



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA
DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M.FANNO"

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA

PROVA FINALE

"FINANZA E TRANSIZIONE AMBIENTALE: I GREEN BOND"

RELATORE:

CH.MO PROF. CESARE DOSI

LAUREANDO: Alessandro Frison

MATRICOLA N. 1163743

ANNO ACCADEMICO 2020 – 2021

“Alla Pienezza della Vita”

FINANZA E TRANSIZIONE AMBIENTALE: I GREEN BOND

INDICE

INTRODUZIONE

1. *LA “FINANZA SOSTENIBILE”*

- 1.1. Uno sguardo generale
- 1.2. La finanza e la sostenibilità: gli strumenti
- 1.3. L’investimento obbligazionario e la declinazione *green*

2. *I GREEN BOND*

- 2.1. Una possibile definizione classificatoria
 - 2.1.1 I settori d’impiego e il problema della cd. “tassonomia”
 - 2.1.2 La qualificazione del titolo tra autonomo riconoscimento e controllo esogeno
- 2.2. L’emittente e le *investor relations*
 - 2.2.1 Trasparenza e *disclosure*
 - 2.2.2 Reportistica delle *performance*
- 2.3. Il mercato dei *green bond*

3. *ANALISI E COMPARAZIONE DI ALCUNI CASE-STUDY*

- 3.1. Enel Finance International N.V. – *Enel Finance Green Bond Tf 1% St24 Eur*
- 3.2. TERNA – Rete Elettrica Nazionale S.p.a. – *Terna 1.00% 2023-07 EUR*
- 3.3. Iren S.p.a. – *Iren Green Bond Tf 1,5% Ot27 Call Eur*
- 3.4. Hera S.p.a. – *Hera 0,875% 05/07/2027 (EUR)*
- 3.5. Valutazione e confronto delle emissioni

CONSIDERAZIONI FINALI

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

INTRODUZIONE

Un approfondimento sulla “finanza sostenibile”, oggi, appare ai più doveroso e indifferibile. I noti pregiudizi ambientali, ma anche l’acuirsi delle difficoltà dei sistemi economici e sociali, ora aggravate dall’epidemia in corso, stimolano certo l’interrogarsi su cosa e come – urgentemente – si debba compiere.

E non è tempo di attesa. La materia è molta, gli spazi sono vaste praterie e le prospettive sembrano delinearci in modo chiaro, perché molte sono le proposte, i progetti, le iniziative: si può partire.

Eppure, nell’assenza d’una formale definizione, argomentare intorno al tema in esame può apparire esercizio inconcludente, destinato a risultati solo parziali. Invero, una sintesi condivisa porta a rappresentarlo come il modo in cui i mercati finanziari direzionano flussi di capitali a favore di titoli o strumenti riferibili a investimenti *lato sensu* “responsabili”, ma non è solo questo.

In realtà, *finanza sostenibile* è tema che innerva per più profili l’attualità istituzionale ed economica, ed ognuno con rilevanza nient’affatto secondaria. V’è infatti il profilo squisitamente politico, nella definizione dei *target* oggetto dell’impegno degli Stati firmatari di un determinato accordo; v’è quello regolatorio, per la normazione e il monitoraggio dei comportamenti dei soggetti economici; quello finanziario – naturalmente – a valutare l’investimento in sé e per comprendere se e come un’emissione *green* può garantire ai sottoscrittori un *plus* rispetto a titoli alternativi; e v’è quello economico, infine, che più ampiamente possiamo considerare come aspetto *produttivo*, perché riguarda in concreto le *industry* nelle quali operano gli attori – e quindi progetti, *business*, risultati e benefici in relazione, ad esempio, alle risorse e all’energia, alla riduzione dell’inquinamento, alla tutela dell’agricoltura, allo sviluppo di nuove infrastrutture o di nuove tecnologie per la più ampia riduzione dell’impatto ambientale dei vari settori dell’economia.

Ma l’indagine si amplia ulteriormente allorché si rifletta su alcune brevi considerazioni.

Pur necessariamente approssimativo, quanto sopra è sufficiente a tradire fin d’ora almeno due profili di problematicità: il primo, intorno all’attualità e alle prospettive di un tale argomento – l’*oggi*; il secondo, circa l’effettiva capacità della *sostenibilità* e della *responsabilità finanziaria* di essere elemento di svolta e successo, verso gli obiettivi di “transizione ambientale”.

Se dunque l'appello a una finanza *sostenibile* e (più) *responsabile* appare a tutti meritevole di accoglimento e tutela, altro è delineare con chiarezza e precisione se il percorso porterà i risultati sperati, quanto ancora è da fare e se è lecito immaginare un qualcosa di superiore a quanto già compiuto. I molteplici punti di osservazione che sono offerti rendono certo privilegiata l'azione di ricerca, ma dall'altro richiamano rigore e ampiezza di visione, a non trascurar dettagli e specificità di rilievo, necessarie per un'opportuna comprensione del fenomeno.

Un'analisi complessa, dunque, nel merito e nel metodo, che si condurrà con *focus* sui *green bond* e su alcuni specifici *case-study*, dapprima offrendo uno sguardo d'insieme (la finanza, la sostenibilità, l'investimento obbligazionario e i suoi tratti essenziali), poi più specifico (le classificazioni dei titoli, il loro riconoscimento, la *disclosure* delle informazioni rilevanti al pubblico), e quindi – appunto – comparando le emissioni perfezionate da alcune realtà di rilievo.

1. LA “FINANZA SOSTENIBILE”

1.1. Uno sguardo generale

L’investimento finanziario sulla “sostenibilità” ha registrato negli anni e continua a registrare un crescente interesse dei mercati.

Il volume di investimenti e, a monte, di emissione di titoli riferibili all’universo *ESG* – *Environment, Social, Governance*¹ conta infatti una crescita a doppia cifra: sulla base dei dati pubblicati nell’ultimo rapporto di Climate Bonds Initiative – l’organizzazione internazionale non governativa più accreditata – se nel 2018 il collocamento complessivo toccava quota 171 miliardi di dollari, nel 2019 il *global green bond market* ha osservato sottoscrizioni per circa a 258,9 miliardi di dollari, con un tasso di crescita annuo del 51,2% (Climate Bond Initiative, 2019a)² – numeri che depongono per la definitiva consacrazione del settore come speciale nicchia d’interesse per gli operatori.

Tuttavia, è la “sostenibilità” complessivamente intesa ad aver accresciuto la sua importanza nell’attualità politica ed economica.

Se si considera l’Unione Europea, la stessa ha avviato un concreto processo di avvicinamento e di riforma a partire dal Consiglio Europeo del marzo 2007, allorché fu fissato, accanto agli impegni per “rafforzare il mercato interno e la competitività” e la creazione di “migliori condizioni generali per l’innovazione”, anche l’obiettivo di “sviluppare una politica europea climatica ed energetica integrata e sostenibile” (Consiglio Europeo, 2007).³ Da lì l’Unione ha intensificato il proprio *commitment*, giungendo in fine a lanciare ufficialmente nei mesi scorsi un ambizioso “European Green New Deal”, un programma di investimenti pari a circa 260 miliardi di euro all’anno e volto a conseguire, con gli Stati membri, gli obiettivi di

¹ Come vedremo sotto, l’acronimo è assurto a “categoria generale” entro la quale racchiudere ogni investimento *sensibile e responsabile* nei confronti di determinati criteri, che sono, in sintesi:

- per *environment*, gli aspetti di tipo ambientale e l’impatto del *business* aziendale, ad esempio, sulle emissioni di CO₂;

- per *social*, invece, il rispetto dei diritti umani e più in generale il rapporto con i propri dipendenti, clienti, fornitori e altri stakeholder.;

- per *governance*, infine, la qualificazione l’impresa relativamente al comportamento degli organi gestori, alle politiche di controllo dei rischi, alla tutela delle minoranze societarie ecc.

² Il rapporto *Green bonds global state of the market 2019* costituisce forse la risorsa principale nell’analisi dello stato statico e dinamico del mercato dei *green bond*.

³ L’appunto, a ben vedere, conduce a osservare come, alle origini, l’aspetto economico e quello ambientale fossero come due rette, benché orientate nella medesima direzione, comunque parallele.

sviluppo sostenibile indicati a livello internazionale con la cosiddetta Agenda 2030 (Commissione Europea, 2019).⁴

Al di fuori dei confini continentali, invece, è il 2008 quando la Banca Mondiale, a seguito di numerose consultazioni, pubblica il documento *Development and Climate Change: A Strategic Framework for the World Bank Group*⁵, report sulla base del quale saranno successivamente definiti dall'ICMA – *International Capital Market Association* i “Green Bond Principles”, ovvero i criteri di trasparenza e *disclosure* che gli emittenti sono invitati a rispettare relativamente al proprio titolo (ICMA, 2018). Ancora, il 2008 è altresì l'anno della prima obbligazione *green* collocata per la negoziazione sulle piazze finanziarie: è il *SEK 2,325,000,000 3.5 per cent*, titolo a sei anni con divisa svedese, scambiato sul listino di Lussemburgo ed emesso dalla IBRD – *International Bank for Reconstruction and Development*.⁶

Ma il settore delle obbligazioni finanziarie collegate a progetti o emittenti “sostenibili”, in realtà, è solo *parte* di un più ampio *tutto*, ovvero del vasto e complesso tema racchiuso nell'etichetta dell'economia *green*.

I cambiamenti climatici, il problema della scarsità di risorse e la necessaria transizione energetica: la Terra fronteggia minacce concrete e non trascurabili, e questi e altri sono i fattori che maggiormente spingono il consesso politico, economico e scientifico a interrogarsi in ordine alla compatibilità della crescita economica con la sostenibilità ambientale *tout court*.

E si tratta – è chiaro – di una questione esiziale, per la quale occorre sottoporre a critica le fondamenta dell'impresa e del modello capitalistico, che appaiono come mai idonee a minare l'equilibrio vitale, umano e vegetale; la vulnerabilità del sistema socio-ambientale, essenzialmente accresciuta per l'opera umana, spinge dunque all'individuazione di schemi alternativi, tra i quali – o, forse, l'unico – la *green economy*, definita dall'UNEP – *United Nations Environment Programme* come l'economia “capace di migliorare il benessere e

⁴ Il documento – di natura programmatica, più che precettiva – corrisponde in realtà alla traduzione in pratica al manifesto politico della neo-eletta Presidente della Commissione Ursula Von der Leyen, la quale ha contraddistinto la propria candidatura nel 2019 proprio a favore di un'Europa quale “*first climate-neutral continent*” (Von der Leyen, 2019).

La cd. “Agenda 2030”, invece, consiste nell'impegno assunto dagli Stati riuniti nell'Assemblea Generale delle Nazioni Unite nel settembre 2015 volto a fissare i “*new global Sustainable Development Goals*” (Nazioni Unite, 2015).

⁵ Il documento è da molti è considerato come punto di svolta relativo a finanza e sostenibilità.

