stato estremamente apprezzato dagli investitori: la domanda ha superato di circa dieci volte l’offerta, attestandosi sugli 80 miliardi di euro.

A proposito degli obiettivi ambientali da perseguire attraverso le obbligazioni verdi, il ministero dell’Economia e delle Finanze fa riferimento a quelli contemplati dalla Tassonomia europea delle attività sostenibili, e cioè la mitigazione e l’adattamento ai cambiamenti climatici, l’uso sostenibile e la protezione delle risorse idriche e dell’ambiente marino, la transizione a un’economia circolare, la prevenzione e il controllo dell’inquinamento, la protezione, il miglioramento e il ripristino della biodiversità, degli ecosistemi e dei servizi ambientali. Le spese da finanziare attraverso l’emissione

⁶ La Dichiarazione non finanziaria è stata introdotta in Italia dal Dlgs n.254 del 30 Dicembre 2016 recependo la Direttiva UE 2014/95 che stabilisce nuovi standard minimi di reporting in materia ambientale e sociale.

⁷ Ovvero il Quadro di riferimento per le emissioni dei Btp Green elaborato dal ministero dell’Economia e delle Finanze.

devono rientrare in uno dei seguenti ambiti dello sviluppo sostenibile: le fonti rinnovabili elettriche e termiche, l'efficienza energetica, la prevenzione e il controllo dell'inquinamento, l'economia circolare, la tutela dell'ambiente e della diversità biologica e la ricerca. Parte consistente delle risorse dovrebbe essere destinata alla decarbonizzazione dei trasporti, responsabili per circa un quarto delle emissioni nazionali. Al contrario, non risultano ammissibili le attività riguardanti combustibili fossili, compreso il gas, quelle minerarie e nucleari, oltre agli impianti energetici, inclusi quelli alimentati a biomasse, che presentano livelli di CO₂ superiori a 100 grammi per kWh. Per quanto concerne l'idrogeno non si evidenzia una scelta privilegiata nei confronti di quello verde. Tuttavia, permane anche in questo caso il limite emissivo di 100 grammi di CO₂ per kWh, che in sostanza non rende possibile il finanziamento di idrogeno "grigio", ovvero quello prodotto a partire da fonti fossili.

Le spese ammissibili saranno relative al triennio 2018-2021, pertanto aggiuntive rispetto ai progetti previsti nel Recovery Plan. Il Btp green è stato strutturato, inoltre, in conformità con i *Green Bond Principles* dell'International Capital Market Association, lo standard principale a livello internazionale (e verrà rivisto sulla scorta di eventuali suoi aggiornamenti) e con la bozza di EU Green Bond Standard.

L'emissione di titoli sovrani italiana è la decima effettuata dai Paesi dell'Unione Europea (Tab. 1). Il primo Paese a ricorrere a questo strumento è stata la Polonia che già nel dicembre 2016 ha effettuato la prima emissione, seguita a stretto giro dalla Francia. Considerando l'ammontare totale dei titoli emessi l'Italia, con i sopraccitati 8,5 miliardi, si posiziona al quarto posto dopo Francia (€24 miliardi), Paesi Bassi (€12 miliardi) e Germania (€11,5 miliardi).

Tab. 1: Emissioni di Green Bond sovrani dei paesi UE

	Anno di prima emissione	N. di emissioni	Durata massima (anni)	Ammontare totale (miliardi €)
Polonia	2016	3	30	3,7
Francia	2017	1	22	27
Belgio	2018	1	15	5,7
Irlanda	2018	2	12	5
Lituania	2018	1	10	0,07
Paesi Bassi	2019	1	20	12
Germania	2020	2	10	11,5
Svezia	2020	2	10	8,3
Ungheria	2020	1	15	1,5
Italia	2021	1	24	8,5

Fonte: Bruegel (2021)

Altresì, la Germania lancerà sul mercato due nuovi bond, il Green Bund ad agosto 2031 e il Green Bund ad agosto 2050, mentre la Francia ha annunciato un nuovo Green OAT a 20 anni. Si prevede che anche Spagna, Austria e Slovenia emetteranno le loro prime obbligazioni verdi. A riguardo della durata, è

possibile notare come i bond italiani siano tra i più lunghi emessi in UE, secondi solo a quelli della Polonia che hanno scadenza a 30 anni.

Si è precedentemente evidenziata la funzione delle banche di sviluppo nella finanza sostenibile globale (cfr. par. 1). Parlando di iniziative italiane, è utile sottolineare il ruolo di primo piano svolto in tale ambito da **CDP**, presente dal 2017 sul mercato delle obbligazioni sostenibili attraverso l'emissione di *social e sustainable bond* e prima istituzione finanziaria italiana ad aderire al Nasdaq Sustainable Bond Network, la piattaforma gestita dal Nasdaq dedicata alla *green finance* che riunisce investitori, emittenti, banche d'investimento e organizzazioni specialistiche. Tra il 2017 e il 2020 l'istituto ha effettuato 6 emissioni sostenibili per un valore complessivo di oltre 4 miliardi di euro. L'impegno verso la sostenibilità ambientale ha portato, inoltre, la partecipata a realizzare 2,5 miliardi di euro di emissioni ESG solo nel 2020 e di conseguenza a qualificarsi come primo emittente ESG italiano.