⁶ Il prospetto d'emissione specifica che “*an amount equal to the net proceeds of the issue of the Notes will be credited to a special account that will support IBRD's lending for Eligible Projects*”, laddove questi sono definiti come “*all projects funded, in whole or in part, by IBRD that promote the transition to low-carbon and climate resilient growth*” (IBRD, 2008).

l'equità sociale, riducendo in modo significativo i rischi ambientali e la scarsità che colpisce i sistemi ecologici".⁷

È evidente, dunque, che poiché “*sustainable economic growth requires a balance between the environmental impact of economic growth and the assimilative capacity of environment*” (Musu, 2010), allora “l’appropriazione del valore della sostenibilità da parte del capitalismo [...] dipenderà dalla capacità di sviluppare un equivalente generale della creazione di valore diverso dal prezzo” (Magatti e Gherardi, 2013).⁸

1.2. La finanza e la sostenibilità: gli strumenti

Il tentativo di sintesi tra finanza e sostenibilità si è concretizzato negli anni in una discreta serie di strumenti, attraverso i quali le istituzioni politiche, economiche e non solo perseguono o stimolano a perseguire gli obiettivi di compatibilità con gli indicatori ambientali di riferimento. Il presente scritto indugia sull’investimento obbligazionario, tuttavia – appunto – esso non risulta l’unico mezzo a disposizione.

Se consideriamo la dimensione privata, accanto alla sottoscrizione di un titolo di debito si è diffuso negli anni il fenomeno dei fondi comuni d’investimento. Nella titolarità di società di gestione del risparmio (SGR), come suggerisce la terminologia tramite i fondi gli investitori partecipano solo indirettamente al finanziamento di realtà legate a progetti sostenibili, in quanto è il fondo stesso, ente dotato di personalità giuridica e partecipato dagli investitori, che ne sottoscrivono quote o azioni, a investire nell’*equity* di tali realtà, se di tipo azionario, o nei *bond* emessi, se di tipo obbligazionario.

L’investimento tramite *asset manager* è potenzialmente più efficiente, sia per la riduzione di inevitabili asimmetrie informative e sia per la più ampia diversificazione, e in effetti le evidenze empiriche della scorsa decade rivelano che sono numerosi i *green funds* che hanno avuto *performance* rilevanti – addirittura mediamente migliori degli omologhi tradizionali, e ciò per la maggiore attrattività del loro portafoglio, appositamente selezionato e

⁷ Traduzione offerta dal rapporto *Towards a Green Economy: Pathways to Sustainable Development and Poverty Eradication* (UNEP, 2011).

⁸ Le voci che si levano al riguardo sono molteplici, e tuttavia complessivamente unitarie nel considerare la necessità e l’urgenza di provvedere a un cambio di paradigma. Si legga tra tutti Christian de Perthuis (2015), per il quale “*To remedy this situation [di non rispetto del climate system, nda], it is essential to introduce into the economy a new price that measures the cost of the damage to these regulatory functions*”.

composto da società rispondenti ai criteri cd. *ESG*.⁹ Inoltre, è anche da notare che in Europa – ovvero, nei mercati europei – si raccoglie oltre l’80% dell’investimento in fondi che impiegano tali criteri¹⁰, risultando così l’area finanziaria più sensibile e aperta all’offerta di nuovi prodotti *green*.

Accanto alla sfera privata, è però l’ambito istituzionale ad aver maggiormente innovato i propri strumenti nella direzione della “finanza sostenibile”, in particolare – e in breve sintesi – gli Stati si sono mossi al riguardo in tre distinte direzioni:

1) con la stipulazione di accordi internazionali e la fissazione di *goals* relativi al consumo delle risorse e al cambiamento climatico;

2) nella produzione legislativa interna, anche di *soft law*;¹¹

3) con la predisposizione di fondi strutturali, finanziamenti *target* e altre misure di sostegno all’economia reale.

Per il primo aspetto, nel grande alveo della Convenzione delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici stipulata a Rio nel 1992 si sono avute negli anni numerose assisi degli Stati membri, una delle quali – quella del 2015, riunitasi in Francia – ha prodotto il noto Accordo di Parigi, il primo trattato universale sul clima globale, in base al quale i firmatari si sono impegnati al mantenimento dell’innalzamento delle temperature globali entro “*a 1,5 °C rispetto ai livelli preindustriali*”.¹²

Quanto alla legislazione interna, prendendo a esempio la sola Unione Europea può riscontrarsi una decisa azione da parte della Commissione¹³, solennemente rappresentata nel *Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*, annunciato l’8.03.2018. In base al Piano, l’Unione si impegna – *inter alia* – all’attuazione di alcune modifiche legislative, compresa

⁹ Stando al portale Morningstar, nel decennio trascorso su un campione di circa 4.900 fondi “*circa il 59% dei fondi sostenibili ha battuto i corrispondenti tradizionali*”: al riguardo <https://www.morningstar.it/it/news/203396/fondi-sostenibili-vs-tradizionali-parlano-le-performance.aspx>.

¹⁰ È questo quanto elaborato in autonomia sempre da Morningstar: <https://www.morningstar.it/it/news/204606/i-record-dei-fondi-sostenibili-europei.aspx>.

¹¹ L’espressione – intuibilmente – riguarda la produzione di documenti non aventi effettiva valenza prescrittiva, bensì solamente persuasiva e orientativa (ad esempio – come vedremo nelle pagine che seguono – le comunicazioni della Commissione Europea), all’opposto di quelli che sono formalmente fonti di legge (cd. *hard law*).

¹² L’Accordo è altresì importante perché, “*nel contesto dello sviluppo sostenibile e degli sforzi volti a eliminare la povertà*”, gli Stati firmatari si impegnano formalmente a rendere “*i flussi finanziari coerenti con un percorso che conduca a uno sviluppo a basse emissioni di gas a effetto serra e resiliente al clima. [...] Nell’ambito di uno sforzo mondiale, le Parti che sono paesi sviluppati dovrebbero continuare a svolgere un ruolo guida nel mobilitare i finanziamenti per il clima avvalendosi di un’ampia gamma di fonti, strumenti e canali, tenendo presente il ruolo significativo dei finanziamenti pubblici, tramite molteplici azioni, incluso il sostegno a strategie sviluppate a livello nazionale e tenendo conto delle esigenze e delle priorità delle Parti che sono paesi in via di sviluppo*” (UNFCCC, 2015).

¹³ E questo perché la Commissione, ai sensi del Trattato sull’Unione Europea, è l’organo che “*promuove l’interesse generale dell’Unione e adotta le iniziative appropriate a tal fine*” (TUE, art. 17).

anche la revisione della cd. Direttiva MiFiD II, al fine di includervi le preferenze in materia di sostenibilità nell'ambito della valutazione di adeguatezza di un investimento finanziario (Commissione Europea, 2018a).¹⁴

Relativamente alla predisposizione di fondi *ad hoc* e più in generale misure di sostegno finanziario diretto, il sopraccitato *Green deal* prevede un investimento di circa mille miliardi di Euro entro il 2030, parte dei quali provenienti dal bilancio, altri in cofinanziamento con gli Stati membri, altri ancora tramite la Banca europea degli investimenti¹⁵, il tutto nell'ottica di raggiungere l'obiettivo cd. di "neutralità carbonica" entro il 2050, cioè il raggiungimento di un equilibrio tra emissioni e assorbimento di carbonio, dove la produzione di gas serra sarà controbilanciata dall'assorbimento delle relative emissioni di carbonio.

Si comprende, dunque, l'evolversi dinamico della vicenda che qui ci occupa e dunque il sempre maggiore interesse istituzionale, oltre che finanziario, relativamente all'economia *green* e alle modalità per esserne volano.

1.3. L'investimento obbligazionario e la declinazione green

Ma di quelli sopra declinati, lo strumento *green bond* è per molti versi il più significativo e certamente il più sviluppato tra gli investimenti privati – e invero anche laddove l'emittente sia uno Stato, sull'esempio di quanto accaduto in Francia.¹⁶

Come noto, l'investimento obbligazionario è una forma di finanziamento dell'emittente a titolo di debito, che garantisce al titolare del titolo un credito per interessi (le cedole, tante od una), e uno per il rimborso del capitale a scadenza.¹⁷ Differentemente dall'investimento *equity*, il sottoscrittore non solo non soffre di un rischio sul *capital gain*, ma nemmeno diviene socio, quindi non acquista diritti di natura sociale¹⁸: l'investimento è dunque

¹⁴ Il Piano, invero, traccia la rotta della successiva azione dell'Unione per numerosi altri aspetti, quali ad esempio la comunicazione e la trasparenza, la regolamentazione contabile, la creazione di un "marchio UE" sui prodotti sostenibili e altro.

¹⁵ Si veda, ancora, la proposta di adozione di un regolamento europeo, approvata dalla Commissione Europea il 28 maggio scorso e relativa a uno "*strumento di prestito per il settore pubblico nel quadro del meccanismo per una transizione giusta*" (Commissione Europea, 2020).

¹⁶ Nel 2017 la Francia ha emesso un *bond* sovrano dal valore di 7 miliardi di Euro con scadenza 22 anni, divenendo così il primo Stato con *rating* AAA a disporre una tale operazione; è invece ormai al via in Germania l'emissione di un doppio titolo, complessivamente stimato in circa 8-12 miliardi (v. *Il sole 24 ore*, 30.06.2020).

¹⁷ Oppure, alternativamente, può essere della forma cd. *zero coupon*, laddove non sono previste cedole, ma il rendimento dell'obbligazionista è dato dal solo rimborso del capitale, sul presupposto che il prezzo di acquisto è inferiore al valore nominale, in quanto il titolo quota "a sconto".

¹⁸ Invero, per le società quotate una partecipazione minoritaria è solitamente ascritta tra le partecipazioni non qualificate, e quindi come tale sprovvista in concreto di poteri sociali rilevanti; all'opposto,

più agile, per semplice rapporto di tipo creditizio, e meglio si presta a forme di raccolta “mirata”, destinata cioè alla costituzione di un fondo interno da destinarsi a specifici progetti.

Per questa sua elasticità e anche semplicità, l’obbligazione è risultato essere strumento privilegiato per il finanziamento delle società che investono nella sostenibilità. Definiti dalla Banca Mondiale come “*a debt security that is issued to raise capital specifically to support climate-related or environmental projects*”¹⁹, al 2019 i *green bond* risultano essere stati emessi da 506 differenti entità, con maggiori volumi negli Stati Uniti (51,3 miliardi di dollari), Cina e Francia (in dollari, circa 31 miliardi per entrambe) e, come mostra la **Figura 1**²⁰, una sempre più longeva maturità del titolo.

Volume increasing more among longer tenors¹⁷

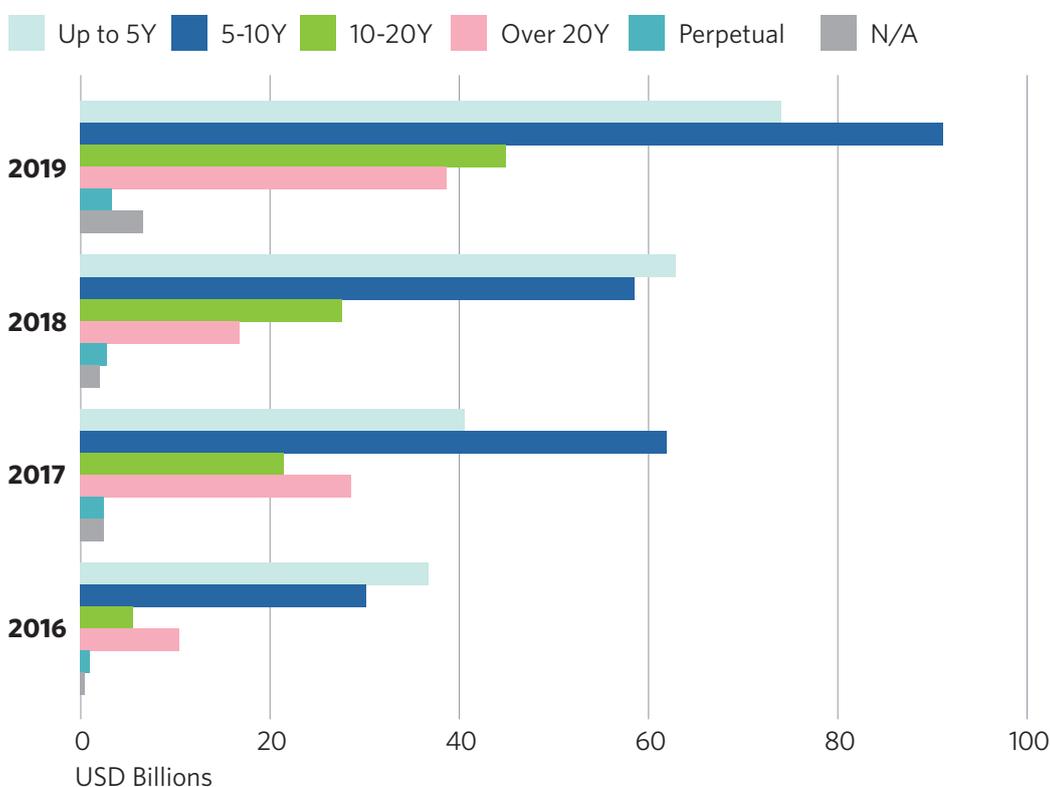


Figura 1 – Distribuzione degli investimenti per differente maturità del titolo

l’obbligazionista è comunque membro *ipso iure* dell’assemblea degli obbligazionisti, la quale, per l’ordinamento italiano, ha un indifferibile potere di deliberare, *inter alia*, sulle modificazioni delle condizioni del prestito (art. 2415 c.c.).

¹⁹ Ma è una definizione provvisoria, infatti il portale di riferimento della Banca Mondiale (<https://treasury.worldbank.org/en/about/unit/treasury/ibrd/ibrd-green-bonds>) apre al tema della tassonomia, di cui si parlerà nel paragrafo successivo.

²⁰ Tratto dal rapporto *Green Bonds Global State of the Market 2019*, pag. 12.

Anticipando quanto si analizzerà in seguito, nel paragrafo n. 2.1.1, a riguardo della tassonomia, può altresì aggiungersi che l'ambito di interesse dell'investimento obbligazionario *green* è diffuso su tutto l'arco dei settori coinvolti, ovvero – sinteticamente – nell'energia, nei trasporti e le reti, nell'acqua, nelle infrastrutture, nel consumo del suolo e la conservazione delle risorse, nonché rifiuti e ciclo di vita dei prodotti e infine l'ICT.

La rapida panoramica appena offerta, dunque, vale a evidenziare in modo inequivocabile la bontà dello strumento, la sua rapida ascesa e le potenzialità che esso porta con sé. Certo non mancano le lacune: il percorso rimane *in fieri*, e tuttavia – sembrerebbe – la strada è quella corretta.

2. I GREEN BOND

2.1. Una possibile definizione classificatoria

2.1.1. I settori d'impiego e il problema della cd. "tassonomia"

L'investimento finanziario sulla sostenibilità sconta un significativo problema di natura classificatoria.

Per l'alta attrattività dei prodotti compresi nel novero di quelli cd. SRI – *Sustainable Responsible Investment* è sorta ben presto l'esigenza di definire e selezionare i potenziali investimenti, da un lato per evitare che obbligazioni (o altre emissioni) che tali non sono possano godere indebitamente di un notevole privilegio²¹, dall'altro per circoscrivere e rendere più esclusivi (e redditizi) quei titoli e quegli emittenti effettivamente coinvolti nel settore che qui ci occupa. Eppure, come anticipato, una formale definizione degli stessi ancora manca: se infatti è ben possibile offrire una descrizione dell'investimento sostenibile come quella scelta finanziaria di medio-lungo periodo volta a creare valore per l'investitore e relativa a un titolo per il quale la stretta analisi sul rendimento è integrata con criteri e principi di natura ambientale, sociale e di *governance*, dall'altro è necessario ammonire che quanto appena indicato non corrisponde ad alcuna citazione da fonte "ufficiale".

A oggi, infatti, una definizione *formale* non c'è, perché quanto è condiviso e accettato dalla comunità scientifica e finanziaria – come, ad esempio, quanto appena letto – corrisponde a ciò che i giuristi chiamerebbero "diritto vivente", ovvero solo a un qualcosa che si fa spazio e trova legittimazione direttamente nella platea dei destinatari – i mercati e gli operatori economici – anziché prodursi in quella dei mittenti – ovvero, il legislatore nazionale o internazionale.

Nella perdurante assenza di un provvedimento normativo volto a offrire definitiva chiarezza sul punto, e quindi nell'impossibilità di percorrere il tradizionale approccio deduttivo, *top-down*, gli operatori hanno provveduto a ricercare una soluzione *bottom-up*, di tipo induttivo. Per risolvere il problema definitorio che qui si discute si è allora puntato anzitutto a definire delle "strategie" con cui individuare un titolo meritevole, e in secondo luogo – in modo complementare – a osservare e classificare le *industry* di riferimento dei vari emittenti, o i concreti progetti per i quali il finanziamento intende essere leva, e per questa via procedere a

²¹ E possano perciò "inquinare" il mercato, tanto che usualmente essi sono chiamati *brown bonds*.

“catalogare”, a dare un’etichetta all’investimento socialmente responsabile, distinguendolo dal resto.

Per il primo aspetto, è necessario rifarsi a quanto, a partire dal 2012, l’EUROSIF – *European Sustainable Investment Forum* ha messo a punto: ovvero, sette categorie metodologiche utili alla selezione degli investimenti responsabili (Eurosif, 2018), delle categorie così puntuali da essere ormai considerate la definitiva cristallizzazione del meccanismo. Si hanno perciò:

- la *sustainability themed investment*, ovvero la scelta di un titolo per specifiche aree di sostenibilità nelle quali è coinvolto l’emittente (ad es. energie rinnovabili o gestione delle risorse idriche);
- la *best-in-class investment selection*, strategia che consente all’investitore “*to pick those companies that have the best ESG score in a particular industrial sector*”, e che risulta dunque la modalità più immediata e diffusa;
- l’*exclusion of holdings*, tra le modalità più efficaci perché si concreta nell’abborrire le emissioni provenienti da o relative a settori *brown*, come il tabacco, l’*animal testing*, le armi, l’alcol, la pornografia o simili;
- il *norms-based screening*, quindi la selezione di una società in base al suo livello di *compliance* con gli *standard* internazionali e il contesto normativo – se presente – di riferimento;
- l’*ESG integration factors in financial analysis*;
- l’*engagement and voting on sustainability matters*, che risulta ancora il secondo metodo più diffuso, e che si concreta nella selezione per capacità di coinvolgimento dei soci e – più ampiamente – degli *stakeholder* sui temi ambientali, sociali e di *governance*.
- l’*impact investing*, cioè l’identificazione per ritorno finanziario prodotto e potenzialità di creare un significativo beneficio nella valutazione *ESG*.

Invece, è ancora *in fieri* il problema della cd. “tassonomia”, ovvero il secondo tema sopracitato. La previsione di specifiche categorie merceologiche e produttive indicate come cartine tornasole dell’appartenenza del titolo alla categoria al momento non incontra l’unanimità dei consensi, giungendo, invece, a determinarsi di volta in volta diversamente, a seconda dei soggetti che ne curano l’esposizione. Accade così che, nei comuni *report* a disposizione degli osservatori, si riscontrino solitamente:

- la riduzione dell’inquinamento e gestione del ciclo dei rifiuti;
- il cambiamento climatico e conversioni energetiche;

- l'acqua e consumo delle risorse idriche e marine;
- la protezione della biodiversità e tutela degli ecosistemi;
- prodotti e servizi per l'approvvigionamento, nonché economia circolare;
- l'etica concorrenziale e tutela delle persone;
- la *corporate governance* e trasparenza;

ma l'elenco è – appunto – suscettibile di modificazioni del redattore.²²

Su quanto appena citato, invero, in Europa è attualmente in atto un procedimento legislativo volto proprio a definire la classificazione delle attività economiche da ritenersi *ex ante* in grado di accedere al beneficio del *green label*. Nell'ambito del *Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*, pubblicato dalla Commissione Europea lo scorso 8.03.2018²³, nel capitolo dedicato al “riorientare i flussi di capitali verso un'economia più sostenibile” si prevede infatti la necessità di predisporre “un sistema unificato di classificazione delle attività sostenibili”, capace di offrire “informazioni dettagliate sui settori e le attività pertinenti, sulla base di criteri di selezione, soglie e metriche”, risultando così “un elemento essenziale per sostenere il flusso di capitale nei settori sostenibili che necessitano di finanziamento” (Commissione Europea, 2018a, p. 4). Il progetto, tuttavia, è di notevole complessità e non risulta ancora giunto al termine, essendo che l'ordinario percorso legislativo richiederà diverso tempo ancora. Precisamente, dopo la pubblicazione, nel giugno 2019, del *Taxonomy Technical Report* del EU Technical Expert Group on Sustainable Finance (TEG, 2019a) – e quindi la pubblicazione di un primo elenco di settori e attività coinvolte²⁴ – il Consiglio Europeo ha adottato la propria positiva “posizione” (Consiglio Europeo, 2019), e il *taxonomy regulation* è ora al vaglio del Parlamento e del Consiglio.²⁵

Al di fuori dei confini europei, invece – e, in realtà, anche al di fuori di un contesto di coinvolgimento delle istituzioni politiche – il *Climate Bonds Initiative*²⁶ ha pubblicato (e più volte aggiornato) il proprio *Climate Bonds Taxonomy*, che contempla otto macro-categorie e

²² Questa categorizzazione, in particolare, è adottata dal gruppo bancario internazionale UBS, e si veda al riguardo il *UBS Investor Watch – Rendimenti di valore*, 2018/2, p. 7, esclusivamente dedicato agli investimenti sostenibili.