La Presidenza italiana del G20, infine, ha rilanciato il *Sustainable Finance Study Group*, creato nel 2016 durante la presidenza cinese del G20 con il nome di Green Finance Study Group. L'Italia ha invitato gli Stati Uniti d'America e la Cina a fare da *co-chair* del Gruppo e il Programma delle Nazioni Unite per lo sviluppo a svolgere il ruolo di Segretariato. Nel mese di aprile, i Ministri delle Finanze e i Governatori delle Banche Centrali del G20 hanno accolto la proposta italiana e hanno deciso di promuovere il gruppo di studio a *Sustainable Finance Working Group* (SFWG), al fine di favorire il coordinamento internazionale degli sforzi di mobilitazione della finanza sostenibile e di allineare il sistema finanziario all'Accordo di Parigi e all'Agenda 2030 per lo Sviluppo sostenibile dell'ONU.

Conclusioni

La transizione ecologica non produrrà i suoi effetti solo sul settore energetico, ma porterà a importanti cambiamenti nella struttura economica della nostra società, interessando numerosi ambiti, dai trasporti all'edilizia ai modelli di produzione e consumo. Una trasformazione di tale portata, tuttavia, necessita a livello globale di un impiego di risorse finanziarie stimati da parte dei maggiori osservatori internazionali tra i 4 e i 5 mila miliardi di dollari annui. Questa mole di risorse non può provenire soltanto dai bilanci pubblici. Al contrario, bisogna accrescere la capacità di mobilitare investimenti privati e di orientare in senso *green* il sistema finanziario e di impresa. Risulta quindi necessario far confluire risorse dal mercato finanziario verso i progetti legati alla sostenibilità ambientale e che siano in grado di far avanzare il percorso di transizione ecologica.

Negli ultimi anni gli investimenti globali nella transizione energetica a basse emissioni di carbonio hanno sperimentato un trend in continua crescita che li ha portati a raggiungere i 501,3 miliardi di dollari nel 2020, più del doppio dei 235,4 miliardi di dollari mobilitati nel 2010. Nonostante questa tendenza, sono ancora molti gli ambiti su cui è necessario lavorare per far sì che il sistema finanziario possa operare a sostegno del settore energetico, evitando di correre rischi che ne possano minare la solidità.

Uno dei punti principali riguarda la creazione di una tassonomia condivisa a livello globale degli investimenti energetici, intesa come uno strumento utile ad offrire trasparenza alle imprese e agli investitori. Fino ad ora, per classificare un investimento come sostenibile, è prevalso un criterio settoriale (es. esclusione di settori come armi e tabacchi). Risulta però evidente che questo modello non permette di valutare il reale impatto ambientale di un investimento e favorisce pratiche scorrette come il *Green Washing* o comunque non garantisce il conseguimento di obiettivi di sostenibilità ambientale.

Di estrema importanza nel finanziamento della transizione ecologica è il ruolo dei green bond, il cui mercato nell'ultimo decennio ha sperimentato una crescita continua. Questi strumenti aiutano a colmare il gap tra fornitori di capitali e beni verdi, aiutando le grandi aziende private e i governi a raccogliere risorse economiche per i progetti che mirano a raggiungere gli obiettivi climatici e consentendo agli investitori di raggiungere target di sostenibilità. D'altra parte, indagini *firm-level* evidenziano come le imprese che emettono green bond non necessariamente presentino livelli di intensità di carbonio inferiori alle altre imprese né che, dopo l'emissione di obbligazioni verdi, assumano traiettorie particolarmente significative a riguardo della riduzione degli inquinanti.

Una criticità legata al ricorso ai green bond, inoltre, è legata all'impossibilità per le aziende medio piccole di accedere a queste forme di finanziamento. Allo stesso tempo, il mercato delle rinnovabili italiano è estremamente frammentato e le PMI giocano un ruolo importante nel processo di transizione ecologica del Paese. È utile in tal senso prevedere strumenti utili a sostenere le aziende che per dimensione hanno difficoltà ad effettuare una raccolta diretta sul mercato. Per attirare capitali verso i titoli verdi è inoltre utile prevedere incentivi che permettano agli investitori di trovare tali investimenti appetibili. In generale, è necessario che in sede europea si proceda sul percorso di definizione di standard, metriche e certificazioni coerenti e comuni, oltre che con l'introduzione di obblighi di *disclosure*, e che le Istituzioni nazionali accompagnino il sistema finanziario e d'impresa italiano sul sentiero della sostenibilità.