²³ Sopra, a p. 14.

²⁴ Si veda anche il parallelo documento *Using the Taxonomy*, che formalmente imposta la discussione parlamentare sulla tassonomia indicando le seguenti attività: 1) *Agriculture and forestry*; 2) *Manufacturing*; 3) *Electricity, gas, steam and air conditioning supply*; 4) *Water, sewerage, waste and remediation*; 5) *Transport*; 6) *Information and Communication Technologies* e 7) *Buildings* (TEG, 2019b, p. 15).

²⁵ Invero, che il progetto di adozione del regolamento sulla cd. tassonomia non sarebbe stato celere era già stato previsto dalla stessa Commissione, che nel citato *Piano d'azione* notava (p. 4): “A causa della complessità e della natura altamente tecnica dell'elaborazione di un siffatto sistema di classificazione, ci vorrà tempo per giungere a una vera e propria tassonomia della sostenibilità a livello dell'UE che copra gli aspetti climatici, ambientali e sociali”.

²⁶ Organizzazione non governativa e senza scopo di lucro, come sopra ricordato.

ulteriori specificazioni all'interno di ognuna. Sono perciò indicati i settori economici riguardanti:

- *energy*, e in particolare l'energia solare, eolica, geotermica, derivante da biomasse e idroelettrica, comprese al loro interno gli impianti, le *facilities*, gli *storage* e l'intera filiera della relativa *supply chain*;
- *transport*, sia pubblico che privato, e anche su rotaia;
- *water*, ovvero tutti gli *asset* relativi al *monitoring*, *storage*, *treatment*, *distribution*, nonché anche i prodotti che comportano *water saving technologies*;
- *buildings*, sia residenziali che commerciali, laddove comportino – *inter alia* – un *significant impact on urban emissions*;
- *land use & marine resources*, e qui compresa la produzione agricola, forestale, il *fisheries and aquaculture*;
- *industry*, in particolare relativa alla *fuel production* tramite risorse *green* (cd. *bioenergy*);
- *waste & pollution control*, considerato tra i settori più rilevanti e maggiormente oggetto di preventiva accettazione, coinvolgendo le fasi di *preparation*, *waste storage*, *re-use*, *recycling*, nonché le *biological treatment facilities* e infine il cd. *waste to energy*, cioè il “*solid waste treatment with production of electricity or heat as a by-product*”;
- ICT, come gli investimenti su *fibre optic and cable networks*, già col “bollino verde” relativamente al “*2 degree compliant*” fissato all'interno dell'Accordo di Parigi.

La tassonomia adottata dal CBI appare certamente più ampia di quella sopraindicata, ma non per questo perde di specificità ed efficacia. Le categorie presentate sono infatti già corredate da una valutazione di *certifiable* – di evidente impatto per l'investitore – e sono altresì indicati ulteriori *screening indicator*, di volta in volta differenti a seconda del caso concreto.²⁷ Nei fatti, la catalogazione offerta da *Climate Bonds Initiative* risulta quella oggi più accreditata.

²⁷ Ad esempio, per quanto concerne il settore *energy*, un titolo o un emittente collegato alla produzione di energia eolica dovrà assicurarsi di “certificare” che le “*facilities shall have no more than 15% of electricity generated from nonrenewable sources*”; oppure, nell'ambito della produzione agricola e dell'uso delle terre occorrerà una “*Demonstration of significant carbon sequestration, reduction in emissions or compatibility with 'low carbon agriculture' targets*” (Climate Bonds Initiative, 2020, p. 2 e seguenti).

Ma nel difetto di una formale definizione e – altrettanto – di un formale procedimento normativo per la certificazione di un’etichetta *green* e la predisposizione di un’Autorità *ad hoc*, rimane rimessa agli operatori e agli investitori, da un lato, e all’emittente medesimo, dall’altro, l’associazione della qualifica indicata, e questo certo contribuisce a fenomeni di *moral hazard* ma anche alla naturale asimmetria informativa, con conseguente incertezza e stasi nella scelta d’investimento.²⁸

2.1.2. La qualificazione del titolo tra autonomo riconoscimento e controllo esogeno

Il riconoscimento del titolo all’interno della categoria privilegiata non è ancora, dunque, formale attribuzione di un’autorità pubblica, ma rimane opzione rimessa alla stessa comunità degli operatori. Ciò non significa, però, che il *green labelling* non debba seguire delle regole specifiche o degli *standard* tali da assicurarne una sicura autenticità e autorevolezza, coi benefici che ne conseguono.

Nel dicembre 2019 il *Climate Bonds Initiative* ha pubblicato la terza versione dei propri *Climate Bonds Standard*, la raccolta delle “*international best practice for labelling green investments*”, ovvero lo schema che “*allows investors, governments and other stakeholders to identify and prioritise ‘low-carbon and climate resilient’ investments*” (Climate Bonds Initiative, 2019b, p. 3). La procedura, di natura volontaria, costituisce dunque la modalità “ufficiale” per l’assegnazione dell’etichetta, la quale “*confirms that the bond, loan or other debt instrument is: 1) Fully aligned with the Green Bond Principles and/or the Green Loan Principles; 2) Using best practice for internal controls, tracking, reporting and verification; 3) Financing assets consistent with achieving the goals of the Paris Climate Agreement*” (Climate Bonds Initiative, 2019b, p. 3).

Nel dettaglio, il *certified mark* – esito della procedura – prende a oggetto e viene in fine assegnato ai vari *Certified Climate Bond*, ai *Certified Climate Loan* oppure ai *Certified Climate Debt Instrument*²⁹ dal *Climate Bonds Standard Board*³⁰ sulla base della corrispondenza

²⁸ Secondo il rapporto UBS Investor Watch – si veda sopra, a p. 21 – il 65% degli investitori intervistati ritiene che sia molto importante contribuire a creare un pianeta migliore ma il solo 39% detiene investimenti sostenibili nel portafoglio, e ciò perché il 72% di loro “ritiene che i termini degli investimenti sostenibili creino confusione” (UBS, 2018, p. 4 e 5).

²⁹ Definiti sinteticamente come “*A bond, loan or other debt instrument where the proceeds will be exclusively applied to finance or re-finance, in part or in full, new and/or existing eligible green projects*” (Climate Bonds Initiative, 2019b, p. 8).

³⁰ Un comitato di esperti indipendenti che non solo valuta la corrispondenza del titolo agli *standard* riconosciuti, ma è altresì il redattore dei medesimi.

dei medesimi ai *Green Bond Principles*³¹, il prezioso documento messo a punto dall'ICMA – *International Capital Markets Association* e contenente le linee guida procedurali (non vincolanti) per l'emissione di *green bond*.³² La corrispondenza viene valutata in un processo a due *step*: il primo, per i cd. *pre-issuance requirements*, che contiene i profili “*which need to be met for issuers seeking certification ahead of issuance*”, tra i quali anche la predisposizione di un *framework* o di un documento equivalente che descriva in che modo gli *standard* saranno soddisfatti³³; il secondo, per i cd. *post-issuance requirements*, che concerne agli aspetti “*which need to be met by issuers seeking ongoing certification following the issuance*”, con relazioni da trasmettersi annualmente.³⁴

Con riguardo al primo dei due *step*, appare qui di significativa importanza il ruolo degli *approved verifiers*, addirittura giudicato necessario (“*shall engage*”), per *Climate Bonds Initiative*, laddove l'emittente “*seeking Certification and the use of the Certification Mark for a Bond prior to its Issuance*” (*Climate Bonds Initiative*, 2019b, p. 25). Tali “verificatori” hanno il compito precipuo di fornire una *independent assurance* che il titolo esaminato, laddove certificato, incontri i requisiti fissati: si tratta dunque di una *third-party*, debitamente approvata dal *Climate Bonds Standard Board*, deputata alla redazione di un *Verifier's Report*, da inoltrare al *Climate Bonds Standard Secretariat* come parte del *certification process*.

Nei fatti, il sottostante del titolo – cioè il progetto, l'investimento, il cd. *nominated project* o *asset* – deve essere “*assessed as likely to be Eligible Projects & Assets*” (*Climate Bonds Initiative*, 2019b, p. 12), e questo sarà – *inter alia* – oggetto dell'indagine del *verifier*, secondo i principi indicati. E il tutto, in fine, dovrà essere inoltrato attraverso un *information form* a CBI per ricevere, in caso favorevole, la certificazione richiesta.

I *verifier* autorizzati sono indicati nel relativo elenco pubblicato nel sito internet dell'organizzazione e sono attualmente n. 44, una numerosità sufficiente a garantire, sia da un punto di vista geografico, che contenutistico, la verifica dei progetti di ogni potenziale emittente. In particolare, essi sono distinti sia per regione di operatività – ma c'è anche il *worldwide*, come per es. *Carbon Trust*, con sede a Londra, o *Epic Sustainability Services*, in India – che per settore di riferimento, che può riguardare *Solar Energy*, *Low Carbon Buildings*

³¹ Sopra, a p. 12.

³² Invero, la “*full alignment*” viene valutata altresì con riferimento a ulteriori *guidelines*, ovvero gli *ASEAN Green Bond Standards* (per i territori di Brunei, Cambogia, Indonesia, Laos, Malesia, Myanmar, Isole Filippine, Singapore, Thailandia e Vietnam), le *Japan's Green Bond Guidelines* e le *India's Disclosure & Listing Requirements for Green Bonds*.

³³ Più ampiamente, i requisiti di pre-emissione sono necessari per assicurare che l'emittente possenga, oltre che la concordanza coi *Climate Bonds Standards*, anche degli *appropriate internal processes* tali da monitorare le fasi successive dell'emissione.

³⁴ Cfr. *Climate Bonds Initiative*, 2019b, p. 6.

oppure *Water Infrastructure*³⁵ – ed è chiaro, dunque, come tale meccanismo assicuri oggettività al processo di certificazione delle emissioni. Peraltro, l’elenco è suscettibile di implementazione e comunque è sotto continuo aggiornamento, circostanza che aiuta a consolidarne un giudizio pienamente positivo.

2.2. L’emittente e le investor relations

2.2.1. Trasparenza e disclosure

Le zone d’ombra che ancora si annidano nel problema definitorio e nella cd. tassonomia sono significativamente ridotte, quantomeno in astratto, dagli oneri relativi a trasparenza e *disclosure* sul titolo negoziato. Trattasi di oneri integralmente a carico del soggetto emittente, chiamato dunque a rendicontare in modo puntuale e periodico le informazioni utili all’investitore (e al mercato nel suo insieme).

In generale, le società coinvolte in progetti *green* operano con previa definizione di un *framework* interno. La valenza del documento è strettamente informativa, ma se considerato dal profilo reputazionale e istituzionale la predisposizione di regole organizzative per l’operazione finanziaria che qui si discute si può paragonarsi a uno statuto cui ricondurre la successiva emissione, sia al momento della genesi che del successivo monitoraggio. Come vedremo a pag. 25 del presente elaborato, discutendo del cd. *allocation report*, tali documenti assolvono sia la funzione informativa, che quella strategica, essendo che dispongono non solo i criteri di rendicontazione economica e finanziaria dei progetti, ma anche affermazioni di principio volte perlopiù a consolidare l’immagine aziendale come allineata sui *benchmark* di riferimento nel settore della finanza sostenibile.

Tra le linee-guida che più sono incentrate sulla definizione e sulla portata degli oneri di trasparenza e *disclosure* certo appare la più significativa quella pubblicata dall’ICMA – *International Capital Market Association* e solennemente nominata come *Green Bond Principles*. Il documento, anche pubblicato in versione italiana, contiene una serie di prescrizioni di principio, tutte rilevanti nel responsabilizzare l’emittente circa le informazioni da fornire al pubblico sull’andamento del proprio titolo. In particolare:

- dal momento dell’annuncio della pubblicazione di un titolo e quindi dell’avvio della raccolta, la società “deve comunicare chiaramente agli investitori: gli

³⁵ Anche qui, però, si nota la presenza di enti competenti su *all sectors*, come la messicana *HR Ratings*.

obiettivi ambientali; i processi tramite i quali l'emittente determina il modo in cui i progetti siano compatibili con le categorie di Progetti Ambientali prima identificate; i requisiti di eleggibilità relativi a tali progetti, inclusi, ove possibile, i criteri di esclusione o qualsiasi altro processo che venga applicato per identificare e gestire potenziali rischi che possa avere impatti ambientali e/o sociali correlati a tali Progetti”;

- con riferimento alle determinazioni dei livelli di impatto ambientale dei progetti, “i GBP raccomandano l'utilizzo di indicatori di performance qualitativi e, laddove possibile, misure di performance quantitative (come ad esempio capacità energetica, produzione di elettricità, le emissioni di gas a effetto serra che sono ridotte/evitate, numero di persone a cui viene dato accesso a energia pulita, riduzione dell'uso di acqua e riduzione del numero di automobili necessarie) nonché la divulgazione delle principali metodologie e/o considerazioni effettuate per la determinazione quantitativa”;
- sulla gestione dei proventi, “i profitti netti derivanti dai Green Bond [...] dovrebbero essere accreditati in un sotto-conto [...] o, comunque, tracciati in un sistema che sia controllato dall'emittente con modalità appropriate, nonché documentati dall'emittente in un processo interno formale connesso alle operazioni finanziarie e di investimento in Progetti Ambientali da parte dell'emittente stesso”, unitamente alla periodica correzione del bilancio dei ricavi netti fintantoché l'emissione non si è estinta si è disposto il rimborso dei sottoscrittori (ICMA, 2018, p. 6 e seguenti).

Con riferimento a quest'ultimo aspetto, trasparenza finanziaria appare senza dubbio vicenda centrale nell'emissione e nella successiva gestione del *bond*. Al riguardo, tra i *principles* specificamente si raccomanda “il raggiungimento di un elevato livello di trasparenza” tramite l'opera di “un revisore contabile o un soggetto terzo per verificare il metodo di monitoraggio interno e il collocamento dei fondi derivanti dall'impiego dei proventi dei Green Bond” (ICMA, 2018, p. 7). E gli emittenti, incoraggiati alla nomina di un revisore esterno, ne hanno facoltà non solo per lo specifico ambito finanziario-contabile, essendo che la consulenza viene ammessa (*rectius*, incentivata) anche per “questioni in ambito ambientale”.³⁶

³⁶ In questo caso – si legge – “Un emittente può ottenere una verifica indipendente in relazione ad uno specifico impianto di criteri, generalmente connessi a processi commerciali e/o criteri di tipo ambientale. La verifica può concentrarsi sull'allineamento con standard interni o esterni o rivendicazioni fatte dall'emittente stesso. Inoltre, la valutazione delle caratteristiche ambientali delle attività sottostanti può essere definita come verifica e può fare riferimento a criteri esterni. La garanzia o l'attestazione rispetto

Nello scenario appena descritto non mancano iniziative anche di rango legislativo, in special modo di origine europea. Con la Direttiva 2016/2341 sulle attività e sulla vigilanza degli enti pensionistici aziendali o professionali (cd. IORP II – *Internal market for occupational retirement provision*), l’Unione ha ordinato agli Stati membri³⁷ di impegnare gli operatori previdenziali che adottano politiche di investimento sulle risorse raccolte in appositi fondi – la cd. previdenza complementare – se e in che misura prendono in considerazione i criteri *environment, social and governance* nelle scelte d’investimento e come questi sono poi integrati nella politica di gestione dei rischi borsistici.

In secondo luogo (ma ben più rilevante) è d’obbligo far menzione alla proposta di regolamento della Commissione rivolta agli investitori istituzionali e ai consulenti finanziari nell’intento di regolamentare gli obblighi di trasparenza in merito all’integrazione dei rischi di sostenibilità nei processi di investimento e nell’attività di consulenza finanziaria (Commissione Europea, 2018b).

Tecnicamente, la proposta appare d’interesse anche perché pone degli oneri non solo a carico dell’emittente, ma sui “partecipanti ai mercati finanziari” generalmente intesi, quali assicurazioni, gestori di patrimoni e infine consulenti finanziari, ed è allora opportuno ricordare che l’accesso al titolo non sempre avviene – come si dice – sul mercato primario, cioè a partire dalla stessa società titolare del *bond*, bensì su quello secondario, attraverso negoziazioni o successivo investimento, ad esempio, su quote di fondi obbligazionari già sottoscrittori del titolo. In questo senso, la regolamentazione intende ampliare sia l’informativa precontrattuale che contrattuale con l’impegno a divulgare e aggiornare periodicamente le informazioni relative alle politiche di integrazione dei rischi ambientali negli investimenti, di valutazione degli impatti negativi in termini di sostenibilità dei medesimi, di coerenza delle politiche remunerative con i rischi di sostenibilità, il tutto nell’ottica del noto principio *comply or explain*.

2.2.2. Reportistica delle performance

Tra i *post-issuance requirements* indicati nel *Climate Bonds Standard* sopracitato è espressamente incluso l’obbligo di predisporre e divulgare, non solo agli *holder* ma a tutti gli *stakeholder*, un *update report*, da pubblicarsi “*at least annually while the Bond remains outstanding*” (Climate Bonds Initiative, 2019b, p. 18). E, in particolare, al punto n. 8.2 si

al metodo interno dell'emittente di tracciabilità nell'uso dei proventi, all'allocazione di fondi derivanti dai proventi dei Green Bond, nonché alla dichiarazione di impatto ambientale o di conformità di reporting ai GBP, possono essere parimenti definite come verifica” (ICMA, 2018, p. 8).

³⁷ L’Italia ha provveduto con decreto legislativo n. 147 del 13 dicembre 2008.

stabilisce che l'*update report* deve includere tre specifici documenti: un *allocation report*, un *eligibility reporting* e un *impact reporting*.

Considerati singolarmente, l'*allocation report* contiene, in principio, la solenne attestazione che il *green bond* emesso rimane puntualmente allineato con gli *standard* fissati dal *Climate Bonds Initiative*, un'obbligazione perlopiù a valenza ideologica, che tuttavia viene integrata (e acquisisce maggiore concretezza) da ulteriori *statement*, ovvero:

- una dichiarazione "*on the climate-related objectives of the Bond*", cioè il riepilogo della *mission* del titolo;
- la lista dei *nominated projects & assets* che sono stati allocati o riallocati, compresi i relativi ammontari;
- una stima della quota del *gross proceeds* che sarà usata per il finanziamento o il rifinanziamento, nonché i progetti e gli *asset* che saranno finanziati o rifinanziati.

L'*eligibility reporting*, invece, contiene informazioni circa le *environmental characteristics or performance* dei progetti finanziati, naturalmente differenti per ogni settore d'investimento, mentre di sicura rilevanza appare l'*impact reporting*, che ha la funzione di divulgare senza limitazioni:

- gli attesi o gli attuali *outcomes* di impatto, relativamente agli obiettivi climatici del *bond*, del progetto o dell'*asset*;
- la misurazione qualitativa e, dove possibile, anche quantitativa delle performance e dell'impatto ambientale dei progetti sottostanti al titolo³⁸;
- i metodi e le *key underlying assumptions* utilizzate per l'identificazione e il calcolo degli indicatori di *performance*.

Tutte le informazioni sopradescritte, nell'ottica di supportare la periodica valutazione di conformità ai *Climate Bonds Standard*, "*shall be provided to the Verifier and to the Climate Bonds Standard Board*"³⁹, e così la continua conformità attestata dai tre *report* contribuirà al mantenimento del *green label* associato al titolo, senza alcuna (ri)apertura di istruttoria al riguardo.

Anche sul versante della reportistica, però, si riscontrano delle interessanti iniziative di rango legislativo. Nello specifico, la Commissione Europea nel marzo 2018 ha attivato – tramite l'EFRAG – *European Financial Reporting Advisory Group* – l'*European Lab*⁴⁰, ente

³⁸ Chiaro riferimento a quanto fissato nei *Green Bond Principles* e citato a p. 23.

³⁹ Cfr. *Climate Bonds Initiative*, 2019b, p. 20.

⁴⁰ Precisamente, l'*European Corporate Reporting Lab*.

deputato a predisporre nuove *best practices* di reportistica sugli investimenti *green*. Al momento, l'ambizioso progetto di elaborare un *benchmark* sul *reporting* ambientale delle aziende è solo agli inizi: solo lo scorso 29 settembre è stato infatti formalmente dato l'avvio alla *PTF-NFRS*, la *Project Task Force* sul *non-financial reporting standard*.⁴¹

2.3. Il mercato dei green bond

Così descritto il fenomeno dell'investimento sostenibile, e così riepilogate le caratteristiche e le potenzialità, è immediata conseguenza coglierne l'importanza e le prospettive.⁴²

In un'economia fortemente provata dall'epidemia da coronavirus in corso, lo stimolo per orientare la finanza tradizionale verso settori meritevoli e socialmente responsabili appare indifferibile⁴³ e in questa direzione, in effetti, sembra volgere anche l'economia del nostro Paese.

Fermi i dati sopracitati, che vedono un forte incremento degli investimenti e delle emissioni⁴⁴, con riferimento allo specifico mercato interno il rapporto *GreenItaly* 2019 mostra che oltre 700mila imprese hanno investito nel settore qui in esame, ovvero, se suddivise per settori, circa il 31,2% dell'intera imprenditoria extra-agricola e il 35,8% delle manifatturiere – e questo ha comportato, *inter alia*, che il 51% delle eco-investigatrici ha segnalato un aumento dell'export nel 2018, contro il più ridotto 38% di quelle che non hanno investito (Fondazione Symbola, 2019, p. 10).

Ancora, nel 2018 il numero dei *green jobs* in Italia ha superato le 3 milioni di unità, con incremento del 3,4% rispetto all'anno precedente, segno di una rinnovata attrattività anche dal lato occupazionale.

⁴¹ Si veda al riguardo la news reperibile sul sito ufficiale EFRAG (<https://www.efrag.org/News/Project-442/Successful-launch-of-the-project-on-preparatory-work-for-the-elaboration-of-possible-EU-non-financial-reporting-standards>).

⁴² Che non coinvolgono solo la sfera privata del singolo investitore, essendo che, ad esempio, la Presidente della Banca Centrale Europea Christine Lagarde ha recentemente dichiarato di voler stimolare gli istituti bancari dell'Eurozona che intendono richiedere un finanziamento a offrire come garanzia collaterale del debito degli strumenti finanziari di tipo sostenibile, privilegiando le imprese che così opereranno (v. *Il sole 24 ore*, 14.02.2020).

⁴³ Anche se, a livello europeo, alcuni Stati membri hanno suggerito il rinvio degli impegni dell'Unione in materia climatica e di canalizzare le risorse stanziata a supporto delle economie nazionali (Asaro-Fisicaro, 2020).

⁴⁴ Cfr. sopra, p. 11.

E infine, anche per la protezione intellettuale, le imprese italiane detengono a oggi oltre 3.500 brevetti catalogati nei settori *green*, con un *trend* in controtendenza rispetto ai brevetti in generale.

In definitiva, una prospettiva di mercato dinamica e in sicura crescita, favorevole auspicio per uno sviluppo certamente *sostenibile* dell'economia italiana.⁴⁵

⁴⁵ Sostenuto anche da una trattazione *ad hoc* da parte di Borsa Italiana, che dal marzo 2017 permette agli investitori istituzionali e *retail* di individuare con maggiore semplicità gli strumenti con impegno sottostante di progetti con benefici ambientali, specificamente racchiusi in un segmento dedicato ai *green bond* in negoziazione sui mercati MOT ed ExtraMOT.

3. ANALISI E COMPARAZIONE DI ALCUNI CASE-STUDY

Nelle pagine che seguono saranno presi in considerazione e tra loro confrontati alcuni titoli obbligazionari emessi da società appartenenti allo stesso settore di riferimento.

3.1. Enel Finance International N.V. – Enel Finance Green Bond Tf 1% St24 Eur

Enel Finance International N.V. è una società di diritto olandese controllata da Enel S.p.a. e facente parte del medesimo gruppo. La stessa ha collocato a oggi sul mercato europeo *green bond* per un totale di circa 3,5 miliardi di Euro, destinati a investitori istituzionali e garantiti da proprio dalla controllante italiana, tra cui il primo *Enel Finance Green Bond Tf 1% St24 Eur*, emesso nel 2017.

Come evidenziato anche dall'ultimo Enel Green Bond Report 2019, la raccolta derivante dalle emissioni è stata indirizzata al finanziamento di taluni progetti ricompresi nelle categorie individuate dai cd. *Green Bond Principles* pubblicati dall'ICMA – *International Capital Market Association*. Nello specifico, Enel precisa che i proventi sono stati utilizzati relativamente a nuovi progetti di sviluppo, costruzione e *repowering* di impianti di generazione da fonti rinnovabili, nonché progetti di trasmissione, distribuzione e *smart grid* (per questi ultimi, con riferimento al solo *green bond* emesso nel 2018).

Come richiesto dai principi in tema di trasparenza e *disclosure*, come anche sopracitati, Enel ha predisposto alla base delle proprie emissioni dei propri specifici “Green Bond Framework”, pubblicati per ciascun anno di vigenza dei titoli.

Con riferimento all'obbligazione qui in oggetto – e di cui sotto si riepilogheranno i termini finanziari nel dettaglio – la relativa versione di dicembre 2016 del *framework* già enucleava:

- alcuni dei progetti cd. *eligible*⁴⁶;
- l'impegno alla creazione e all'insediamento di un *green bond committee*, entro giugno 2017, per la supervisione del processo di implementazione e allocazione del *bond*;

⁴⁶ Come, ad esempio, “*The Dominica wind farm [...] located in Charcas in the state of San Luis Potosí, in Mexico. The plant has a total installed capacity of 200 MW from 100 wind turbines, each with 2 MW, and is capable of generating up to 510 GWh per year.*” oppure “*the Adams project, a 82.5 MW solar PV plant under construction in South Africa*” (Enel, 2017, p. 4).

- l'impegno a fornire agli investitori annualmente e fino alla maturità del titolo emesso degli “*annual updates to investors including brief project descriptions and the amounts allocated to the Eligible Green Projects*”;
- la garanzia di nomina di *auditor* indipendente “*to provide an annual assurance report, until all the proceeds of the bonds have been allocated, confirming that an amount equal to the net proceeds of the bonds has been allocated in compliance with all material respects of the Eligible Green Projects criteria set forth in the Green Bond Framework*” (Enel, 2017, p. 6) – aderenza agli *standard* di riferimento che è stata poi oggetto della verifica dall'ente Vigeo Eiris, che ha così rilasciato la cd. *second party opinion*.

Infine, è da notare che l'*Enel Green Bond Framework* indica anche le categorie di aspetti *environment, social and governance* che saranno posti come sottostante delle emissioni, tra le quali – rispettivamente – la *protection of biodiversity*, il *respect for labour rights* e la *prevention of corruption and money laundering, fraud, anti-competitive practices*.

Nello specifico dei dati finanziari per il titolo in oggetto, *Enel Finance Green Bond Tf 1% St24 Eur*⁴⁷ è stato negoziato a partire dal 13 marzo 2017 sulla Borsa di Milano, segmento ExtraMOT professionale (Borsa Italiana, 2017). Il *rating* iniziale associato al titolo è stato di BBB per *Standard & Poor's*, BAA2 per *Moody's*, BBB+ per *Fitch*.

Quanto alla struttura finanziaria, fermo il rendimento già indicato nella denominazione⁴⁸, l'*outstanding amount* è di 1 miliardo e 250 milioni di Euro, con *bond* da valore nominale di Euro 1.000,00 e taglio minimo di Euro 100.000,00, trattati – appunto – con divisa europea. Il titolo ha *duration* settennale, in quanto ha scadenza al 16.09.2024; la cedola, invece, è a tasso fisso e con periodicità annuale, dopo lo stacco delle prime al 16.09.2017, ovvero al primo semestre di decorrenza.

Come evidenziato dalla **Figura 2**, al momento dell'emissione (lunedì 13 marzo 2017) il titolo era scambiato a 98,09 Euro, mentre alla data di conclusione del presente elaborato (lunedì 26 ottobre 2020) il prezzo è fissato a 104,69 Euro, per un rialzo complessivo del 6,73%.⁴⁹

⁴⁷ Precisamente, il titolo ha ISIN n. XS1550149204.

⁴⁸ Ma, ad esempio, il titolo emesso a gennaio 2019, sempre con scadenza settennale e sempre di *size* pari a 1,25 miliardi di Euro, promette un rendimento al tasso del 1,125%.

⁴⁹ Dati reperibili sul portale di Borsa Italiana al link: <https://www.borsaitaliana.it/borsa/obbligazioni/segmento-professionale/grafico.html?isin=XS1550149204&lang=it>.



Figura 2 – Andamento di Enel Finance Green Bond Tf 1% St24 Eur al 26.10.2020

3.2. TERNA – Rete Elettrica Nazionale S.p.a. – Terna 1.00% 2023-07 EUR

Lo scorso 16 luglio 2018 Terna S.p.a. ha perfezionato l’emissione di un titolo *green* per il complessivo valore di 750 milioni di Euro, con negoziazione, a partire dal successivo 23 luglio, sul Luxembourg Stock Exchange, e a partire dal 10 agosto sul listino EuroTLX della borsa di Francoforte.

Terna è la società che, sotto concessione governativa, gestisce la rete elettrica italiana per circa 73.000 chilometri di linee, risultando una delle realtà di trasmissione elettrica più avanzata d’Europa. Conformemente alle linee-guida qui rappresentate, in concomitanza con l’emissione la società ha pubblicato il proprio *Green Bond Framework*, contenente specifici *commitments to sustainability*, ovvero relativamente a progetti indirizzati:

- “at increasing the production from renewable energies”;
- “at reducing system CO2 emissions through the reduction of grid losses”;
- “at reducing soil use and the impact on terrestrial biodiversity” (Terna, 2018, p. 4).

Inoltre, “as part of the governance of its Green Bond program” Terna ha già predisposto un comitato *ad hoc*, composto da responsabili di diverse aree⁵⁰ e con il mandato

⁵⁰ Precisamente: “the Head of Finance department, the Head of Sustainability, the Head of Planning and control department, the Head of grid planning and interconnections” (Terna, 2018, p. 5).

“to review and validate the selection of the Eligible Green Projects” (Terna, 2018, p. 5). Quanto alla reportistica, Terna si impegna alla rendicontazione annuale non solo degli aspetti finanziari del titolo, ma anche “main technical data referring to the single project”, nonché “where feasible, Terna will also report on an annual basis project impacts and environmental benefits by Eligible Green Project” (Terna, 2018, p. 7); è invece l’ente Vigeo Eiris a curare e licenziare la propria *second party opinion*.

Quanto all’obbligazione emessa e alle caratteristiche finanziarie – e come evidenziato dalla **Figura 3**, sotto – il *Terna 1.00% 2023-07 EUR* – ISIN n. XS1858912915 – è un titolo quinquennale, a scadenza 23 luglio 2023, di tipo *fixed rate* (e al tasso annuo, appunto, dell’1%), con minimo d’acquisto per 100.000 Euro. I *rating* di emissione sono stati di BBB+ per *Standard & Poor’s*, BAA1 per *Moody’s*, BBB+ per *Fitch*. Il titolo, comunque, è stato quotato a sconto a 99,63 Euro e con *maturity price* al 100%, salva la differenza di quotazione – che vale come ulteriore *plus* e alla data di chiusura del presente elaborato (lunedì 26 ottobre) risulta pari a 103,48 Euro.⁵¹



Figura 3 – Andamento di Terna 1.00% 2023-07 EUR al 26.10.2020

⁵¹ I dati qui indicati fanno riferimento alla quotazione sulla piazza del Lussemburgo, al sito <https://www.bourse.lu/security/XS1858912915/268894>.

Tra i progetti finanziati, infine, si elencano la “*Genzano new electrical station*”, la “*City of Naples 220kV grid reorganisation*” e infine la “*Piedmont and Lombardy 220/132 kV High Voltage Grid rationalization*” (Terna, 2018, p. 8).

3.3. Iren S.p.a. – Iren Green Bond Tf 1,5% Ot27 Call Eur

Iren S.p.a. è una società operante nel settore dei multiservizi, ovvero nell'erogare servizi di energia elettrica, gas, acqua e di tutela ambientale, come ad esempio la gestione della raccolta dei rifiuti e il loro trattamento.

Fondata nel 2010, Iren al 2019 ha fatturato oltre 4,2 miliardi di Euro, posizionandosi tra le prime *multiutility* del mercato italiano. L'approdo nel settore *green* ha avuto inizio, come vedremo sotto, nel 2017, e a oggi il Gruppo conta circa 50 progetti finanziati, distinti tra le categorie tassonomiche individuate dai *Green Bond Principles*, ovvero:

- efficienza energetica (n. 21);
- fonti rinnovabili (n. 12);
- depurazione delle acque reflue (n. 9);
- efficientamento (n. 6);
- e-mobility (n. 2);

e tutti suddivisi tra l'obbligazione emessa al 2017 – qui in esame – e le due successive.

L'iniziativa è stata comunque preceduta dalla pubblicazione dell'IREN Green Bond Framework, del 10 ottobre 2017. Nello stesso, premessa la *green soul* che anima il Gruppo fin dalla sua costituzione, sono rappresentati gli impegni sulla sostenibilità economica, ambientale e sociale, gli *eligible projects*⁵², compresa la puntuale reportistica.

Quanto alla verifica della aderenza alle linee-guida in materia, si precisa che l'ente DNV GL “*has been appointed by Iren to act as an external verifier of the Green Bond Framework and in order to provide a Second Party Opinion which represents an independent opinion as to whether the established criteria have been met*”; esso, inoltre, è incaricato di fornire un *annual assessment report* a conferma del rispetto di tutti gli ICMA *Green Bond Principles* (Iren, 2017, p. 5).

⁵² Tra cui: “*Mini Hydro Power, Solar PV Energy Generation, Energy Network Development*” per le renewable energy, “*Energy Distribution and Management, Cogeneration Facilities*” per la efficienza energetica, il *waste Management Efficiency and Recycling* e il *Waste Water Treatment* (Iren, 2017, p. 3).

Con riferimento all'emissione obbligazionaria citata – la prima, come detto, per Iren – collocata sul listino ExtraMOT Pro della Borsa di Milano il 24 ottobre 2017 tramite Avviso n. 19654 del giorno precedente, con un ammontare di 500 milioni di Euro *Iren Green Bond Tf 1,5% Ot27 Call Eur* (ISIN n. XS1704789590) è un'obbligazione da valore nominale singolo di 1.000,00 Euro, con taglio minimo di sottoscrizione di 100.000,00 Euro, scambiata in divisa europea. La durata è decennale, con periodicità della cedola annuale e tasso periodale della stessa al 1,5%, come indicato nella denominazione.

Il titolo ha avviato le trattazioni al prezzo di 97,45 Euro, mentre alla data di chiusura del presente elaborato il valore di scambio è 108,71 Euro – come mostra la **Figura 4** – con un differenziale positivo dell'11,55%.⁵³



Figura 3 – Andamento di Iren Green Bond Tf 1,5% Ot27 Call Eur al 26.10.2020

3.4. Hera S.p.a. – Hera 0,875% 05/07/2027 (EUR)

Sempre all'interno del settore delle *multiutility*, Hera S.p.a., società con sede a Bologna e operativa nel Centro e Nord Italia⁵⁴, ha intrapreso la strada della finanza sostenibile a partire dal 2019, allorché, sulla base del proprio *Green Financing Framework* ha posto all'attenzione

⁵³ Dati reperibili su <https://www.borsaitaliana.it/borsa/obbligazioni/segmento-professionale/scheda/XS1704789590.html?lang=it>.

⁵⁴ In particolare, tra Marche, Toscana, Emilia-Romagna, Veneto e Friuli Venezia-Giulia.

di investitori e *stakeholder* la necessità “*to further integrate sustainability into business activities and to direct both strategy and sustainability reporting to the urgencies dictated by the Global Agenda on Sustainable Development*”, così sancendo il “*Hera’s alignment to the United Nation’s Sustainability Development Goals*” (Hera, 2019, p. 3).

L’impegno si concentra su tre precise direttrici:

- *energy*, ovvero uno *smart use* delle energie, con riduzione delle emissioni domestiche, con la promozione dell’efficienza e la diffusione delle fonti rinnovabili;
- *resources*, quindi la transizione verso un’economia circolare⁵⁵ e il *sustainable management of water resources*;
- *territory*, a riguardo della cultura dell’innovazione, della digitalizzazione e lo sviluppo di nuove *skill* con *focus* ambientale.

Gli oneri informativi sono assolti da una periodica reportistica, sia per l’*allocation reporting*, che contiene i dati finanziari aggiornati dell’emissione, che per l’*impact reporting*, incentrato sui numeri del “*environmental impact metrics associated with the Eligible Green Projects funded with the net proceeds of each Green Financing*” – e, tra questi, l’*energy saved*, le *greenhouse gases emission avoided*, la *network length*, il *recycled plastic sold*, il *treated waste* e altre.⁵⁶

Quanto alla *second party opinion*, necessaria per acclarare la rispondenza del progetto di sostenibilità del Gruppo Hera con i *Green Bond Principles*, l’agenzia americana ISS-oekom ha rilasciato la propria *positive evaluation* su quanto indicato dall’ICMA, anche con classificazione dell’emittente come “*6th out of 43 companies within its sector as of 17.06.2019*” (ISS-oekom, 2019, p. 4).

Relativamente al titolo in esame, *Hera 0,875% 05/07/2027* – ISIN n. XS2020608548 – è un prodotto finanziario a tasso fisso (del 0,875%), emesso per un controvalore complessivo di 500 milioni di Euro e negoziato sulla Borsa di Lussemburgo con divisa in Euro a partire dal 5 luglio 2019, con taglio da 1.000,00 Euro e per minimi 100.000,00 Euro di sottoscrizione congiunta.

⁵⁵ Hera S.p.a. è tra le promotrici del *Circular Economy Network*, progetto collegato alla *Sustainable Development Foundation*.

⁵⁶ Si veda più distesamente Hera, 2019, p. 10.



Figura 3 – Andamento di Hera 0,875% 05/07/2019 al 26.10.2020

Come mostra il grafico in **Figura 5** lo scambio iniziale è avvenuto a 98,41 Euro, mentre alla data di chiusura del presente elaborato il titolo quota a 104,57 Euro, con un rialzo del 6,26%. L'andamento ha registrato una forte fase di vendita attorno allo scorso marzo, precisamente tra il 6 e il 19 marzo 2020: appare inevitabile attribuire la circostanza alle misure di *lockdown* disposte proprio in quei giorni dal governo italiano e dovute alla necessità di fronteggiare l'epidemia da coronavirus attualmente in essere nel nostro Paese.⁵⁷

3.5. Valutazione e confronto delle emissioni

Così rapidamente presentati, i titoli possono ora essere messi a confronto tra loro. Enel e Terna, da una parte, e Iren e Hera dall'altra, competono su settori relativamente comuni, e le strategie, come si è visto, appaiono simili: addirittura, Enel e Terna condividono lo stesso *advisor*, che per entrambe ha dato esito positivo nella conformazione del rispettivo progetto

⁵⁷ I dati presentati fanno riferimento a quanto pubblicato dalla Borsa di Lussemburgo (link: <https://www.bourse.lu/security/XS2020608548/292076>).

green alle linee-guida in materia. E, dall'alto, gli stessi *framework* risultano congruenti, a testimoniare una certa sovrapposizione delle iniziative. Tuttavia, per esempio, le due società hanno quotato le loro emissioni su listini differenti (rispettivamente: Milano; Lussemburgo e Francoforte), così come diversamente tra loro hanno fatto Iren e Hera. Tra tutte, la *multiutility* bolognese è risultata quella più tardiva, nell'approdo alla finanza sostenibile, mentre Enel è di gran lunga, oltre che la più risalente, anche quella con maggior esposizione *green* – i 3,5 miliardi sopracitati.

Quanto alle obbligazioni, tutte hanno subito alterne turbolenze borsistiche, e tutte hanno una struttura finanziaria piuttosto semplice – la cd. *plain vanilla* – certamente volta a garantire, per il più possibile, chiarezza e trasparenza all'investitore. La durata appare altresì corretta: un impegno pluriennale – fermo il disinvestimento sul secondario – consolida il legame con i sottoscrittori, dà peso ai progetti finanziati, accresce il ruolo dei verificatori e delle periodiche documentazioni di *disclosure* e, in definitiva, migliora l'immagine dell'emittente.

CONSIDERAZIONI FINALI

L'approfondimento ora condotto sulla "finanza sostenibile", giudicato tema di necessità e d'urgenza, mirava a definirne i tratti fondamentali, a evidenziarne le mancanze e a offrire in fine un rapido accenno concreto, per valutare in che modo l'analizzata teoria produce risultati tangibili nella realtà.

I risultati sono apparsi in linea con gli indirizzi d'indagine, seppure non in pieno.

Il settore sconta un'essenziale mancanza di intervento pubblico, di stampo normativo, solitamente decisivo nel fissare i punti e gli aspetti più di dettaglio di una disciplina, nonché offrire punto di appoggio in caso di incertezza. La presenza di un regolamento europeo in fase di discussione, da questo punto di vista, testimonia il bisogno di un tale provvedimento, ma anche la sensibilità del legislatore continentale nell'avvertire una lacuna notevole e uno spazio da normare, ed è certo un fattore positivo. Di sicuro, tutto il sistema è retto da linee-guida, statuti, principi di enti che "regolano" la materia in modo non vincolante, con tutto ciò che ne consegue in tema di possibilità di *enforcement*.

V'è da dire, all'opposto, che la generale autonomia che ha contraddistinto gli operatori, chiamati *ex se* a predisporre un "contesto normativo", non è scaduta nell'imprecisione o – peggio – nell'anarchia. In particolare, l'analisi dei quattro titoli sopraesposta evidenzia una significativa emulazione, degli ultimi ai primi, e l'aspetto va accolto con assoluto favore, perché sottintende la volontà di seguire un percorso, una traccia già lasciata, e verso una destinazione comune.

È però risultato altrettanto naturale cogliere la portata *estetica* di quanto lungamente discusso. Il settore *green* appare – e, forse, è – un ampio *éndoxa*, luogo comune dove confluiscono parole dalla grande eco – "economia circolare", "diritti umani" ecc. – ma dalla scarsa propensione pragmatica. Tutto sembra dunque volgere a una svolta notevole, ma solo programmatica, cioè non così concreta e specifica come si vorrebbe; non è un caso, per questo aspetto, che i *verifier*, pur sempre presenti col proprio ruolo per tutte le emissioni, siano in realtà solo *second* e non *third party*, come invece avrebbe potuto e dovuto essere.

Ma *poca favilla gran fiamma seconda*: come altre grandi conquiste, anche qui si procede a piccoli passi, per singoli approdi, e che si scorga una quota di *marketing* nel settore qui osservato, se vale come corretto giudizio dei fatti, certo non vale come motivo di rinuncia; ci sembra – e non vorremmo sbagliare – che una più diffusa e matura *corporate social responsibility* meriti il nostro impegno.

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

CLIMATE BONDS INITIATIVE, *Green bonds global state of the market 2019*, 2019a (<https://www.climatebonds.net/resources/reports/green-bonds-global-state-market-2019>) [data di accesso: 22.08.2020]

CONSIGLIO EUROPEO, *Conclusioni della Presidenza*, 8-9 marzo 2007, p. 1 (https://www.consilium.europa.eu/ueDocs/cms_Data/docs/pressData/it/ec/93153.pdf) [data di accesso: 22.08.2020]

COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni – Il Green Deal Europeo*, 11 dicembre 2019 (https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:b828d165-1c22-11ea-8c1f-01aa75ed71a1.0006.02/DOC_1&format=PDF) [data di accesso: 22.08.2020]

U. VON DER LEYEN, *A Union that strives for more – My agenda for Europe*, 2019 (https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/political-guidelines-next-commission_en.pdf) [data di accesso: 22.08.2020]

NAZIONI UNITE, ASSEMBLEA GENERALE, *Agenda 2030*, 2015 (<https://sustainabledevelopment.un.org/post2015/transformingourworld>) [data di accesso: 26.08.2020]

BANCA MONDIALE, *Development and Climate Change: A Strategic Framework for the World Bank Group*, 2008 (<https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/28201/478930v20Revis1evius0record10DCCSF.pdf?sequence=1&isAllowed=y>) [data di accesso: 26.08.2020]

ICMA – INTERNATIONAL CAPITAL MARKETS ASSOCIATION, *Green Bond Principles – Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds*, giugno 2018 (<https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Green-Bonds-Principles-June-2018-270520.pdf>) [data di accesso: 2.09.2020]

IBRS – INTERNATIONAL BANK FOR RECONSTRUCTION AND DEVELOPMENT, *Issue of SEK 2,325,000,000 3.5 per cent - Final Terms dated November 7, 2008* (<http://pubdocs.worldbank.org/en/906091544553040376/ft-2008-XS0398811959.pdf>) [data di accesso: 2.09.2020]

UNEP – United Nations Environment Programme, *Towards a Green Economy: Pathways to Sustainable Development and Poverty Eradication*, 2011 (https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/126GER_synthesis_en.pdf) [data di accesso: 2.09.2020]

I. MUSU, *Green Economy: Great Expectation or Big Illusion?*, 2010, in *Rivista italiana degli economisti*, Bologna, Il Mulino, fasc. n. 1, p. 22

M. MAGATTI, L. GHERARDI, 2013, *Sul rinnovamento del capitalismo. Verso un mondo sostenibile*, in *Equilibri*, Bologna, Il Mulino, fasc. n. 1, p. 117

C. DE PERTHUIS, P. JOUVET, *Green Capital, Green Capitalism?*, 2015, in *Green Capital: A New Perspective on Growth*, New York, Columbia University Press, p. 231

UNFCCC – CONVENZIONE QUADRO DELLE NAZIONI UNITE SUI CAMBIAMENTI CLIMATICI, *Accordo di Parigi*, 2015, in *Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea*, 19 ottobre 2016, p. L 282/5 ([https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:22016A1019\(01\)&from=IT](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:22016A1019(01)&from=IT)) [data di accesso: 10.09.2020]

COMMISSIONE EUROPEA, *Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*, 8 marzo 2018, 2018a (<https://eur-lex.europa.eu/legalcontent/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0097&from=EN>) [data di accesso: 10.09.2020]

COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo allo strumento di prestito per il settore pubblico nel quadro del meccanismo per una transizione giusta*, 28 maggio 2020 (https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:da2981e7-a0cb-11ea-9d2d-01aa75ed71a1.0003.02/DOC_1&format=PDF) [data di accesso: 10.09.2020]

EUROSIF – EUROPEAN SUSTAINABLE INVESTMENT FORUM, *European SRI Study*, 2018 (<http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2018/11/European-SRI-2018-Study.pdf>) [data di accesso: 4.10.2020]

UBS, *UBS Investor Watch – Rendimenti di valore*, 2018 n. 2 (<https://www.ubs.com/global/it/wealth-management/our-approach/investor-watch/2018/return-on-values.html?campID=CAAS-ActivityStream#doc>) [data di accesso: 4.10.2020]

TEG – EU TECHNICAL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE, *Taxonomy Technical Report*, giugno 2019a (https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/190618-sustainable-finance-teg-reporttaxonomy_en.pdf) [data di accesso: 10.10.2020]

TEG – EU TECHNICAL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE, *Using the Taxonomy – Supplementary Report*, giugno 2019b (https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/190618-sustainable-finance-teg-report-using-the-taxonomy_en.pdf) [data di accesso: 10.10.2020]

CONSIGLIO EUROPEO, 23 settembre 2019 (<https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-12360-2019-INIT/en/pdf>) [data di accesso: 10.10.2020]

CLIMATE BONDS INITIATIVE, *Climate Bonds Taxonomy*, gennaio 2020 (https://www.climatebonds.net/files/files/CBI_Taxonomy_Tables_January_20.pdf) [data di accesso: 18.10.2020]

CLIMATE BONDS INITIATIVE, *Climate Bonds Standards*, dicembre 2019, 2019b (<https://www.climatebonds.net/files/files/climate-bonds-standard-v3-20191210.pdf>) [data di accesso: 18.10.2020]

PARLAMENTO EUROPEO, Direttiva n. 2016/2341 del Parlamento Europeo e del Consiglio relativa alle attività e alla vigilanza degli enti pensionistici aziendali o professionali (<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32016L2341&from=IT>) [data di accesso: 20.10.2020]

PARLAMENTO ITALIANO, Decreto legislativo n. 147 del 13 dicembre 2018 (<https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2019/01/17/19G00005/sg>) [data di accesso: 20.10.2020]

COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica il regolamento (UE) 2016/1011 per quanto riguarda gli indici di riferimento di basse emissioni di carbonio e gli indici di riferimento di impatto positivo in termini di carbonio*, 24 maggio 2018, 2018b (<https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/1185-Institutional-investors-and-asset-managers-duties-regarding-sustainability>) [data di accesso: 20.10.2020]

G. ASARO, M. FISICARO, 2020, *Il Green Deal europeo*, in *Rivista giuridica del Mezzogiorno*, Bologna, Il Mulino, fasc. n. 2, p. 655

FONDAZIONE SYMBOLA, *Rapporto GreenItaly*, 2019 (<https://www.symbola.net/wp-content/uploads/2019/10/GreenItaly-19-WEB-08-11-19.pdf>) [data di accesso: 20.10.2020]

ENEL, *ENEL Green Bond Report*, 2019 (https://www.enel.com/content/dam/enel-com/documenti/investitori/sostenibilita/2019/green-bond-report-2019_it.pdf) [data di accesso: 26.10.2020]

BORSA ITALIANA, *Avviso n. 4152*, 9 marzo 2017 (<https://www.borsaitaliana.it/borsa/instrument-notice/view.html?documentPath=2017/4152.pdf>) [data di accesso: 26.10.2020]

ENEL S.P.A., *ENEL Green Bond Framework*, dicembre 2016 (https://www.enel.com/content/dam/enel-com/documenti/investitori/investire-in-enel/programmi-principali/green-bond/green-bond-framework_december2016.pdf) [data di accesso: 26.10.2020]

TERNA – RETE ELETTRICA NAZIONALE S.P.A., *Terna – Green Bond Framework*, 16 luglio 2018 (<https://download.terna.it/terna/0000/1087/71.PDF>) [data di accesso: 26.10.2020]

IREN S.P.A., *IREN Green Bond Framework*, 10 ottobre 2017 (<https://www.gruppoiren.it/documents/21402/405929/Green+Bond+Framework-XS1704789590.pdf/4a543a71-492d-462d-8046-1bad1f15d9c0>) [data di accesso: 26.10.2020]

BORSA ITALIANA, *Avviso n. 19654*, 23 ottobre 2017 (<https://www.borsaitaliana.it/borsa/instrument-notice/view.html?documentPath=2017/19654.pdf>) [data di accesso: 26.10.2020]

HERA S.P.A., *Hera Green Financing Framework*, giugno 2019 (https://www.gruppohera.it/binary/hr_ir/green_financing_framework_opinion/Hera_GreenFinancingFramework_June2019_FINAL.1560842077.PDF) [data di accesso: 26.10.2020]

ISS-OEKOM, *Hera Second Party Opinion (SPO) – Sustainability Quality of the Issuer and Green Financing Asset Pool*, giugno 2019 (https://www.gruppohera.it/binary/hr_ir/green_financing_framework_opinion/20190617_Hera_SecondPartOpinion_final.1560863123.pdf)
[data di accesso: 26.10.2020]

RINGRAZIAMENTI

A distanza di anni cogli l'ampiezza del tempo, la profondità dei sogni, la lungimiranza delle visioni. Sei tu, primo risultato di te stesso, ma altresì prodotto di esogeni agenti, anche casuali, che hanno determinato il tuo esserci nel mondo.

Ho scelto, non senza inquietudine, di rimettermi in gioco. Non è stato semplice.

Ricordo i primi giorni, ricordo i dubbi, le esitazioni, lo scetticismo. E chini il capo, guardi alla tua scelta, e pensi solo al dovercela fare, con coraggio, con ardore.

Ma tre anni e il sacrificio è divenuto sorriso, la fatica soddisfazione, il dubbio certezza, l'errore forza. E arrivo, a piccoli passi, a un traguardo raro, che mi dà lustro e che mi apre a cieli azzurri. Per una qualche indicibile magia ancora mi osservo con curiosità e stupore, affidandomi a quelle tensioni alte, a quei nobili pensieri, a quelle dolci emozioni... e via trasportato verso paesaggi lucenti: questo traguardo non sarebbe stato altrimenti possibile, senza questa mia natura.

Devo molto a tanti: i miei compagni, i miei Maestri, l'Amore – infinito – che ho ricevuto e che non dimenticherò. E rivolgo il mio sorriso a chi oggi mi sta guardando con gioia, donandomi una carezza, un bacio.

Questo scritto si colloca al termine di un percorso, nel pieno d'un altro e nell'incominciarsi d'un terzo: ogni punto è approdo, stasi e ripartenza, e così è accaduto anche stavolta.

Il mio prepararmi alla partenza, viaggio lunghissimo ed entusiasmante, è ora al termine, e a mancare tutto questo non sarei stato io: vive in me l'idea che uno sguardo non sia vero se non porta con sé tanto l'attenzione al generale, quanto la sensibilità al particolare.

Grazie,